

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

**VEKÂLET TEORİSİ:  
FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ**

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Ümit Can GÜVENÇER**

**BURSA, 2008**



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

**VEKÂLET TEORİSİ:  
FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ**

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Ümit Can GÜVENÇER**

**Danışman**

**Yard. Doç. Dr. Değer ALPER**

**BURSA, 2008**

T. C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İŞLETME Anabilim Dalı

Anabilim/Anasanat Dalı, ..... -Bilim  
Dalı'nda 700514002 numaralı İmit Can  
ÜVENÇER'in hazırladığı " Veri Teorisi :  
Firma Performansına Etkisi  
" konulu Yüksek Lisans Tezi (Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta  
Yeterlik Tezi/Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı, 17/10/2008 günü 13.00 -  
14.00 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın  
tezinin/çalışmasının başarılı (başarılı/başarısız) olduğuna  
oy birliği (oy birliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu Başkanı)  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi

Yrd. Doc. Dr. Değer Alper

Üye  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi

Yrd. Doç. Dr. Hülya KANALICI AKAY

Hülya Kanalcı Akay

Üye  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi

Prof. Dr. Lale Karabıyık

20/10/2008

## ÖZET

Yazar : Ümit Can GÜVENÇER  
Üniversite : Uludağ Üniversitesi  
Anabilim Dalı : İşletme  
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi  
Sayfa Sayısı : xv + 139  
Mezuniyet Tarihi :  
Tez Danışmanı : Yard. Doç. Dr. Değer ALPER

### VEKÂLET TEORİSİ: FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ

Modern firma yapısının temelinde, yetki veren ve vekilin karşılıklı bağımlılığı yatmaktadır. Buna göre, yetki verenler (sermaye sahipleri) yapacakları yatırımlardan kâr elde edebilmek için vekillerin (yöneticilerin) uzmanlaşmış beşeri sermayelerine; vekiller ise kendilerine ait yatırımlarda bulunacak sermayeye sahip olmadıkları için yetki verenlerin fonlarına ihtiyaç duyarlar.

Günümüz firmalarında sermaye sahipliği ile yönetimin birbirinden ayrılması, çeşitli problemlere yol açmakta ve söz konusu problemlerin çözümü için bir takım maliyetlere katlanılmasını zorunlu hale getirmektedir.

Vekâlet teorisi genel itibariyle, vekâlet veren ve vekil arasındaki vekâlet problemlerini ele almakta olup bu problemlerden kaynaklanan vekâlet maliyetlerini minimize etmeyi amaçlamaktadır.

Bu çalışmanın konusunu, vekâlet teorisi ve bu teori çerçevesinde sermaye sahiplik yapısının firma performansına etkisinin incelenmesi oluşturmaktadır. Çalışmada ilk olarak modern firma olgusundan bahsedilmiş; ikinci bölümde vekâlet teorisi detaylı bir şekilde açıklanmış; üçüncü bölümde sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı ilişkisi vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmiş; son bölümde ise, İMKB’de hisse senetleri işlem gören imalat sektöründeki 128 firmanın 2003-2007 yılları arasında kapsayan dönemdeki verileri kullanılarak, sermaye sahiplik yapısının vekâlet

maliyetleri ile ilişkisi ve firma performansına olan etkileri, doğrusal regresyon ve korelasyon analizi ile incelenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre; sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Diğer taraftan, firma performansı ile yabancı şirketlerin sermaye payları arasında istatistiksel olarak anlamlı (pozitif doğrusal) bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle, yabancı şirketlerin Türk firmalarındaki sermaye payları arttıkça söz konu firmaların performansları da artmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Vekâlet Teorisi, Vekâlet Problem ve Maliyetleri, Sermaye Sahiplik Yapısı, Firma Çıkar Grupları, Firma Performansı, Kurumsal Yönetim.

## ABSTRACT

Author : Ümit Can GÜVENÇER  
University : Uludağ Üniversitesi  
Department : Business Administration  
Quality of Thesis : Master Thesis  
Number of Pages : xv + 139  
Graduation Date :  
Supervisor : Yard. Doç. Dr. Değer ALPER

### AGENCY THEORY: ITS EFFECT ON COMPANY PERFORMANCE

In the foundations of modern company structure, there exists a mutual dependence between those in authority and their agents. Due to this, those in authority (the capital holders), in order that they can make a profit from their investments, need to specialised human capital of the agents (managers), while the agents, because they do not own the capital necessary for their own investments, need the funds of those in authority.

The separation of capital possession from management in modern firms leads to various problems and a solution to those problems necessitates the incurrence of several costs.

As a general estimation of agency theory, its purpose is to take up the agency problems existing between principal and the agent, and to minimise the agency costs arising from those problems.

The subject of this study comprises an examination of agency theory and of the effect on company performance of the structure of capital ownership within the framework of agency theory. In the study, firstly the existence of modern firm is discussed; in the second part, agency theory is explained in detail; in the third part, the relationship between the structure of capital ownership and company performance is examined within agency theory perspective; in the last part, 128 manufacturing firms, which's shares are traded at IMKB, financial datas that include 2003-2007 period are

used to examine the relation between the structure of capital ownership and agency costs, also its effect on firm performance with linear regression and correlation analysis.

According to analysis results; there isnt any statistically significant relation between the structure of capital ownership and agency costs. On the other hand, a significant (positive linear) relation is found between firm performance and foreign firm's capital ownership. In other words, when foreign firms' capital ownership ratio increases in Turkish firms, that Turkish firms' performance also increases.

**Key Words:** Agency Theory, Agency Problems and Costs, Structure of Capital Ownership, Stakeholders, Firm Performance, Corporate Governance.



## ÖNSÖZ

Çalışmanın konusunu, vekâlet teorisi ve bu teori çerçevesinde sermaye sahiplik yapısının firma performansına etkisinin incelenmesi oluşturmaktadır.

- İlk olarak modern firma olgusundan bahsedilmiş; bu bölümünde; firma yönetiminin amacı, kurumsal yönetim ve sermaye sahipliği kaynaklı yönetsel kontrole ilişkin firma teorileri açıklanmıştır.
- İkinci bölümde vekâlet teorisi detaylı bir şekilde açıklanmış; firma çıkar grupları, vekâlet ilişkisi, vekâlet problemleri ve vekâlet maliyetlerine değinilmiştir.
- Üçüncü bölümde sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı ilişkisi vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmiş; sermaye sahiplik yapısı açıklanarak firma performansına etkileri araştırılmıştır.
- Son bölümde ise, vekâlet teorisiyle ilgili olarak yapılan teorik ve ampirik çalışmalara yönelik açıklamaların ışığında, Türk firmalarının konu edildiği ampirik bir uygulama yapılmıştır. Araştırmada, İMKB’de hisse senetleri işlem gören şirketlerin, sermaye sahipliği yapısının vekâlet maliyetleri ile ilişkisi ve firma performansına olan etkileri incelenmiştir.

Bu tezin hazırlanması sırasında gerek yol gösterici tavsiyeleri gerekse olumlu yönde eleştirileri ile destek veren, danışman hocam Sayın Yard. Doç. Dr. Değer ALPER’e teşekkürlerimi bir borç bilir, saygılarımı sunarım.

## İÇİNDEKİLER

İç Kapak.....	i
Tez Onay Sayfası.....	ii
Özet.....	iii
Abstract.....	v
Önsöz.....	vii
İçindekiler.....	viii
Kısaltmalar Listesi.....	xi
Tablolar Listesi.....	xii
Şekiller Listesi.....	xiii
Grafikler Listesi.....	xiv
Ekler Listesi.....	xv
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM MODERN FİRMA OLGUSU

1.1 Firma Yönetiminin Amacı.....	3
1.1.1 Sosyal Amaçlar.....	4
1.1.1.1 Sosyal Sorumluluk.....	4
1.1.2 Ekonomik Amaçlar.....	5
1.1.2.1 Kâr Maksimizasyonu.....	5
1.1.2.2 İşletmenin Piyasa Değerinin Maksimizasyonu .....	6
1.2 Kurumsal Yönetim.....	7
1.2.1 Kurumsal Yönetim Kavramı.....	8
1.2.2 Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	9
1.2.3 Kurumsal Yönetimin Önemi.....	10
1.2.4 Geleneksel Şirket Yönetimi ve Kurumsal Şirket Yönetimi Karşılaştırması.....	12
1.2.5 Kurumsal Yönetim Sistemleri.....	13
1.2.6 Kurumsal Yönetimin Amaçları.....	14
1.2.7 Kurumsal Yönetimin İlkeleri.....	15
1.2.7.1 Sorumluluk.....	16
1.2.7.2 Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık.....	17
1.2.7.3 Hesap Verme Yükümlülüğü.....	18
1.2.7.4 Adalet ve Eşitlik.....	18
1.2.8 Kurumsal Yönetimin Sağlayacağı Yararlar.....	19
1.3 Sermaye Sahipliği Kaynaklı Yönetimsel Kontrolle İlişkin Firma Teorileri.....	21
1.3.1 Temsil (Stewardship) Teorisi.....	22
1.3.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi.....	22
1.3.3 Vekâlet (Agency) Teorisi.....	23

### İKİNCİ BÖLÜM BİR FİRMA TEORİSİ OLARAK VEKÂLET TEORİSİ

2.1 Firma Çıkar Grupları.....	25
2.1.1 Yöneticiler.....	27

2.1.2 Hissedarlar.....	28
2.1.3 Borç Verenler.....	29
2.2 Vekâlet Teorisinin Kavramsal Çerçevesi.....	31
2.2.1 Vekâlet Teorisi Türleri.....	36
2.2.1.1 Pozitif Vekâlet Teorisi.....	36
2.2.1.2 Yetki Veren-Vekil Teorisi.....	37
2.4 Vekâlet Problemleri.....	38
2.4.1 Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri.....	40
2.4.1.1 Aldatma.....	41
2.4.1.2 Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması.....	41
2.4.1.3 Varlık Değişimi Problemi.....	42
2.4.1.4 Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması.....	42
2.4.1.5 Firma El Değiştirmelerinde Vekâlet Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi.....	43
2.4.1.6 Tünelleme/Hortumlama.....	44
2.4.2 Hissedarlardan Kaynaklanan Vekâlet Problemleri.....	44
2.4.2.1 Firmanın Zararına Olacak Biçimde Kâr Payı Ödemesi.....	45
2.4.2.2 Hakların Sınırlandırılması.....	45
2.4.2.3 Varlık Değişimi Problemi.....	45
2.4.2.4 Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması.....	45
2.4.3 Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri.....	46
2.4.3.1 Hakların Sınırlandırılması.....	46
2.4.3.2 Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması.....	46
2.4.3.3 Kısa Vadeli Yatırımlara Yönelme Problemi.....	46
2.4.3.4 Firmanın Tasfiye Edilmesi.....	47
2.4.4 Vekâlet Problemlerini Azaltan Mekanizmalar.....	48
2.4.4.1 Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Vekâlet Problemlerini Azaltan Mekanizmalar.....	49
2.4.4.2 Yöneticiler ve Borç Verenler Arasındaki Vekâlet Problemlerini Azaltan Mekanizmalar.....	51
2.5 Vekâlet Maliyetleri.....	52
2.5.1 İzleme Maliyetleri.....	52
2.5.2 Tazmin Edici/Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri.....	55
2.5.3 Artık/Önlenemeyen Kayıp.....	56
2.5.4 Vekâlet Maliyetlerinin Sermaye Yapısına (Optimal Borç / Öz Sermaye Oranına) Etkileri.....	57
2.4.5 Vekâlet Maliyetlerinin Azaltılmasında Kullanılabilecek Politikalar.....	60

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### VEKÂLET TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE SERMAYE SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ

3.1 Sermaye Sahiplik Yapısı.....	63
3.1.1 Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar.....	65
3.1.1.1 Sahiplik ve Kontrol Ayrımı.....	65
3.1.1.2 Sermaye Girişi ve Borç/Öz Sermaye Oranı.....	66
3.1.1.3 Maddi Duran Varlıklar.....	66

3.1.1.4 Vekâlet Maliyetleri.....	66
3.1.1.5 Hisse Yoğunluğu.....	67
3.1.1.6 AR-GE Harcamaları.....	67
3.1.1.7 Varlık Çeşitliliği.....	67
3.1.1.8 Firma Yaşı (Faaliyet Süresi).....	67
3.1.2 Dünya Genelinde Sermaye Sahiplik Yapısı .....	68
3.1.3 Türk Şirketlerinde Sermaye Sahiplik Yapısı.....	74
3.2 Sermaye Sahiplik Yapısının Firma Performansına Etkileri.....	77
3.2.1 Yöneticilerin Sermaye Sahipliğinin Firma Performansına Etkisi.....	79
3.2.2 Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Sahipliğinin Firma Performansına Etkisi.....	80
3.2.3 Türk Firmalarında Sermaye Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar.....	81
3.2.3.1 Gürsoy ve Aydoğan'ın Çalışması (1998).....	81
3.2.3.2 Yurtoğlu'nun Çalışması (2000).....	82
3.2.3.3 Önder'in Çalışması (2000).....	83
3.2.3.4 Turaboğlu'nun Çalışması (2002).....	84
3.2.3.5 Büyükkara'nın Çalışması (2002).....	85
3.2.3.6 Tezölmez ve Gökşen'in Çalışması (2006).....	86
3.2.3.7 Söylemez'in Çalışması (2007).....	87
3.2.3.8 Yapılan Analizlerin Ortak Bulguları.....	89
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM</b>	
<b>SERMAYE SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ:</b>	
<b>TÜRKİYE UYGULAMASI</b>	
4.1 Araştırmanın Amaçları.....	90
4.2 Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi.....	91
4.2.1 Analizde Kullanılan Değişkenler.....	91
4.2.2 Veri Kaynakları ve Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi.....	93
4.3 Bulgular ve Yorum.....	93
4.3.1 Sermaye Sahiplik Yapısı Analizi.....	93
4.3.2 Analiz Sonuçları: Sermaye Sahiplik Yapısı ile Vekâlet Maliyeti Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	99
4.3.3 Analiz Sonuçları: Sermaye Sahiplik Yapısı ile Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	109
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	121
KAYNAKLAR.....	123
EKLER.....	129
ÖZGEÇMİŞ.....	139

## KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.G.M.	: Adı Geçen Makale
AR-GE	: Araştırma-Geliştirme
A.Ş.	: Anonim Şirket
CEO	: Chief Executive Officer
EVA	: Economic Value Added
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MVA	: Market Value Added
NBD	: Net Bugünkü Değer
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

## TABLOLAR LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> Geleneksel Yönetim ve Kurumsal Yönetim Yaklaşımları	12
<b>Tablo 2:</b> Vekâlet, Temsil ve Paydaş Teorilerinin Karşılaştırılması	24
<b>Tablo 3:</b> Vekâlet Teorisinin Kapsamı	36
<b>Tablo 4:</b> Kaynaklandıkları Çıkar Gruplarına Göre Vekâlet Problemleri	48
<b>Tablo 5:</b> Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar	65
<b>Tablo 6:</b> Analize Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı	91
<b>Tablo 7:</b> Sermaye Gruplarının 2003 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri	94
<b>Tablo 8:</b> Sermaye Gruplarının 2004 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri	95
<b>Tablo 9:</b> Sermaye Gruplarının 2005 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri	96
<b>Tablo 10:</b> Sermaye Gruplarının 2006 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri	97
<b>Tablo 11:</b> Sermaye Gruplarının 2007 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri	98
<b>Tablo 12:</b> 2003 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	99
<b>Tablo 13:</b> 2003 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	100
<b>Tablo 14:</b> 2004 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	101
<b>Tablo 15:</b> 2004 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	102
<b>Tablo 16:</b> 2005 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	103
<b>Tablo 17:</b> 2005 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	104
<b>Tablo 18:</b> 2006 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	105
<b>Tablo 19:</b> 2006 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	106
<b>Tablo 20:</b> 2007 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	107
<b>Tablo 21:</b> 2007 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti	108
<b>Tablo 22:</b> 2003 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Performans	110
<b>Tablo 23:</b> 2003 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans	111
<b>Tablo 24:</b> 2004 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans	112
<b>Tablo 25:</b> 2004 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans	113
<b>Tablo 26:</b> 2005 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans	114
<b>Tablo 27:</b> 2005 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans	115
<b>Tablo 28:</b> 2006 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans	116
<b>Tablo 29:</b> 2006 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans	117
<b>Tablo 30:</b> 2007 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans	118
<b>Tablo 31:</b> 2007 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans	119

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1:</b> Firma Hak Dağıtım Sürecinde Çıkar Grupları	30
<b>Şekil 2:</b> Organizasyonlarda Sermaye ve Yönetim Yapısına Göre İşletmelerin Sınıflandırılması	32
<b>Şekil 3:</b> Vekâlet İlişkisinin Karışıklıkları	40
<b>Şekil 4:</b> Yöneticilerin İzlenmesi	53
<b>Şekil 5:</b> İzleme, Maaş ve Teşvik Sistemi	54
<b>Şekil 6:</b> Vekâlet Teorisi Çerçevesinde Optimal Sermaye Yapısı	58

## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 1:</b> Sermaye Gruplarının 2003 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)	94
<b>Grafik 2:</b> Sermaye Gruplarının 2004 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)	95
<b>Grafik 3:</b> Sermaye Gruplarının 2005 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)	96
<b>Grafik 4:</b> Sermaye Gruplarının 2006 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)	97
<b>Grafik 5:</b> Sermaye Gruplarının 2007 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)	98



## **EKLER LİSTESİ**

<b>EK 1:</b> Regresyon Analizine İlişkin Diğer Tablolar (Vekâlet Maliyetleri)	129
<b>EK 2:</b> Regresyon Analizine İlişkin Diğer Tablolar (Firma Performansı)	134

## GİRİŞ

Günümüzde firmalar, hızla değişen ekonomik yapı içinde faaliyetlerini sürdürebilmek için, değişikliklere olabildiğince çabuk uyum sağlamak zorundadır. Firmalar, küreselleşmenin yoğun baskısı altında; bir yandan rakipleriyle mücadele etmekte, diğer yanda çıkar gruplarının beklentilerini en iyi şekilde karşılamaya çalışmaktadır.

Klasik firma yapısında, sermaye sahibi aynı zamanda firmayı yönetirken; modern firma yapısında ise, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılarak, firmanın profesyonel yöneticiler tarafından yönetildiği görülmektedir.

Firmanın sürekliliği ve gelişimi için, zamana ve koşullara göre değişen pazarlık gücüne sahip çıkar grupları arasındaki problemlerin azaltılarak, adil bir çıkar paylaşımı öngören optimal denge yapısının sağlanması gerekmektedir. Söz konusu dengenin sağlanması ise çeşitli maliyetleri içermektedir ve bu maliyetlerin minimum düzeye indirilmesi vekâlet teorisi (agency theory)'nin konusunu oluşturmaktadır.

Vekâlet teorisi, esas itibarıyla iktisatçıların yardımlaşma durumunda olan tarafların motivasyonları, birbirlerini kontrol etmeleri ve aralarında bilgi akışı konularını incelemeleri sonucu gelişmeye başlamış bir yaklaşımdır. Vekâlet ilişkileri Adam Smith (1776)'den bu yana üzerinde tartışılan bir konudur. Özellikle, Jensen ve Meckling (1976) tarafından ana hatları ilk kez geniş bir biçimde ortaya konmuştur. Jensen ve Meckling, şirket hissedarlarının sermaye sahipliğine karşılık, şirketin tamamına sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi durumunda, hissedar refahının ve firma değerinin maksimize edilmesi amaçlarından sapmalar olacağını ifade etmiştir. Jensen ve Meckling'in görüşüne göre yöneticiler, firma değerini maksimize etmek yerine, kişisel çıkarları ve amaçları doğrultusunda hareket ederek, şirket için parasal getiri sağlamayan gereksiz harcamalar yapabilirler; bu da hissedarlar, kreditorler ve şirket yönetimi arasında vekâlet problemlerinin oluşmasına sebep olur.

Vekâlet problemleri ise firma değerini azaltıcı refah kayıpları, gözlem ve kefalet maliyetleri gibi vekâlet maliyetlerine yol açmaktadır. Yöneticilerin sermaye paylarının artması halinde, hissedarlar ile ilgi ve çıkarlarının birleşmesi sonucu firma değerinin artacağı belirtilmiştir.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde özellikle 1980'li yıllarda hız kazanan şirket birleşmeleri ve sınır tanımayan sermaye hareketleri ile birlikte, günümüzde vekâlet teorisi çok daha yoğun bir şekilde incelenmektedir.

Ülkemizde firmalar, çoğunlukla aile şirketi şeklinde yapılanarak, sermaye ve yönetimi bir arada tutmak isteseler de, son yıllarda menkul kıymet piyasalarında işlem gören firma sayısındaki artış, yabancı firmalarla kurulan ortaklıklar ve profesyonel yönetici istihdamında yaşanan gelişmeler, vekâlet teorisini Türkiye için de son derece önemli bir konu haline getirmiştir.

Çalışmada ilk olarak modern firma olgusundan bahsedilmiş; bu bölümünde; firma yönetiminin amacı, kurumsal yönetim ve sermaye sahipliği kaynaklı yönetsel kontrole ilişkin firma teorileri açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde detaylı olarak vekâlet teorisi üzerinde durulmuş; firma çıkar grupları, vekâlet ilişkisi, vekâlet problemleri ve vekâlet maliyetlerine değinilmiştir. Üçüncü bölümde ise; sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı ilişkisi vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmiş; sermaye sahiplik yapısı açıklanarak firma performansına etkileri araştırılmıştır. Son bölümde, konuyla ilgili bir uygulamaya yer verilmiş; sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişki, hisse senetleri İMKB'de işlem gören 128 firmanın 2003 ile 2007 yılları arasındaki 5 yıllık verileri derlenerek, doğrusal regresyon ve korelasyon analizi ile incelenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### MODERN FİRMA OLGUSU

Bir firmanın hisselerini finansal getiri elde etmek amacıyla satın alan kişilere firma sahipleri ya da ortakları denilmektedir. Söz konusu firma, sahipleri tarafından bizzat yönetilebileceği gibi, kendi refahını maksimize edecek şekilde firmayı yönetmeyi amaçlayan yöneticiler de istihdam edilebilir.

Bu bölümde firma yönetiminin amacı irdelenerek, kurumsal yönetim ve sermaye sahipliği kaynaklı yönetsel kontrole ilişkin firma teorileri açıklanmıştır.

#### 1.1 FİRMA YÖNETİMİNİN AMACI

Firma; “başkalarının ihtiyaçlarını karşılamak üzere mal veya hizmetleri üretmek ve sahibine kâr sağlamak amacıyla faaliyet gösteren iktisadi birimdir” (Mucuk, 1989, s. 25).

Klasik firma yapısında sermaye sahibi aynı zamanda firma yöneticisidir ve firmayı kendi çıkarlarına göre yönetmektedir. Modern firmalarda ise sermaye sahipliği ve kontrolün ayrılması sonucu, sermaye sahipleri (vekâlet verenler) firmanın yönetim hakkını profesyonel yöneticilere (vekiller) devretmektedirler. Burada vekâlet verenler ve vekillerin çıkarları ortak bir noktada kesişiyorsa bir problem çıkmayacaktır. Fakat yöneticiler, firmanın ve diğer çıkar gruplarının amaçları doğrultusunda hareket etmeyip, kendi çıkarlarını ön planda tutarlarsa, ortaya bir vekâlet problemi ve bu problemi çözebilmek için katlanılacak maliyetler çıkması kaçınılmaz olacaktır.

Buradan hareketle, ilk olarak işletme amaçlarının açıklanması, vekâlet verenler ve vekiller arasında söz konusu olabilecek çıkar çatışmalarının nedenlerinin belirlenmesi açısından faydalı olacaktır.

İşletmelerce benimsenen başlıca amaçlar şu şekilde sıralanabilir (Aydın ve diğerleri, 2003, s. 7):

- Mal ve hizmet üreterek toplum refahını arttırmak,
- İşletmede istihdamı sürekli kılmak,
- İşletmenin sürekliliğini sağlamak,
- Üretimi ve satışları arttırmak,
- İşletmenin piyasa payını arttırmak,
- İşletmenin büyümesini sağlamak,
- İşletmenin kârını maksimum yapmak,
- İşletmenin değerini maksimum yapmak.

Günümüzde; sermaye yoğun firmalardan (halka kapalı), dağıntık sermayeli firmalara (halka açık) geçiş sürecinin hızlanmasıyla beraber; özellikle, ortakların (geniş anlamda firma paydaşlarının) refahını artırma yolu ile firma değerinin maksimum yapılması amacı son derece önem kazanmıştır.

Firma amaçlarını sosyal ve ekonomik amaçlar olmak üzere iki kategori altında inceleyebiliriz:

### **1.1.1 Sosyal Amaçlar**

#### **1.1.1.1 Sosyal Sorumluluk**

Sahiplik (sermaye) ile yönetimin gitgide ayrılmakta olması ve profesyonel yöneticinin çok yönlülüğü çerçevesinde, hissedarlar yanında toplumun işletme ile ilgili çeşitli çıkar gruplarına hizmet kaygısının güçlenmesi kâr amacını zayıflatmaktadır. Modern işletmelerde kişi değil, konulan sermaye büyük önem kazandığı için, aynı işletmeye yüzlerce, hatta binlerce kişi ortak olabilmekte; böylece yönetime getirilen yönetici, müteşebbisin kâr amacı yanında, ilgili tüm menfaat gruplarının çıkarlarını gözetip, onları uzlaştırmaya, aralarında en uygun veya optimal bir denge kurmaya çaba gösterme yoluna gitmektedir. Doğal olarak, bunda sosyal inanç ve değer yargılarındaki

gelişmelerin de rolü olmaktadır. İktisadi işletmelerin bir ölçüde kamu kurumlarına benzemesine yol açan işletmenin sosyal sorumluluğu kavramı:

- Ortaklara (hissedarlara); uygun veya adil kâr payı,
- Personele; uygun ücret ve iyi çalışma şartları,
- Tüketicilere; uygun fiyat ve kaliteli mal,
- Hammadde ve malzeme satıcılarına; uygun fiyat,
- Çevre halkına karşı; çevreyi koruma ve iş imkanı sağlama,
- Devlete; vergi verme gibi yer yer özellikle kısa vadede birbirleriyle çelişen çıkarları uzlaştırma görev ve sorumluluğunu yüklemektedir (Mucuk, 1989, s. 28, 29).

## **1.1.2 Ekonomik Amaçlar**

### **1.1.2.1 Kâr Maksimizasyonu**

Kâr, bir işletmenin belirli bir dönem sonunda elde ettiği kazanç toplamıdır. Başka bir anlatımla, belirli bir sürede elde ettiği gelirler ile giderler arasındaki olumlu farktır (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2001, s. 22).

Kâr, işletme için çok önemli bir kavramdır; işletmenin başarı derecesini ölçme aracı, denetleme aracı, verimli çalışanları özendirme (motive etme, teşvik) aracı ve hepsinden önemlisi varlığını, yaşamını sürdürme aracıdır (Mucuk, 1989, s. 27).

Diğer taraftan, genel olarak bakıldığında kârın maksimize edilmesinin açık bir kavram olmadığı görülmektedir. Şöyle ki, kâr denildiğinde uzun dönemli kâr, kısa dönemli kâr, mutlak kâr ya da kârlılıktan mı bahsedildiği anlaşılmamaktadır (Aydın ve diğerleri, 2003, s. 8)..

Firmalarda, kâr maksimizasyonun nihai amaç olarak ele alınması, firma hissedarlarının çıkarlarına ters düşebilmektedir. Çünkü kâr maksimizasyonu amacı, firmanın belirli dönemlerdeki kâr hedeflerine odaklanmakta olup; hisse sahiplerinin, refahlarının maksimize edilmesi yönündeki beklentilerini tam olarak karşılayamamaktadır.

### 1.1.2.2 İşletmenin Piyasa Değerinin Maksimizasyonu

Finansal kararlarda dikkat edilmesi gereken nokta, çeşitli seçeneklerden hangisinin işletmenin değerini maksimize edeceğidir. Yatırımlarla ilgili kararlarda, çeşitli yatırım alternatifleri incelenerek, net bugünkü değeri en yüksek olan proje tercih edilecektir. Eğer finansal karar finansman ile ilgili ise; bu durumda da hangi finansman seçeneğinin maliyetinin en düşük olacağı araştırılacaktır. (Aydın ve diğerleri, 2003, s. 9).

Halka açık firmaların piyasa değeri, hisse senetlerinin fiyatlarıyla ölçülmektedir. Hisse senetlerinin piyasa değeri, menkul değerler piyasasında işlem gören senetlerin bu piyasada oluşan değeridir. Dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa fiyatları, firmanın performansını ölçen bir göstergedir. Eğer firmanın gelişimi, başarısı yeterli bulunmuyorsa yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini ellerinden çıkarabilirler. Çoğunluğun bu şekilde düşünmesi durumunda firmanın hisse senetlerinin piyasadaki arzı artacağından, değeri düşecektir. Fiyatların düşmesi firmanın piyasa değerinin düşmesi demektir. Bu da yöneticilerin firmayı yönetirken vermiş oldukları kararların uygun olmadığına bir göstergesidir (Aydın ve diğerleri, 2003, s. 9).

Diğer taraftan, performansı beğenilen firmaların hisse senetlerine olan talep artacaktır. Mevcut hisse senetlerine olan talebin artması, hisse senetlerinin fiyatını yükselterek firmanın piyasa değerini arttıracaktır.

Modern firmalarda öncelikli amaç; firma ortaklarının refahını artırma yolu ile firma değerinin maksimizasyonu olmakla birlikte; yönetim (kontrol) ve sahipliğin (sermaye) giderek birbirinden ayrılması ve çıkar gruplarının kendi beklentileri ile ilgili kaygılarının artması sonucu; günümüzde firmalar, çeşitli çıkar gruplarının mücadele ettiği bir ortam haline gelmişlerdir. Bu çıkar gruplarından; yöneticiler, hissedarlar ve borç verenlerin firma hak dağıtımında (genellikle nakit akımı biçiminde algılanan), kendi önceliklerini yerine getirebilme mücadelesine girmelerinden kaynaklanan sorunlar vekâlet problemleri olarak adlandırılmaktadır. Canlı bir varlık olarak tanımlanan firmaların devamlılığı ve gelişimi için, zamana ve koşullara göre değişen pazarlık gücüne sahip çıkar grupları arasındaki problemlerin azaltılarak, adil sayılabilecek bir çıkar paylaşımı ve dağıtımını öngören optimal bir dengenin sağlanması gerekmektedir.

Söz konusu çıkar grupları arasındaki çatışmaların azaltılması için katlanılması gereken maliyetler ise vekâlet maliyetleri olarak tanımlanmaktadır. Firma çıkar grupları arasındaki etkileşimin bir sonucu olarak ortaya çıktığı belirtilen vekâlet problem ve maliyetleri ise, bir bütün olarak Vekâlet Teorisi çerçevesinde incelenmektedir.

## 1.2 KURUMSAL YÖNETİM

Sermaye piyasalarının oluşması ile şirketler, hisse senetlerini halka arz etmeye ve artan sermaye gereksinimlerini yeni hissedarların tasarruflarıyla karşılamaya başlamışlardır. Bu aşamadan itibaren hissedarların, şirkete getirdikleri sermayenin büyük hissedarlar tarafından veya şirket yöneticileri tarafından eritilip yok edilmesi endişesi belirmiştir. Başarılı izlenimi veren İngiltere'deki Maxwell ve Polly Peck, ABD'deki Enron ve WorldCom gibi büyük şirketlerin iflası, yatırımcıları tedirgin etmiştir. Yaşanan şirket skandalları ve bağlantılı olarak gerçekleşen ekonomik krizler, şirket yönetimlerinde yaşanan başarısızlıkları giderecek yolların araştırılmasına neden olmuştur. Yaşanan gelişmelerin sonucunda da “kurumsal yönetim” kavramına ulaşılmıştır.

Kurumsal yönetimi, bir şirketin hak sahiplerine ve kamusal menfaatlere zarar vermeyecek şekilde, finansal kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç elde ederek firmaların nihai amacı olan, refah artışı sağlamasını mümkün kılan zorunlu ve gönüllü uygulamalarının bileşimi olarak tanımlayabiliriz. Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasında hissedarlar ile yöneticilerin, diğer bir ifadeyle sermaye ile yönetimin ayrılmasından doğan “vekâlet sorunu” önemli bir yer tutmaktadır. Bunun nedeni, farklı beklentileri olan ve farklı güdülenmelere sahip olan hissedarlar ile yöneticilerin çıkarlarının kaçınılmaz olarak çatışmasıdır. Kurumsal yönetimin işlevi de bu noktada önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim vekâlet sorunundan kaynaklanan çıkar çatışmalarının azaltılmasını amaçlamakta ve bilgi asimetrisi nedeniyle yöneticilerin sahip oldukları bilgileri kullanarak hissedarlar aleyhine olabilecek eylemlerini denetim altına almaya çalışmaktadır.



Kurumsal yönetim düzenlemeleri, sermayeyi temsil eden hissedarlar, yönetimi temsil eden yöneticiler ve yöneticilerin denetlenmesini sağlayan yönetim kurulu arasındaki ilişkileri belirlemektedir. Bu ilişkilerin adil ve dengeli biçimde düzenlenmesi, şirketin sağlıklı bir yapıda çalışmalarını sürdürmesini sağlayacaktır.

### 1.2.1 Kurumsal Yönetim Kavramı

Yirminci yüzyılın başlarından itibaren piyasaların genişlemesi ve düzenleyici kamu otoritelerince firmaya sosyal sorumlulukların yüklenmesiyle birlikte; bir girişimci tarafından kurularak, genellikle bir aile tarafından yönetilen, şahıs firması ve adi ortaklık gibi dışa kapalı firma yapısından farklı olarak, profesyonel yöneticilerin istihdam edildiği ve dış kaynak bulmak için menkul kıymet piyasalarından yeni ortakların edinildiği modern, dışa açık firma yapısı gündeme gelmiştir (Turaboğlu, 2002, s. 7).

Modern firma yapısının temelinde, yetki veren ve vekilin karşılıklı bağımlılığı yatmaktadır. Buna göre, yetki verenler (yatırımcılar) yapacakları yatırımlardan kar elde edebilmek için vekillerin (yöneticilerin) uzmanlaşmış beşeri sermayelerine, vekiller ise kendilerine ait yatırımlarda bulunacak sermayeye sahip olmadıkları için yetki verenlerin (yatırımcıların) fonlarına ihtiyaç duyarlar. Bir diğer ifade ile, yetki veren yeterince bilmediği firma ve piyasa koşulları nedeniyle, değer maksimizasyonuna ulaşabilmek için, karar verme yetkisini, beşeri sermayeyi temsil eden profesyonel yöneticilere devretmek zorunda kalır. Bu durumda, firmanın yönetimi ile finansmanı yani sahiplik ile kontrolü arasında bir ayrım ortaya çıkmakta, sahiplik de kendi içinde, firma sahipliği ve sermaye sahipliği olarak farklılaşmaktadır (Maher ve Andersson, 1999, s. 5).

Bu durumda artık firma yönetiminden değil de, çıkar sahiplerinin karşılıklı etkileşim içinde olduğu firma yönetişiminden<sup>1</sup> söz etmek gerekmektedir. **Firma yönetişimi (kurumsal yönetim)**; temel olarak yatırımcıların firmadaki haklarını korumalarını sağlayacak bir takım yöntemlerin oluşturulması olarak tanımlanmaktadır.

<sup>1</sup> Literatürde **yönetişim** kelimesi; yönetim, etkileşim ve iletişim kavramlarından türetilmiş bir terim olarak tanımlanmaktadır. “Firma Yönetişimi” kavramı, kurumsal yönetim kavramı karşılığı olarak kullanılmaktadır.

Kurumsal yönetim, şirket yönetimi ile hissedarlar (shareholders) ve paydaşlar (stakeholders) arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Bir başka ifadeyle, herhangi bir şirkette hissedarlar dahil, şirketin yürüttüğü faaliyetler ile doğrudan veya dolaylı ilgili olan tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı ve şirket yönetiminin sorumluluk ve yükümlülüklerini ortaya koymayı amaçlayan bir yönetim felsefesidir (Aktan, 2006, s. 1).

TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından hazırlanan raporda şu açıklamalar yapılmaktadır: "Birçok farklı şekilde tanımlanabilecek kurumsal yönetim (corporate governance), en geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Daha dar anlamda ise, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir" (TÜSİAD, 2002, s. 9).

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), ise kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: "Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar. Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalarından, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal yönetimin çerçevesi, aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal faktörlere dayanır" (OECD, 2004, s. 11).

### **1.2.2 Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi**

Kurumsal yönetim kavramı 1990'lı yıllarda ortaya çıkmış ve birçok ulusal ve uluslararası çevrelerde kabul gören bir yönetim felsefesi olmuştur. Başta Amerika ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde kurumsal yatırımcılara verilen önemin artması, kurumsal yönetim kavramının doğması ve ardından gelişmesinde önemli katkıda bulunmuştur. Bu ülkelerin sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların hakim pozisyonda olmaları, portföylerinin değerini artırmak istemeleri, daha fazla hakka sahip olma ve bu haklarını kullanma istekleri, hak ve çıkarların

mümkün olan en üst düzeyde gözetilmesi temeline dayalı “kurumsal yönetim” kavramının ortaya çıkışını adeta tetiklemiştir. Özellikle anonim ortaklık yönetiminde söz sahibi olan kişilerin, ortaklığın kötü performansına rağmen kendi maddi çıkarlarını ön planda tutan yönetim anlayışları karşısında kurumsal yatırımcılar, yönetim olgusuna, anonim ortaklık yönetimine ve bu bağlamda da kurumsal yönetim kavramına büyük önem vermeye başlamışlardır. Bireysel yatırımcılara oranla daha bilinçli ve etkili olan kurumsal yatırımcılar, böylelikle “kurumsal yönetim” kavramının dünya kamuoyundaki öneminin artmasında etkili rol oynamışlardır (Paslı, 2004, s. 14).

### 1.2.3 Kurumsal Yönetimin Önemi

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışının nedeni büyük ölçüde 1990’lı yıllarda gündeme gelen finansal krizler ve özellikle şirket skandallarıdır. Kurumsal yönetim, modern yönetim biliminin savunduğu ilkelerin kendiliğinden zaman içerisinde hayata geçirilmesinden öte, ortaya çıkan finansal krizler ve şirket skandallarına bir çözüm olarak gündeme gelmiştir.

Kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olan faktörleri birkaç ana başlık altında özetlemek mümkündür (Aktan, 2006, s. 8):

- **Şirket skandalları:** Özellikle 1990’lı yıllarda ortaya çıkan şirket skandalları kurumsal yönetime olan ihtiyacı artırmıştır. ABD’de Enron ve WorldCom, İtalya’da Parmalat, Hollanda’da Ahold ve Çin’de Yanguangxia skandalları gözleri bir anda şirket yönetim ve denetimlerine çevirmiştir.
- **Finansal krizler:** Finans piyasalarının entegrasyonu neticesinde ortaya çıkan global finansal krizler pek çok ülkeyi ve pek çok şirketi etkileyebilmektedir. Hisselerin yayılması ya da kreditorlerin çoğalması denetim ihtiyacını ortaya çıkarmakta ve kurumsal yönetim anlayışını uygulamaya zorlamaktadır. Bu ihtiyaç kriz dönemlerinde daha da artarak ortaya çıkmaktadır. Özetle, kurumsal yönetim finansal krizlere karşı daha dayanıklı bir şirket yapısı öngörmektedir.
- **Globalleşme ve uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması:** Globalleşme, dolayısıyla uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması neticesinde, kurumsal yatırımlar yatırım yaptıkları ülkede ve yatırım yapacakları

şirkette daha fazla güven ve istikrar aramaya başlamışlardır. Günümüzde, yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken sadece kendi ülkelerindeki şirketler ile sınırlı kalmamakta, dünyanın her köşesindeki yatırım araçları ile ilgilenmektedirler. Bu durumun gelişen piyasalara etkisi ise, verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarının derinleşmesi, gelişen piyasalara uluslararası sermaye akışının hızlanması olmaktadır. Diğer taraftan, artan uluslararası ekonomik bağımlılık, gelişmekte olan piyasaların uluslararası fon kaynakları ve portföy yatırımları ile piyasalardaki dalgalanmalara karşı hassaslaşmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla şirketler, uzun vadeli ve yatırımının karşılığını almak konusunda çaba içerisinde olan sermayeyi kendilerine çekebilmek için, güvenilir ve genel kabul görmüş kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmak durumundadırlar. Ayrıca yatırımcılar denizaşırı ülkelerdeki şirketlere uzun vadeli yatırım yapabilmek için güven unsurunu ön planda tutmakta, yatırım yapmadan önce "oyunun kuralları" nı anlamak istemektedir. Bu durum, kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olan faktörlerin başında gelmektedir.

- **Özelleştirme:** 1980'li yıllardan itibaren tüm dünyada yaygınlaşan özelleştirme uygulamaları kurumsal yönetimin önem kazanmasında dolaylı olarak etkili olmuştur. Kamu mülkiyetinde olan kamu teşebbüslerinin özel mülkiyete geçmesinin ardından sermaye tedariki için özelleştirilen bu firmaların finans piyasalarına ve şirket evliliklerine yönelmeleri, kurumsal yönetim ilkelerinin önem kazanmasına neden olan diğer önemli unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Aktan, 2006, s. 9).

### 1.2.4 Geleneksel Şirket Yönetimi ve Kurumsal Şirket Yönetimi Karşılaştırması

Geleneksel yönetim ile kurumsal yönetim yaklaşımlarını incelemek isteğimizde, karşımıza şöyle bir özet karşılaştırma tablosu çıkmaktadır:

**Tablo 1: Geleneksel Yönetim ve Kurumsal Yönetim Yaklaşımları**

<b>Karşılaştırma Kriteri</b>	<b>Geleneksel Yönetim</b>	<b>Kurumsal Yönetim</b>
Güç ve Otorite	İçsel sistem: Sahip, aynı zamanda yönetir ve denetler. Organizasyonda kuvvetler birliği ilkesi geçerlidir.	Dışsal sistem: Şirket sahipliği, yönetimi ve denetimi birbirinden ayrılmıştır. Organizasyonda kuvvetler ayrılığı ilkesi geçerlidir.
Kurallara Karşı Takdiri Kararlar	Şirket sahip ve yöneticileri, şirketi kendi iradı ve takdiri kararları ile yönetirler.	Şirket yönetiminde kurallar hakimdir.
Sorumluluk	Şirket sahip ve yöneticilerinin sorumluluklarının hukuki çerçevesi yeterince çizilmemiştir.	Şirket sahip ve yöneticileri, şirkete ve paydaşlara karşı doğrudan sorumludurlar.
Hesap Verme Yükümlülüğü	Sadece vekiller sahiplere hesap verirler. Sahibin hesap verme yükümlülüğü yoktur.	Şirket sahip ve yöneticileri, şirkete ve paydaşlara karşı hesap verme yükümlülüğündedirler.
Hesap Sorma Hakkı	Sahip ancak kendisine hesap verir.	Paydaşların şirket yönetimine hesap sorma hakkı bulunmaktadır.
Şeffaflık	Şirket yönetiminde şeffaflık ilkesine fazla önem verilmez. Şirket yönetimi, arzu ettiği şirket bilgilerini kamuoyuna açıklar.	Şirket sahip ve yöneticileri, şirket faaliyetlerini şeffaflık içerisinde yürütmek durumundadırlar.
Yönetim Kurulunun Oluşumu	Sahip, arzu ettiği kişileri yönetim kurulu üyeliğine atar.	Yönetim kurulu üyesi olabilmenin genel bazı şartları vardır. Bilgi, liyakat ve erdemi buluşturacak kurallar ve ilkeler geçerlidir.
Bağımsızlık	Şirket yönetim ve denetleme kurullarında üye olanlar tam bir bağımsızlıkla görevlerini icra etmezler. Nihayetinde, kurul üyeleri sahip tarafından atanır.	Şirkette bağımsız yönetim ve denetim ilkeleri hakimdir. Örneğin, yönetim kurulu üyelerinin bir kısmı şirketle hiçbir çıkar ilişkisi olmayan kişilerden oluşur.

**Kaynak:** Aktan, (2006, s. 6,7)

### 1.2.5 Kurumsal Yönetim Sistemleri

Bir ülkenin kurumsal yönetim ortamını, ülkenin içinde bulunduğu koşullar, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ve şirket uygulamaları belirlemektedir. Ülke ile ilgili faktörler genel olarak ekonomik durum, finansal ortam, rekabetin yoğunluğu, bankacılık sistemi, yasal çerçeve, mülkiyet haklarının gelişmişliği ve benzeri faktörlerden oluşmaktadır. Sermaye piyasası ile ilgili faktörler ise; piyasaya ilişkin düzenlemeler ve piyasanın alt yapısı, piyasa likiditesi, gelişmiş bir yatırımcı topluluğunun varlığı ve başta muhasebe standartları olmak üzere, uluslar arası standartların uygulanma düzeyi oluşturmaktadır. Şirket uygulamalarından öne çıkan konular ise; finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanması, pay sahiplerinin eşitliği, yönetim kurullarının uygulamaları, yönetim kurullarının bağımsızlığı ve bunlara sağlanan maddi menfaatler, sermaye yapısı, halka açıklık oranları, hisse senetlerinin likiditesi, menfaat sahiplerinin alınan kararlara katılım düzeyi, şirketin çevreye duyarlılığı ve sosyal sorumluluk düzeyidir (SPK, 2005, s.2).

Ooghe ve Langhe (2002, s. 438)'ye göre, ülkelerin kurumsal yönetim modelleri arasındaki farklar şirketlerin kaynak temininde kullandıkları finansal sistem değil, şirket sahipliği ve kontrolü ile ilgilidir. Kurumsal yönetim modellerini; hissedar modeli olarak da adlandırılan ve tipik uygulaması A.B.D. ve İngiltere'de görülen **Anglo-Amerikan modeli**<sup>2</sup> ile menfaat sahipleri modeli olarak da adlandırılan ve tipik uygulaması Almanya, Japonya ve Latin ülkelerde görülen **Kıta Avrupası modeli**<sup>3</sup> olarak iki ana sınıfa ayırmak mümkündür. Bu arada, her iki modelin de içinden çıktığı kültürel ortamın etkisiyle oluştuğunu ve her ikisinin de kendine özgü güçlü ve zayıf yanları olduğunu belirtmek gerekir. Buna ek olarak küreselleşmenin sonucu olarak finansal piyasaların entegrasyonunun ve çok uluslu şirketlerin uluslar arası piyasalardaki etkilerinin artmasıyla iki model arasındaki uygulama farklılıklarının zaman içinde azaldığı görülmektedir. OECD, Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşların

<sup>2</sup> A.B.D. ve İngiltere'de sıklıkla görülen ve temel çıkar çatışmasının güçlü yöneticilerle zayıf hissedarlar arasında ortaya çıktığı, yaygın sahiplik dağılımının söz konusu olduğu **Anglo-Amerikan modeli** (bazı kaynaklarda dışa dönük yapı ya da piyasa odaklı sistem olarak adlandırılmaktadır)

<sup>3</sup> Çoğunlukla Alman ve Japon firmalarınca temsil edilen ve firma sermaye kararları üzerinde söz sahibi olan hissedarlarla, zayıf konumdaki azınlık hissedarları arasında çatışmaların yaşandığı **Kıta Avrupası modeli** (bazı kaynaklarda içe dönük yapı ya da banka odaklı sistem olarak adlandırılmaktadır).

kurumsal yönetim alanında standartlar oluşturma çabaları da iki modelin ortak noktalarda birleşmesini hızlandırmaktadır.

ABD ve İngiltere gibi Anglo-Amerikan sisteme sahip ülkelerde; yöneticiler piyasa içerisinde hissedarların çıkarları doğrultusunda gösterdikleri performansa göre gözlemlenir ve disipline edilir. Almanya ve Japonya gibi Kıta Avrupası sistemine sahip ülkelerde ise; bankalar, büyük hissedarlar veya uzun vadeli şirket içi ortaklıklar tarafından gözetim ve denetim fonksiyonları yerine getirilir. Anglo-Amerikan sisteminde, dağınık sermaye sahipliği yapısı, hissedarların kurumsal yönetime olan direkt ilgisinin düşük düzeylerde seyretmesi, özsermaye ile finansmana ağırlık verilmesi, daha aktif ele geçirme piyasalarının varlığı, bankalarla kısa vadeli ilişkiler kurulması, yönetim kurulunun her zaman yöneticilerden bağımsız olmaması söz konusudur. Diğer taraftan Kıta Avrupası sisteminde ise, daha yoğun bir sermaye sahipliği yapısı, hissedarların kurumsal yönetimde daha aktif olması, borçla finansmana ağırlık verilmesi, bankalarla uzun vadeli ilişkiler kurulması ve yöneticilerden bağımsız bir yönetim kurulu görülmektedir (Büyükkara, 2002, s.26).

### **1.2.6 Kurumsal Yönetimin Amaçları**

Kurumsal yönetimin uygulanmasının birçok nedenleri ve gerekçeleri bulunmaktadır. Bu nedenleri ve gerekçeleri kısaca özetlemekte yarar vardır. Kurumsal yönetimin başlıca amaçlarını maddeler halinde şu şekilde açıklanabilir (Aktan, 2006, s. 7):

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının engellenmesi; bir başka ifadeyle yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcı haklarının korunması,
- Şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması, bu çerçevede örneğin, azınlık haklarının korunması,

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

Anlaşıldığı üzere kurumsal yönetimin uygulanmasının pek çok nedeni ya da gerekçeleri bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin temel amacı, şirketle doğrudan ve dolaylı ilişki içerisinde olan tüm paydaşların haklarının korunmasıdır.

### **1.2.7 Kurumsal Yönetimin İlkeleri**

Kurumsal Yönetim ilkeleri, ülkelerinde kurumsal yönetim ile ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçeveyi değerlendirmek ve geliştirmek için OECD'ye üye olan ve olmayan hükümetlere yardımcı olmayı hedeflemektedir. Ayrıca borsalar, yatırımcılar, şirketler ve iyi kurumsal yönetimin geliştirilmesi sürecinde rolü olan diğer kuruluşlara da kılavuzluk edip önerilerde bulunmayı amaçlamaktadır. Bu ilkeler, hisseleri menkul kıymetler borsasında işlem gören şirketler üzerine odaklanmaktadır. Ama uygulanabilir olarak görüldüğü ölçüde, hisseleri menkul kıymetler borsasında işlem görmeyen şirketlerde de, örneğin özel ve kamu işletmelerinde, kurumsal



yönetimin geliştirilmesi için yararlı birer araç olabilir. Bu ilkeler, OECD üyesi ülkelerin iyi kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesinde esas olacak ortak temeli temsil etmektedir. Bu ilkelerin, uluslararası çevreler tarafından kesin, anlaşılır ve erişilebilir olması amaçlanmıştır (TÜSİAD, 2000, s. 15).

Dünya üzerinde genel kabul gören kurumsal yönetim yaklaşımlarında, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verebilirlik, yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları, adalet ve eşitlik kavramları olmazsa olmaz ilkeler olarak kabul edilmektedir. SPK'nın yayınladığı kitapta ise ilkeler daha değişik şekilde ifade edilerek; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölüme ayrılmıştır. Bütün bu kavramların temelinde, yatırımların akıllıca ve verimli şekilde kullanılması, hissedarların ve diğer paydaş gruplarının çıkarlarının gözetilmesi unsuru bulunmaktadır. Etkili kurumsal yönetim uygulamalarının oluşturulabilmesi için ilkelerin tam anlamıyla bilinmesi ve yerine getirilmesi gerekmektedir. Söz konusu kurumsal yönetim ilkeleri şu şekilde açıklanabilir:

### 1.2.7.1 Sorumluluk

Şirketin tüzel kişiliğinin, şirket yönetim kurulunun ve yöneticilerinin karar ve eylemlerinin ilgili mevzuata, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanması anlamına gelmektedir.

Şirket faaliyetlerinden, karar ve tercihlerinden birinci derecede yönetim kurulu sorumludur. Bu bakımdan, iyi bir şirket yönetimi için yönetim kurulunun sorumluluklarının doğru şekilde belirlenmesi önem taşımaktadır.

Yönetim kurulunun başlıca sorumluluklarını şu şekilde özetlemek mümkündür (Aktan, 2006, s. 9):

- Şirketin kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirlemek,
- Hedeflere ulaştıracak stratejileri irdelemek, geliştirilmesine katkıda bulunmak ve uygulanmasını sağlamak,
- Şirketin stratejik ve mali performansını irdelemek ve iyileştirici önlemler almak,
- İcra başkanını seçmek, belirli performans kriterlerine göre değerlendirmek ve ücretlendirilmesini belirlemek; diğer üst düzey yöneticiler için icra başkanının

- önerilerini değerlendirmek ve onaylamak,
- Şirketin idari ve mali denetimini sağlamak,
- Yönetim kurulunun, yönetim kurulu alt komitelerinin ve üst düzey yöneticilerin etkin ve verimli çalışmalarını sağlayacak yapı ve işleyişte olmasını sağlamak ve bunların performans kriterlerini belirlemek,
- Şirketin, hissedarlara ve diğer paydaşlara yönelik iletişim ve ilişki yaklaşımını belirlemek,
- Şirket ve çalışanları için iş ahlakı kurallarını belirlemek ve uygulanmasını sağlamak,
- Şirketin dahili ve harici tasarruflarının, faaliyet ve davranışlarının ilgili mevzuata uygunluğunu sağlamak.

### **1.2.7.2 Kamuoyunu Aydınlatma ve Şeffaflık**

Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden bir diğeri kamuoyunu aydınlatma (disclosure) ve şeffaflık (transparency) dir. Kurumsal yönetim felsefesi; mali durum, performans, mülkiyet ve şirketin yönetimi dahil, şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasının gereği ve önemi üzerinde durmaktadır.

Kamunun zamanında aydınlatılması, açıklanan bilgilerin eksiksiz, güvenilir, anlaşılabilir ve yorumlanabilir olması, açıklanan bilgilere kolay ve mümkün olan en düşük maliyetle erişimin sağlanması son derece önemlidir. Bu açıklamalar çerçevesinde kamuoyuna açıklanacak bilgilerin şu özelliklerde olması gerekir (Aktan, 2006, s. 11, 12):

- Bilgi açık ve anlaşılır olmalıdır,
- Açıklanan bilgi doğru olmalıdır,
- Bilginin tam bir tarafsızlık içerisinde sunulması ve bu bilgileri kullanacakları yanılmaması gerekir,
- Bilgi eksiksiz sunulmalıdır,
- Bilgi kullanıcılar tarafından analizler yapmaya imkan sağlamalıdır,
- Bilgi, düşük bir maliyetle sunulmalıdır,

- Bilgiye erişim kolay olmalıdır,
- Bilgiye zamanında erişim imkânları olmalıdır,

Öte yandan kamuya açıklanması gereken asgari bilgilerin neler olması gerektiği de önem taşır. Şirketin denetimden geçmiş olarak finansal durum ve faaliyet sonuçları kamuoyuna açıklanmalıdır. Bu çerçevede; ticari hedeflerin yanı sıra iş etikleri, çevre ve benzeri konularda şirket politika ve hedefleri, şirketin büyük ortakları ve oy hakları, Yönetim Kurulu Üyeleri ve üst düzey yöneticiler, aldıkları ücretler ve diğer ödemeler, sektör ve coğrafi riskler, finansal piyasa riskleri, kur ve faiz riskleri, vadeli işlemlerin taşıdıkları riskler, bilanço dışı yükümlülükler, hukuki sorumluluklar gibi bilgilerin kamuoyuna açıklanması son derece önemlidir. Sunulacak bilgiler mutlaka denetlenmeli ve kaliteli muhasebe standartlarına, mali ve mali olmayan beyan ve denetime uygun olarak açıklanmalıdır.

### **1.2.7.3 Hesap Verme Yükümlülüğü**

Kurumsal yönetim ilkelerinden bir diğeri "hesap verme sorumluluğu" ya da "hesap verme yükümlülüğü" olarak bilinmektedir (Aktan, 2006, s. 12).

Hesap verme sorumluluğu, kısaca bir kimsenin (kendisine kaynak tahsis edilen ya da yetki verilen) yaptıklarından dolayı başka bir otoriteye açıklamada bulunması olarak tanımlanabilir.

İyi bir şirket yönetimde şirket yönetiminin şirket hissedarları ve tüm paydaşlara karşı hesap verme sorumlulukları bulunmaktadır. En başta şirket mülkiyetine ortak olan hissedarların şirkete yatırdıkları fonların ne şekilde kullanıldığını izleme ve denetleme hakkı bulunmaktadır. Tek tek hissedarların kendi haklarını korumaları yerine şirket yönetim kurullarının hesap verme sorumluluğunu ve yükümlülüğünü belirli bazı kurallar bağlamak daha rasyoneldir.

### **1.2.7.4 Adalet ve Eşitlik**

Kurumsal yönetim ilkelerinden "adalet" ve eşitlik" ilkesine göre şirkette azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil olmak üzere tüm ortaklara eşit muamele yapılmalıdır. Bu

çerçeve; aynı tipten hissedarlara eşit muamele yapılmalı, her tipte, bütün hissedarlar aynı oy hakkına sahip olmalıdırlar. Oy hakkındaki her türlü değişiklik hissedarın oylamasına sunulmalıdır. Ayrıca genel hissedarlar toplantısının işlem ve usulleri, bütün hissedarların adil muamele görmelerini sağlamalıdır. İçeriden bilgi ticareti ve benzeri manipülatif işlemler yapmak (insider trading<sup>4</sup>) yasaklanmalıdır. Öte yandan, Yönetim Kurulu üyeleri ve yöneticiler, maddi bir menfaat doğuran veya şirketi etkileyen işlemlerini kamuya açıklamalıdırlar (Aktan, 2006, s. 13).

### 1.2.8 Kurumsal Yönetimin Sağlayacağı Yararlar

Kurumsal yönetim, sadece söz konusu yönetim ilkelerini uygulayan şirkete değil, aynı zamanda şirketle doğrudan ve/ veya dolaylı bir ilişki içerisinde olan tüm paydaşlara yararlar sağlar. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetimin, bu ilkeleri uygulayan şirkete, hissedarlara, çalışanlara, müşterilere, kurumsal yatırımcılara, tüm topluma ve devlete sağlayacağı yararlar bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamasının şirkete sağlayacağı yararları şu şekilde özetlenebilir (Aktan, 2006, s. 14):

- Şirketin finans piyasalarından daha kolay finansman teminine imkân sağlar; bir şirket ne kadar iyi yönetilirse sermaye maliyeti o ölçüde azalır. Bu bakımdan kurumsal yönetimin şirkete sağlayacağı en önemli yarar sermaye maliyetini azaltmasıdır,
- Likidite sıkıntısı içerisinde bulunan şirkete nakit para girişi sağlar,
- Yerli ve yabancı yatırımcıların güveni tesis edilir ve böylece uzun vadeli sermaye girişi hızlanır,
- Finansal krizlerin daha kolay atlatılmasına imkân sağlar,

<sup>4</sup> Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde haksız kazanç sağlamaya **İçerden öğrenenlerin ticareti** (insider trading) denilmektedir.

- Şirket varlıklarının değeri yükselir. Bir şirket ne kadar iyi yönetilirse şirket varlıklarının getirisi o kadar yüksek olur. Dolayısıyla, kurumsal yönetim, şirketin değerini artırır,
- Şirket yönetiminde şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu dolayısıyla yolsuzluklar azalır,
- Şirkette güç ve yetki istismarını engeller ve keyfi yönetimi ortadan kaldırır,
- Tüm paydaşların çıkarlarına hizmet edeceği için şirket ile paydaşlar arasındaki ilişkilerin ve diyalogun artmasına katkı sağlar,
- Şirket faaliyetlerinde uzun dönemli istikrar sağlar,
- Şirketin rekabet gücünü artırır,
- Şirket karlılığında artış sağlar,

Kurumsal yönetim uygulamasının ülkeye ve topluma sağlayacağı yararları da maddeler halinde şu şekilde özetlenebilir (Aktan, 2006, s. 14):

- Ülkenin rekabet gücünün artmasını sağlar,
- Ekonomik krizlerin daha kolay atlatılmasına yardımcı olur,
- Finansal derinliğin artmasına imkân sağlar. Şirket hissedarlarının hakları ne kadar iyi korunursa finansal sistemin derinliği o kadar fazla olur. Bu açıdan kurumsal yönetimin bankacılık ve mali sektörün gelişmesine olumlu katkıları söz konusudur,
- Sermaye piyasalarının gelişmesine imkân sağlar. Şirket hissedarlarının hakları ne kadar iyi korunursa sermaye piyasaları o kadar gelişmiş olur.
- Yurtiçi tasarrufların artmasına ve halka açık şirketlere kaymasına imkân sağlar, Makro ekonomik performansın artmasına katkı sağlar. Daha kolay finansman imkânlarına erişim kolaylıkları, şirketin sermaye maliyetini azaltarak toplam yatırımlarını artırır, yatırımlarda artış ise yeni iş olanakları yaratır ve ekonomideki istihdam kapasitesini genişletir.

### 1.3 SERMAYE SAHİPLİĞİ KAYNAKLI YÖNETSEL KONTROLE İLİŞKİN FİRMA TEORİLERİ

Modern işletmecilik anlayışı bağlamında, gerek işletme fonksiyonlarını oluşturan üretim, pazarlama, finans, tedarik, halkla ilişkiler, gibi süreçler ve gerekse yönetim fonksiyonlarını oluşturan planlama, örgütleme, yöneltme, koordinasyon ve denetim süreçleri açısından işletme sahiplerinin tüm sorumlulukları bir arada ve hukuki/ekonomik sorunlar yaşamadan yönlendirmesi zorlaşmaktadır. Bu durum işletme sahiplerinin söz konusu süreçlerdeki yönetsel hakimiyetinin profesyonellere paylaşılmasını gerekli kılmaktadır.

Gasaway (2002, s. 9) sahiplik ve kontrolün ayrımı sonucunda sermaye sahiplerinin, yönetsel davranışları; toplama, analiz etme ve değerlendirme maliyetlerine katlanmadan kolayca takip edemediklerini belirtmiştir.

İşletme politikaları yönetsel kontrol teorilerinden yoğun olarak etkilenmektedir. Kurumsal açıdan bazı durumlarda, bir işletme için avantajlar oluşturmak ve sahip ya da ortaklar üzerindeki yönetim kararlarının sorumluluğunu azaltarak sahiplik yetkilerini kısmak yoluyla yönetsel kontrol hakkının kullanımında değişiklikler yapmak gerekmektedir. Böylece, sahip ve yönetici arasında yönetsel uyumu sağlayarak, sahiplik yapısıyla ilişkili dış etkileri sınırlaması mümkündür (Akın, 2004, s. 127)

Sermayenin yönetsel devri ile ilgili olarak literatür taraması yapıldığında; işletme yönetiminde geçerli yönetici-işveren ilişkilerinin hukuki boyutunun incelendiği **paydaş (stakeholder) teorisi**, karar alma süreçlerindeki bağlılık ilişkilerinin araştırıldığı **temsil (stewardship) teorisi** ve mülkiyetin yönetsel kontrolünün işletme sahipleri tarafından profesyonel yöneticiye devrinin incelendiği **vekâlet (agency) teorisi** önemli araştırmalar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Vekâlet teorisiyle birlikte yönetsel kontrol teorilerini oluşturan, temsil ve paydaş teorilerinden kısaca bahsetmekte ve birbirleri ile karşılaştırmakta yarar vardır.

### 1.3.1 Temsil (Stewardship) Teorisi

Temsil ilişkileri L. Donaldson tarafından ilk olarak teori boyutunda incelenmiş olup, 1990 yılında yazmış olduğu “The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory” ve 1991 yılında J. H. Davis ile birlikte yazdıkları “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns” isimli araştırmalarda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Temsil teorisinin temeli psikoloji ve sosyolojiye dayanmakta olup, çıkar davranışları kriter olarak ele alınmakta; bireycilikten çok, faydacı bir karakterle kolektif ve örgütsel davranışları tercih eden yönetici modeli öngörülmektedir. Temsilci, bireysel ya da organizasyonel davranış biçimlerinden birisini seçmesi gerektiğinde, kişisel çıkarları yerine organizasyonun çıkarlarını gözetecek davranış biçimini tercih edecektir. Temsilci ile temsil yetkisi veren kişi arasında çıkar farklılıkları olsa dahi temsilci, fikir ayrılıkları yerine işbirliği konusu üzerine daha fazla yoğunlaşacaktır. Çünkü temsilci, işbirliği yönünde davranış sergilediği takdirde bu durumdan daha fazla yarar sağlayacak ve bunun yanında temsilcinin sergilediği davranışın rasyonel olduğu düşünülecektir. Kısaca özetlemek gerekirse; temsilci, firma performansının maksimize edilmesi yoluyla firma hissedarlarının refahını korumakta ve maksimize etmektedir; çünkü bu şekilde temsilcinin fayda fonksiyonları da maksimize olacaktır (Davis, Schoorman ve Donaldson, 1997, s. 24, 25).

### 1.3.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi

İşletmeler günümüzde toplumu oluşturan birçok farklı kesimle ilişki içindedir ve başarıları söz konusu kesimlerle olan ilişkilerinin iyi yönetilmesine bağlıdır. Literatüründe bu konuyu açıklayan kavrama *paydaşlar (stakeholders)* adı verilmektedir. Paydaş, toplumda işletmenin ilişkide olduğu, işletmenin faaliyetlerinden etkilenen ve faaliyetleriyle işletmeyi etkileyen tüm toplumsal taraflardır.

Firma paydaşları arasındaki ilişkiler ilk kez 1984 yılında R. E. Freeman tarafından “Strategic Management: A Stakeholder Approach” isimli eserde teori boyutunda incelenmiştir. Paydaş teorisi öncelikle bir stratejik yönetim kavramıdır ve

teorinin temel amacı, rekabet avantajı geliştirmek için organizasyonun iç ve dış çevresi (paydaşları) ile olan ilişkilerini güçlendirmesine yardımcı olmaktır (Freeman ve McVea, 2001, s. 2,3). Paydaşlar arasında sağlam ve dengeli bir ilişki ise bazı prensip ve değerlerin paylaşımı ile mümkün olacaktır (Freeman ve McVea, 2001, s. 14).

### 1.3.3 Vekâlet (Agency) Teorisi

Bir kişi ya da grup adına harekette bulunan kişiye vekil (agent), vekâlet veren kişi ya da gruba ise asil (principal) denilmektedir. Vekâlet veren ile vekil arasındaki ilişki ise vekâlet ilişkisi olarak adlandırılmaktadır.

Vekâlet ilişkisi ilk kez M. Jensen ve W. Meckling tarafından 1976 yılında "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" isimli araştırmalarında teori boyutunda incelenmiştir.

Vekâlet ilişkisi, bir kişinin (vekâlet verenin) kendisi adına eylemde bulunması amacıyla yetki ve sorumluluğunu bir diğer kişiye (vekile) belirli bir ücret karşılığında devrettiği sözleşmesel bir ilişki olarak tanımlanabilir. Eğer burada her iki tarafta kendi fayda maksimizasyonlarının önceliğine önem verirse, vekâlet veren ve vekil arasında çıkar çatışmalarının çıkması kaçınılmaz olacaktır. Bu durumda vekiller, vekâlet verenlerin çıkarları doğrultusunda hareket etmeyebilirler (Jensen ve Meckling, 1976, s. 308).

Vekâlet yaklaşımının ana fikri kısaca; yöneticilerin işletme hakkında işletme sahiplerinden daha fazla bilgiye sahip olmaları ve sürekli olarak kontrol edilememelerinden dolayı bazı durumlarda kendi çıkarlarını örgütsel çıkarların önünde tutabilecekleri şeklindedir. Yaklaşım, taraflar arasındaki bu çıkar uyumsuzluğunu inceleyerek, ortadan kaldırılmasına yönelik birtakım önlemler geliştirir. (Vekâlet teorisi çalışmanın ikinci bölümünde detaylı bir şekilde açıklanacaktır.)



**Tablo 2: Vekâlet, Temsil ve Paydaş Teorilerinin Karşılaştırılması**

<b>Teori</b>	<b>Varsayım</b>	<b>Yönetim Kurulu Üyesinin Rolü</b>	<b>Yönetim Kurulunun İşlevi</b>	<b>Anahtar Konular</b>
<b>Vekâlet Teorisi</b>	Sermaye sahiplerinin çıkarları yöneticilerin çıkarlarından farklı olabilir.	Denetçi (sermaye sahiplerinin çıkarlarını temsil etmeleri ve yönetimden bağımsız olmaları için seçilirler.)	Uygunluk: -sermaye sahiplerinin kaynaklarını ve çıkarlarını korumak, -yönetimi ve çalışanları denetlemek.	Kontrol üzerindeki vurgu, yenilikleri ve risk alımını bastırabilir. Aynı zamanda çalışanların motivasyonunu da düşürebilir.
<b>Temsil Teorisi</b>	Sermaye sahipleri ve yöneticiler benzer çıkarlara sahiptir.	Ortak (uzmanlık için seçilirler.)	Performans Artırımı: -strateji/önemli kararlara değer katma, -ortak yönetimi.	Yönetim önerileri ve sistemleri yeterli araştırmaya izin vermeyebilir.
<b>Paydaş Teorisi</b>	Farklı paydaşlar organizasyon içinde mantıklı fakat farklı çıkarlara sahip olabilirler.	Temsilci (farklı paydaşların bakış açılarını temsil ederler.)	Politik: -farklı paydaşların çıkarlarını temsil etmek ve aralarında denge kurmak, -kontrol yetki sahibi.	Yönetim kurulu üyeleri organizasyonun çıkarlarındansa paydaşların çıkarlarına daha fazla önem verebilirler. Bu da amaçların ortak bir noktada birleşmesini zorlaştırır.

**Kaynak:** (Spear, Cornforth, Aiken, 2007, s. 8)

## İKİNCİ BÖLÜM

### BİR FİRMA TEORİSİ OLARAK VEKÂLET TEORİSİ

Günümüzde üretim, ticaret ve pazarlama faaliyetlerinin ulusal ve uluslar arası anlamda çok büyük hacimlere ulaşması, geçmiş dönemde, beraberinde şirketlerin ölçeklerinin de büyümesine yol açmıştır. Bu nedenle, aynı zamanda yönetici olan işletme sahibinin yerini büyük ölçüde profesyonel yöneticiler almışlardır. Yöneticiler, görevleri karşılığında uzun vadede daha fazla ücret alma temel güdüsüyle hareket eden ve bu yüzden çoğu zaman işletme sahiplerininkiyle çatışabilecek kişisel amaç ve hedefleri bulunan kişilerdir. Bu nedenlerle, işletme sahipleri yöneticilere emanet ettikleri kaynakların etkin ve verimli olarak kullanımı konusunda endişe duyarlar. Bununla birlikte işletme sahiplerinin yöneticilerin görevlerini yerine getirip getirmediği konusunda yeterli değerlendirmeleri yapacak zamanları ya da teknik ve metodolojik yetenekleri yoktur. İşletme sahipleri ve yöneticiler arasındaki bu ilişki vekâlet sözleşmesine benzetilmiştir (Akarkarasu, 2000, s. 12).

Bu bölümde firma çıkar grupları, vekâlet problemleri, vekâlet maliyetleri ve teoriyle ilgili varsayımlar incelenmiş; vekâlet teorisi hakkında detaylı bilgi verilmiştir.

#### 2.1 FİRMA ÇIKAR GRUPLARI

Yönetim ve sahipliğin birbirinden ayrıldığı günümüz modern firmaları, misyon ve vizyonları doğrultusunda faaliyet gösterirken pek çok çıkar grubunun ilgi ve etki alanında yer almaktadır. Çıkar grupları, şirket faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı bir ilişki içerisinde olan ve şirket faaliyetlerinden pozitif veya negatif dışsallık elde eden kişi ve kurumlardır. Çıkar grupları kavramına, şirketin iyi yönetilmesinden fayda sağlayacak, kötü yönetimden ise zarar görecektüm kişi ve gruplar dahildir.

Çıkar grupları arasındaki ilişkilerin, hukuk kuralları çerçevesinde düzenlenen sözleşmelerle belirlenmesi nedeniyle, tek başına birey gibi değil de, pek çok bireyin koordine edildiği bir yapı olarak ele alınan firma, söz konusu çıkar gruplarına da hizmet

etmelidir. Bu durumda firmanın amaçları; fayda ve değer maksimizasyonu, fayda ve değer maksimizasyonunun bugünkü değeri, hisse senedinin geçerli değeri, sosyal sorumluluklar ve vekâlet problemleri ile ilgili olmalıdır. Aksi takdirde canlı varlık olarak firma, devamlılığını ve gelişimini sürdüremez (Turaboğlu, 2002, s.23).

Firma çıkar gruplarını iç ve dış çıkar grupları olmak üzere ikili bir ayrıma tabi tutmak mümkündür (Tosun, 1990, s. 16).

- **Firma içi çıkar grupları:** Kurucu ana sahipler, yöneticiler ve çalışanlar bu kategoride yer almaktadırlar. *Kurucu ana sahipler*, yaptıkları yatırımların karşılığında şirketin faaliyet gösterdiği sektörde önemli bir yere gelmesini; buna bağlı olarak verimliliğinin ve kârlılığının artmasını beklemektedir. *Çalışanlar*, emeklerinin karşılığında iyi bir ücret, iyi çalışma koşulları ve gelecek garantisi isterken; *yöneticiler* ise çalışanların isteklerine ek olarak itibar ve otorite sağlayıcı geniş yetkiler elde etmenin peşindedirler.
- **Firma dışı çıkar grupları:** Hissedarlar, borç verenler(kredi verenler ve tahvil sahipleri), sendikalar, tedarikçiler, müşteriler, kamu kesimi, meslek odaları, rakipler ve toplum firma dışı çıkar gruplarını oluşturmaktadır. *Hissedarlar*, yüksek kâr payı getirisi ve sermaye kazancı elde etmeyi amaçlarken; *borç verenler* yüksek faiz ve yatırımlarının ödenmeme riski içermemesini isterler. *Sendikalar*, üyelerinin haklarının gözetilmesi konusunda dikkat gösterirken, *tedarikçiler* ise firmaya yüksek fiyatla çok miktarda mal ve hizmet satma arzusunu taşımaktadırlar. *Müşteriler* kaliteli, ucuz ve zevklerine uygun bol miktarda mal ve hizmetin yanı sıra kendilerine ödeme kolaylığı sağlanmasını isterler. *Kamu kesimi*, firmanın gelirlerinden mümkün olduğunca fazla miktarda vergi, harç, resim vb. alma isteğinin yanında, konumu gereği firma faaliyetleri nedeniyle diğer çıkar gruplarının çıkarlarının zedelenmemesine dikkat eder. *Meslek odaları*, getirdikleri düzenlemelere uyulmasını ve aidatlarının zamanında ödenmesini talep ederken; *rakipler* kârlarını azaltmayacak bir rekabet anlayışının benimsenmesini isterler. *Toplumun* beklentisi ise, firmanın genel refah artışına sağladığı katkının yanı sıra, ekolojik dengeyi koruma yönünde hassasiyet göstermesi gibi bir takım değerlere sahip çıkmasıdır.

Vekâlet teorisi açısından incelediğimizde, söz konusu çıkar gruplarından vekâlet maliyetlerine konu olanlar; yöneticiler, hissedarlar ve borç verenlerin firmadan beklentileri ve bu beklentilerden kaynaklanan vekâlet problemleridir. Bu nedenle, söz konusu üç çıkar grubunun daha detaylı tanımlanması yerinde olacaktır.

### 2.1.1 Yöneticiler

İşletme büyüyüp geliştikçe, firma sahibi ile yönetici birbirinden ayrılmaktadır. Yönetici, kâr ve riski başkalarına ait olmak üzere, üretim faktörlerinin bilinçli ve sistemli olarak birleştirilmesini sağlayan ve bunları belli bir ihtiyacı karşılamak amacına yönelen kişidir (Efil, 2002, s. 7).

Yöneticilerin göstermiş oldukları çabaların karşılığında, firma performansından bağımsız olarak verilen sabit bir maaş ve emeklilik hakkından başka, firmanın piyasa ve muhasebe ölçütlerine göre belirlenen performansına bağlı olarak uygulanan bir takım maddi teşvik unsurları da söz konusudur. Sözü edilen maddi teşvik unsurları şu şekilde sayılabilir (Jensen ve Smith, 1985, s. 12):

- **Piyasa ölçütlerine bağlı olarak belirlenen performansa bağlı teşvik unsurları:**
  - Hisse Senedi Opsiyonları: Belirli bir fiyat üzerinden verilen hisse senedi satın alma hakkı.
  - Hisse Senedi Değer Artış Hakkı: Belirlenmiş bir dönem için, firma hisse senedi değerindeki artış karşılığı yapılan nakdi ödemelerdir.
- **Muhasebe ölçütlerine göre belirlenen performansa bağlı teşvik unsurları:**
  - İkramiye: Firma gelirlerinin artması karşılığında ödenen nakdi karşılıklardır.
  - Performans Hisseleri: Hisse başına kazanç, getiri oranı gibi faaliyet performans ölçütleri karşılığında hisse senedi verilmesidir.

Yöneticiler; hisse senedi sahiplerinin ne kadar kâr payı alacaklarını, borç verenlere ne oranda ve hangi koşullarda faiz ödeneceğini, çalışanların ne kadar gelir elde edeceklerini, üretim miktarı ve istihdam düzeyinin ne olacağını, verdikleri

kararlarla belirlerler. Söz konusu kararların optimum düzeyde verilebilmesi için; yöneticilerin aldıkları maaş ve maddi teşvik unsurlarına dikkat edilmesi, kendilerine tanınan imtiyazların korunup arttırılması ve belirsizlik ortamına karşı iş güvencesi sağlanması gerekmektedir (Turaboğlu, 2002, s. 26).

### 2.1.2 Hissedarlar

Sermayesi halka açık anonim ortaklıklarda, sahiplik aracı hisse senetleridir. Buna göre; firma sermayesinin belirli bir kısmını temsil eden hisse senedini satın alarak, firmanın ortağı konumuna gelen hisse senedi sahibi aynı zamanda firmayı yönetme hakkına da sahip olur.

Hisse senedi sahiplerinin hakları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Ceylan, 2003, s. 434):

- Oy kullanma hakkı,
- Şirket yönetimine katılma hakkı,
- Şirket kârından pay alma hakkı,
- Rüçhan hakkı,
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.

Hisse senetlerinin genel olarak sınıflandırılmaları, adi ve imtiyazlı hisse senetleri olarak yapılmaktadır:

**Adi hisse senetleri**, sahiplerine genel kurulda eşit oy hakkı ile kâr dağıtımı ve tasfiyede eşit pay alma hakkı tanır. Adi hisse senetleri ayrıca, sahiplerine yöneticileri seçme, şirket aktiflerinin satışı ve diğer işletmelerle birleşmelerde söz hakkı sağlarlar (Ceylan, 2003, s. 437).

**İmtiyazlı hisse senetleri**, tahviller ile adi hisse senetleri arasında yer alan menkul kıymetlerdir. Sabit getirileri nedeniyle tahvile, ortaklığı temsil etmeleri nedeniyle de adi hisse senetlerine benzerler. Tahvile benzeyen yönleri, önceden belirlenen sabit getirilerinin olması ve kârdan pay isteme haklarının olmamasıdır. Bununla beraber, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine istisnalar dışında kâr payı ödemeleri zamanında yapılır. Öte yandan, imtiyazlı hisse senetleri, yasal olarak öz kaynak olarak

ifade edilir. Adi hisse senedine benzeyen yönleri ise, tüm alacaklılara ödeme yapıldıktan sonra imtiyazlı hisse sahiplerine ödeme yapılmasıdır (Ceylan, 2003, s. 445).

### 2.1.3 Borç Verenler

Tahvil sahipleri ve banka, sigorta şirketi gibi kreditorler firmaya borç verenler kişi ve kuruluşları oluşturmaktadır. Tahvil sahipleri, ilgili firmanın genellikle uzun bir vade ile çıkardığı, anapara ve faiz ödemelerini içeren borçlanma senetlerini satın alan yatırımcılardır.

Tahvil sahipleri, firma hak dağıtımında diğer menkul kıymet sahiplerine göre öncelikli konumda olmakla birlikte, güvence ve firma getirileri açısından sahip olduğu hak ve öncelikleri yatırımda buldukları tahvilin türü belirler. Bu açıdan tahviller başlıca iki türde ele alınabilir:

**Güvenceli tahviller:** Bilindiği gibi tahvil bir borçlanma senedir. Belli bir dönem için faiz ve dönem sonunda ana parayı geri ödemeyi ifade eder. İşte, gerek faiz, gerekse ana para ödemesi için bir karşılığın bulundurulması durumunda, güvenceli tahviller anlaşılır. Burada amaç, işletmenin ödemeleri yapamaması olasılığına karşı, bazı varlıkların güvence olarak bulundurulmasıdır (Ceylan, 2003, s. 454).

-*İpotekli tahviller:* İlgili firmanın bir gayrimenkulünün ipotek edildiği,

-*Rehinli tahviller:* Firmanın portföyündeki başka firmalara ait hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlerin rehin edildiği,

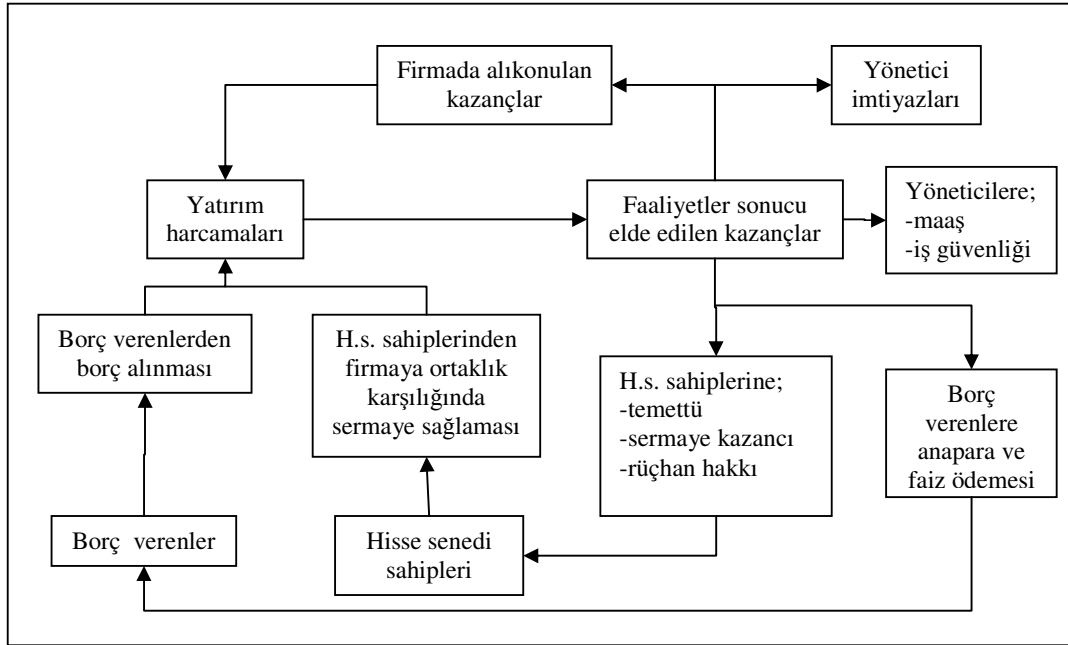
-*Kefilli tahviller:* İlgili firma tarafından çıkarılan tahvile, banka ve benzeri üçüncü bir tarafça garanti verildiği, tahvilleri içerir.

**Güvencesiz tahviller:** Bu tür tahvil sahipleri için güvence, işletmenin tüm mal varlıklarıdır. Başka bir deyişle, tahvil sahibinin alacağıının güvencesi olarak, belli varlık veya varlıklar yoktur. Bu durumda olan tahvil sahiplerinin korunması, güvenceli tahvil sahiplerine göre farklıdır. Rehinli veya ipotekli tahvil sahiplerine alacakları ödendikten sonra kalan tutar, güvencesiz tahvil sahiplerine ödenir. Bu nedenle, tahvil sahiplerinin hakları belirli varlıklarla değil, işletmenin varlıkları ile korunmuştur (Ceylan, 2003, s. 455).

Anapara ve faiz ödenmediği takdirde, firmanın tasfiyesini isteyerek alacağını tahsil etme hakkı olan tahvil sahipleri, ihraççının çıkarımında belirtilen koruyucu hükümlere uyup uymadığını izleyen ve çoğunlukla bağımsız bir banka olan garantör tarafından korunurlar. Bunun yanında, tahvil sahipleri tahvil anlaşmalarında birtakım koruyucu hükümlerin ve kısıtlamaların konulmasını sağlayarak, üstlendikleri riskleri azaltabilirler.

Banka, sigorta kuruluşu vb. gibi kredi verenlerce firmaya verilen borçlar ise, genellikle bir garanti karşılığı (ipotek) olup; kredi anlaşmasında borcun geri ödenmesine ilişkin kısıtlayıcı hükümlere yer verilebilir.

**Şekil 1: Firma Hak Dağıtım Sürecinde Çıkar Grupları**



**Kaynak:** Peterson, (1994, s. 592)

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere fayda maksimizasyonu çerçevesinde hareket eden *yöneticiler*, kendi kullanımlarındaki imtiyazları koruyup artıracak serbest nakit akışlarını ve iş güvenliklerini; *hisse senedi sahipleri* yüksek kâr payı elde etmelerine imkân tanıyacak temettü, rüçhan hakkından yararlanmalarını sağlayacak yeni sermaye edinimi ve sermaye kazancı getirecek yatırımları; *borç verenler* de yatırımları

karşılığı alacakları ödememe riski içermeyen düzenli ve yüksek faiz oranları sağlayıcı politikaları kapsayan firma stratejileriyle ilgilidirler.

## 2.2 VEKÂLET TEORİSİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Vekâlet ilişkileri birçok önemli araştırmacı tarafından geçmişte detaylı bir şekilde incelenmiştir. Günümüzde ise halen tartışılmakta olan bir konu olarak dikkat çekmektedir. Adam Smith (1776), yöneticilerin kendi paralarını harcarken gösterdikleri özeni, başkalarının paralarını harcarken göstermelerinin beklenemeyeceğini; yöneticilerin, ihmalkârlıkları ve israflarının şirket yönetiminde kaçınılmaz olduğunu belirtmiştir. Berle ve Means (1932) modern firmayı, sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrıldığı organizasyon birimi olarak açıklamaktadır. Söz konusu ayrılığın performans azalışına yol açtığından hareketle, vekâlet maliyetlerinin kaynağına işaret etmiştir. Jensen ve Meckling (1976) vekâlet ilişkisini, bir veya birkaç kişinin, bir başka kişi veya grubu, bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek kendi yararına faaliyette bulunmaya yönlendirmesi olarak tanımlamıştır. Jensen ve Meckling'in görüşüne göre firma bir sözleşmeler bütünüdür ve hissedarların (vekâlet verenler) sermaye sahipliğine karşılık, sadece sözleşmesel bağlantısı bulunan yöneticiler (vekiller) tarafından yönetilmesi durumunda, firma değerinin maksimize edilmesi ve hissedar refahının sağlanması amaçlarında sapmalar oluşabilir. Şirketin tamamına sahip olmayan yöneticiler, firmanın ve hissedarların çıkarları yerine kendi kişisel çıkarları doğrultusunda hareket ederek, hissedarlar, kreditorler ve şirket yönetimi arasında vekâlet problemleri oluşmasına sebebiyet verirler.

Ekonominin gelişmesi, rekabetin artması ve diğer bazı faktörler zaman içerisinde geleneksel işletmeleri çok ortaklı olmaya zorlamıştır. Geleneksel şahıs şirketleri (hakiki şahıs şirketi, adi şirket vs.) ve aile işletmeleri, sermaye şirketi statüsüne dönüşerek, hisse senedi ihracı yoluyla fon bulmaya çalışmaktadırlar. Şirketlerin gelişmesine ve büyümesine paralel olarak geleneksel mutlak sahiplik fonksiyonu giderek ortadan kalkmaya başlamaktadır. Mülkiyet ve sahiplik, şirketin çoğunluk hisselerini elinde bulunduranlar ve azınlık hisselerini elinde bulunduranlar arasında paylaşılmaktadır. Şirket kurucuları ve ana sermayedarların, geleneksel aile



işletmelerinde var olan sahip-vekil ilişkisi de ortadan kalkmaya başlamıştır. Yönetim kurulu ve icradan sorumlu vekil (genel müdür-icra başkanı), sadece şirket kurucuları ve ana sermayedarların çıkarlarına değil, tüm hissedarların ve hatta tüm paydaşların çıkarlarına hizmet etmek zorundadır (Aktan, 2006; s. 5).

**Şekil 2: Organizasyonlarda Sermaye ve Yönetim Yapısına Göre İşletmelerin Sınıflandırılması**

		Kim Yönetiyor?	
		Sahip	Vekil
Sermaye Yapısı Nasıl?	Şahıs İşletmeleri	<p>GELENEKSEL KÜÇÜK İŞLETMELER</p> <p>Hakiki şahıs işletmeleri (esnaf, sanatkâr, tacir) Bunlar bir girişimci tarafından oluşturulan ve yönetilen işletmelerdir.</p>	<p>GELENEKSEL KÜÇÜK İŞLETMELER</p> <p>İşletmenin yönetimi sahip tarafından bir vekile (genel müdür) bırakılmaktadır.</p>
	Sermaye Şirketi	<p>GELENEKSEL KÜÇÜK AİLE ŞİRKETLERİ</p> <p>Şirket, kurucu sahipler tarafından yönetilmektedir. Yönetim kurulunda aile üyeleri hâkimdir.</p>	<p>MODERN ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLER</p> <p>Şirketin yönetimi sahip tarafından bir vekile (genel müdür veya CEO) devredilmektedir.</p>

**Kaynak:** Aktan, (2006, s. 4)

Genel itibariyle vekâlet problemleri vekiller ve hissedarlar arasındaki anlaşmazlıklar yatırım kararları ve parasal konularda ortaya çıkmaktadır. Buradan hareketle vekâlet ilişkisini dört ana başlık altında sınıflandırabiliriz (Akin, kurumsallik.htm):

**1) Finansman Politikası Açısından Vekâlet İlişkisi:** İşletmeler yeni yatırımlarını, önceki faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kaynaklardan, borçlanarak veya hisse senedi ihracı yoluyla finanse ederler. Fakat her zaman bu yöntemler kolay ulaşılır olmamaktadır. Hissedarlar önceki faaliyetlerden elde edilen kârların kendilerine temettü

olarak dağıtılmasını, yatırımların ise borçlanılarak finanse edilmesini isterler. Diğer taraftan yöneticiler, yatırımı borçla finanse etmek yerine önceki faaliyetlerden elde edilen kaynakları kullanmak isterler. Bunun yetersiz kalması durumunda ise hisse senedi ihracı yoluna gidilmesini öngörürler. Bu tür karar noktalarında yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır.

**2) Temettü Politikası Açısından Vekâlet İlişkisi:** İşletmeler için kârlı yatırım; hissedarların elde etmeyi bekledikleri getiriden daha fazla getiri sağlayabilecek yatırımlardır. Eğer yöneticiler geçmiş projelerden elde ettikleri getiriye temettü olarak dağıtıyorlarsa, işletmede hissedarların çıkarlarını koruyan kararlar alınıyor denilebilir. Fakat yöneticiler bazı dönemlerde temettü dağıtmayarak kârlı olmayan yatırımlara yönelebilirler.

**3) Yatırım Politikası Açısından Vekâlet İlişkisi:** Yeni yatırımlar bir takım belirsizlikleri içermektedir ve bu nedenle yöneticiler tarafından pek rağbet görmeyebilir. Çünkü yeni yatırım risk demektir ve yatırımın başarısı, yönetimin işletmedeki geleceği ile yakından ilişkilidir.

**4) Sermaye Piyasası İşlemleri Açısından Vekâlet İlişkisi:** Vekâlet ilişkisinin bulunduğu işletmeler genellikle büyük halka açık anonim ortaklıklardır. Bu durum işletmenin hisse senetlerinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü anlamına gelmektedir. Normal koşullarda işletme yöneticilerinin kendi şirketlerine ait hisse senetlerini piyasada alıp satmasında bir sakınca yoktur. Ancak işletmenin stratejik kararlarında rol alan yöneticiler işletmenin mali yapısı, yatırım planları gibi birçok konuda bilgi sahibidirler. Bu bilgilere sahip yöneticiler olumlu veya olumsuz bilgilerin piyasada duyulmasından önce hisse senedi işlemleri yaparak haksız kazanç sağlayabilirler. Yöneticilerin sahip oldukları bilgileri kendilerine fayda sağlayacak şekilde kullanmaları işletmenin çıkar grupları açısından çatışmalara yol açmaktadır.

Halka açık şirketlerde, şirket ortaklığı (sahipliği) yaygınlaştığı için yönetim ve kontrol küçük şirketlerde olduğu gibi ortakların (sahiplerin) ellerinde değildir. Şirket ortaklarının kontrolden uzaklaşması nedeniyle oluşabilecek muhtemel sorunların giderilmesi ve ortaklar adına şirketin yönetilmesi için vekâlet teorisi (agency theory) geliştirilmiştir. Vekâlet teorisine göre şirket ortakları (asil), profesyonel yöneticiler

(vekil) ile anlaşarak şirketlerini kendi adlarına yönetmelerini talep ederler. Her şirket ortağı, yatırımı karşılığında maksimum gelir elde etmek istemektedir. Yönetici ise şirket ortaklarının gelirlerini artırmak sorumluluğunu yüklenmiştir. Eğer her iki tarafın çıkarları örtüşüyor ise yönetim sorunsuz bir şekilde sürdürülmektedir. Diğer taraftan, Enron ve Arthur Andersen gibi halka açık şirketlerde yaşanan yolsuzlukların arkasında vekillerin şirketlerini kötü yönetmeleri, kendi gelirlerini artırmaya yönelik davranışlarda bulunmaları ve en önemlisi denetim raporlarını tahrif etmeleri yatmaktadır (Dudaroğlu, 2005).

Vekâlet teorisinin ana fikri; yöneticilerin (vekillerin) işletme hakkında sermaye sahiplerinden (hissedarlardan) daha fazla bilgiye sahip olmaları ve sürekli olarak kontrol edilmelerinin mümkün olmamasından dolayı, şahsi çıkarlarını sermaye sahiplerinin çıkarlarının önünde tutabilecekleri şeklindedir. Teori, taraflar arasındaki söz konusu çıkar ayrılıklarını inceleyerek vekâlet problemlerinin ortadan kaldırılması ve bunun yanı sıra yöneticilerin, vekâlet verenlerin amaçları doğrultusunda hareket edip etmediklerine yönelik çeşitli teşvik ve kontrol araçlarının neden olduğu vekâlet maliyetlerini minimum düzeye getirmek amacıyla bir takım önlemler geliştirir.

Vekâlet teorisi iktisat, finans ve yönetim bilimleri ağırlıklı olmak üzere birçok alanda bilim adamları tarafından incelenmiştir (Eisenharst, 1989, s. 57; Akdere ve Azevedo 2006, s. 44):

- **İktisat:** Spence ve Zeckhauser, 1971; Coase, 1984; Williamson, 1985.
- **Finans:** Jensen ve Meckling, 1976; Fama, 1980.
- **Muhasebe:** Demski ve Feltham, 1978; Baiman, 1982, 1990.
- **Pazarlama:** Basu, Lal, Srinivasan ve Staelin, 1985.
- **Siyaset Bilimi:** Mitnick, 1986.
- **Sosyoloji:** Eccles, 1985; White, 1985.
- **Davranış Bilimleri:** Eisenhardt, 1985, 1988, 1989; Kosnik, 1987; Abrahamson ve Park, 1994; Nilakant ve Rao; 1994.
- **Hukuk:** Gilson ve Roe, 1992.
- **Stratejik Yönetim:** Gomez-Mejis, Tosi ve Hinkin, 1987; Hill ve Snell, 1989; Hoskisson, Johnson ve Moesel, 1984.
- **İnsan Kaynakları Yönetimi:** Akdere ve Azevedo, 2005.

Söz konusu bütün çalışmalarda, vekâlet ilişkisinden doğan iki ana problemin çözümü üzerinde durulmuştur. Bu problemlerden birincisi; yetki veren ve vekilin amaçlarındaki veya isteklerindeki çatışmalardan ortaya çıkar ve yetki verenin, vekilin gerçekte ne yaptığını incelemesi zor ve pahalıdır. İkinci problem ise, yetki veren ile vekilin riske karşı takındıkları farklı tavırlardan kaynaklanan risk paylaşımıdır (Eisenhardt, 1989, s. 58).

Vekâlet teorisi, finansal yönetimde temel ilkelerden 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 (alternatif) maliyeti olarak adlandırılan bu durum, seçilenin değeri ile en iyi alternatifin değeri arasındaki farktır. Bu nedenle fırsat maliyeti, alınan kararın göreceli öneminin bir göstergesi olmaktadır. Bireysel davranışların dikkatli bir analizini içeren vekâlet teorisi, yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelerin daha etkin bir biçimde yerine getirilmesine yardımcı olur (Turaboğlu, 2002, s. 22).

Vekâlet teorisinin temel varsayımları kısaca aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yön. Düş. Çağ. Eğ. Dersi, 2004, s. 5):

- İşletme sahibi ve yöneticisi farklı amaçlara sahiptir.
- Bağımsız bir yönetim kurulu örgütün finansal başarısını artırmak açısından önem taşır.
- Yöneticilerin devamlı olarak izlenememesi önemli bir sorundur.
- Yönetici ile işletme sahibi arasındaki çatışmayı azaltacak mekanizmalardan yararlanılmalıdır.

**Tablo 3: Vekâlet Teorisinin Kapsamı**

<b>Anahtar Düşünce</b>	-Yetki veren-vekil ilişkisi bilgi ve risk üstlenim maliyetlerinin etkin dağıtımında temel veri olabilir.
<b>Analizin Konusu</b>	-Yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmeye dayalı ilişkiler
<b>Beşeri Varsayımlar</b>	-Birey şahsi çıkarlarını düşünür. -Sınırlı rasyonellik söz konusudur. -Riskten kaçınır.
<b>Organizasyonel Varsayımlar</b>	-Gruplar arasında amaç farklılığından kaynaklanan çatışmalar söz konusudur. -Etkinlik kriteri önem taşır. -Yetki veren ve vekil arasında farklı bilgilendirme düzeyi vardır.
<b>Bilgiye İlişkin Varsayımlar</b>	-Bilgi satın alınabilir bir maldır.
<b>Sözleşmeye Dayalı İlişkiler Sonucu Ortaya Çıkan Problemler</b>	-Ahlaki riziko -Yanlış seçim -Risk paylaşımı
<b>Problemin Kapsamı</b>	-Amaçları ve risk tercihleri birbirinden farklı olan yetki veren ve vekil arasındaki ilişkiler.

**Kaynak:** Eisenhardt, (1989, s. 59)

### 2.2.1 Vekâlet Teorisi Türleri

Vekâlet teorisi, vekâlet veren-vekil teorisi (principal-agent theory) ve pozitif vekâlet teorisi (positivist agency theory) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Vekâlet veren-vekil teorisi matematiksel ve ampirik olmayan araçlar kullanırken; pozitif vekâlet teorisi ise matematiksel olmayan ve ampirik araçlar kullanır (Jensen ve Smith, 1985, s. 3).

#### 2.2.1.1 Pozitif Vekâlet Teorisi

Pozitif vekâlet teorisi araştırmacıları, yetki veren ile vekilin amaçları arasındaki farklılıklar (özellikle büyük firmaların sahipleri ile yöneticileri arasındaki vekâlet ilişkisi) ve vekilin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sınırlayan kontrol mekanizmaları üzerine yoğunlaşmaktadırlar (Eisenhardt, 1989, s. 59).

Teorik bakış açısından, pozitivist akım daha çok vekâlet problemlerini çözümlenecek yönetsel yapının tanımlanması ile ilgilenmektedir. Pozitif vekâlet teorisi sözleşmeye dayalı ilişkilerdeki sözleşme ortamını oluşturan faktörlerin etkilerine yer vermektedir. Bunlar; belirsizlik, farklı bilgilenme düzeyi, yetki veren ile vekilin 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 (Turaboğlu, 2002, s. 16).

### **2.2.1.2 Yetki Veren-Vekil Teorisi**

Odak noktası, yetki veren ve vekilin çıkarları arasında dengeyi sağlayacak optimal sözleşme ilişkisinin geliştirilmesidir. Yetki veren-vekil teorisi, işveren-işgören, avukat-müvekkil, alıcı-satıcı gibi vekâlet ilişkileri ile yakından ilgilidir (Eisenhardt (1989, s. 60). Eisenhardt, vekilin risk üstlenmekten kaçındığı, yetki veren ile vekil arasında çıkar çatışmasının olduğu ve bunlara ilişkin sonuçların kolaylıkla ölçümlenebileceğini belirtmiştir. Önceliklerin etkisine ve farklı bilgilenme düzeyine daha çok yer veren teoriye göre; vekâlet problemleri, davranışa yönelik sözleşmelerle çözümlenebilir.

Yukarıda sözü edilen farklılıklarına rağmen iki yaklaşım da birbirini tamamlayıcı nitelikte olup yetki veren ve vekil arasındaki vekâlet ilişkisinin analizinde birleşirler. Pozitif vekâlet teorisi, değişik sözleşme alternatiflerini tanımlarken; yetki veren-vekil teorisi, sonuçların belirsizliği, riskten kaçınma ve bilgi farklılıklarının değişik seviyelerinde hangi tür sözleşmenin daha etkin olacağı üzerinde durur. Bir diğer ifadeyle; her iki yaklaşım da, kendi çıkarlarına dönük yaşayan bireyler arasındaki problemlere yönelir ve herhangi bir sözleşme ilişkisinde toplam vekâlet maliyetlerinin azaltılmasını amaçlar (Jensen ve Smith, 1985, s. 3).

### 2.3 VEKÂLET PROBLEMLERİ

Vekâlet problemleri, yöneticiler ve hissedarlar gibi birbirleriyle ilişkilerinde vekil ve yetki veren konumunda olan firma çıkar gruplarının, öncelikle kendi faydalarını maksimize etme düşüncesiyle, girdikleri mücadelelerden kaynaklanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, s. 308).

Firma çıkar gruplarına bilgi sağlayıcı iki kaynaktan söz edebilir. Birincisi yöneticilerin faaliyetlerine ilişkin hazırlanan **raporlardır**. Yöneticiler işletmede birçok görevi yerine getirmektedirler ve ilgililere sunulmak üzere söz konusu görevlerin sonuçlarından oluşan raporlar hazırlamaktadırlar. Yöneticilerin kendi çıkarlarıyla uyumlu olarak, raporlarda yer alan veriler üzerinde değişiklik yapmaları oldukça kolaydır. Böyle bir durumda yetki verenler belli bir maliyete katlanmadan firmanın gerçek durumunu yansıtan bilgilere erişemezler; erişse bile çok teknik kalabilecek bu bilgileri yorumlamaları oldukça zor olacaktır. İkinci kaynak ise **kâr payı ödemeleridir**. Burada; bazı bilgilerin yönetim tarafından piyasalardan saklanması, temettülerdeki artışın her zaman kâr artışından kaynaklanmaması ve dağıtım maliyetinin de sürekli düşük olmaması nedeniyle yine yetki verenlerin bilgiye ulaşmalarının maliyetli olacağını söyleyebiliriz. Bu yüzden; borç, yatırım değişiklikleri ve hatta finansal olmayan kararlar daha etkin ve ucuz birer bilgilendirme aracı olarak kullanılabilirler.

Vekâlet verenin, vekilin davranışlarını ve çalışmalarını izlemesine yönelik hareketlerinin kısıtlandığı veya engellendiği; bazı verilerin sadece vekil tarafından bilindiği durumlarda **bilgi asimetrisi** oluşmaktadır (Akdere ve Azevedo, 2006, s. 49). Firmanın maddi yapısına etki edecek bir takım bilgilerin bir grup tarafından elde edildiği; diğer kesimin ise bu bilgilere ulaşamadığı söylenebilir. Bu bilgi asimetrisi, vekilin söz konusu bilgileri firmanın ya da vekâlet verenin yararına değil; kendi çıkarları doğrultusunda kullanmaya karar vermesi durumunda önemli bir hale gelir. Vekilin bilgi avantajını vekâlet verenin çıkarları doğrultusunda kullanıp kullanmadığını tespit etmek oldukça zordur. Bu da firmanın yönetiminde (mevcut yatırımcılar) ve girişimcinin, potansiyel yatırımcılardan sağlayacağı dış sermaye finansmanının artırılması teşebbüsünde vekâlet problemlerinin ortaya çıkmasına neden olur (Osnabrugge, 2000, s. 93).

Farklı bilgilendirme düzeyinin (bilgi asimetrisinin) varlığında; bireysel yatırımcıların, yatırımları süresince karşılaşılabilecekleri potansiyel riskleri minimum seviyeye indirmeleri için gerekli olan bilgiyi piyasadan edinmeleri oldukça zordur. Böyle bir durumda yatırım fırsatları kısıtlanırken, çoğu piyasada çeşitli aksaklıklar meydana gelmektedir.

Bilgi asimetrisi ile birleşmiş olan problemlerin sözleşme yardımıyla tam olarak çözülebilmesi mümkün değildir. Risk paylaşımındaki (conflicts in risk sharing) ve amaçlarda uyum sağlanmasına ilişkin (conflicts in alignment and verification of goals) anlaşmazlıklar, **ahlaki tehlike** (moral hazard) ve **yanlış seçim** (adverse selection) olmak üzere iki farklı vekâlet problemine yol açmaktadır (Osnabrugge, 2000, s. 94).

Vekâlet problemlerine neden olan unsurlar şu şekilde özetlenebilir:

- **Amaçlarda uyum sağlanamaması:** Firmalarda yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler gibi çıkar gruplarının çeşitli hedefleri vardır. Vekâlet veren ve vekil pozisyonunu oluşturan grupların önce ben ilkesiyle, kendi amaçlarını ön plana çıkarmak istemeleri doğal olarak söz konusu gruplar arasında çıkar anlaşmazlığına neden olacaktır.
- **Risk paylaşımı sorunu:** Çıkar gruplarının kendi içlerindeki veya birbirleri arasındaki riskin dağılımında eşitsizlikler söz konusudur. Eksik risk piyasaları olarak adlandırılan bu durum; mevcut yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler riski bölüşmüşken, söz konusu çıkar gruplarına sonradan katılımlarla risk paylaşımındaki eşitliğin bozulmasını ifade etmektedir.

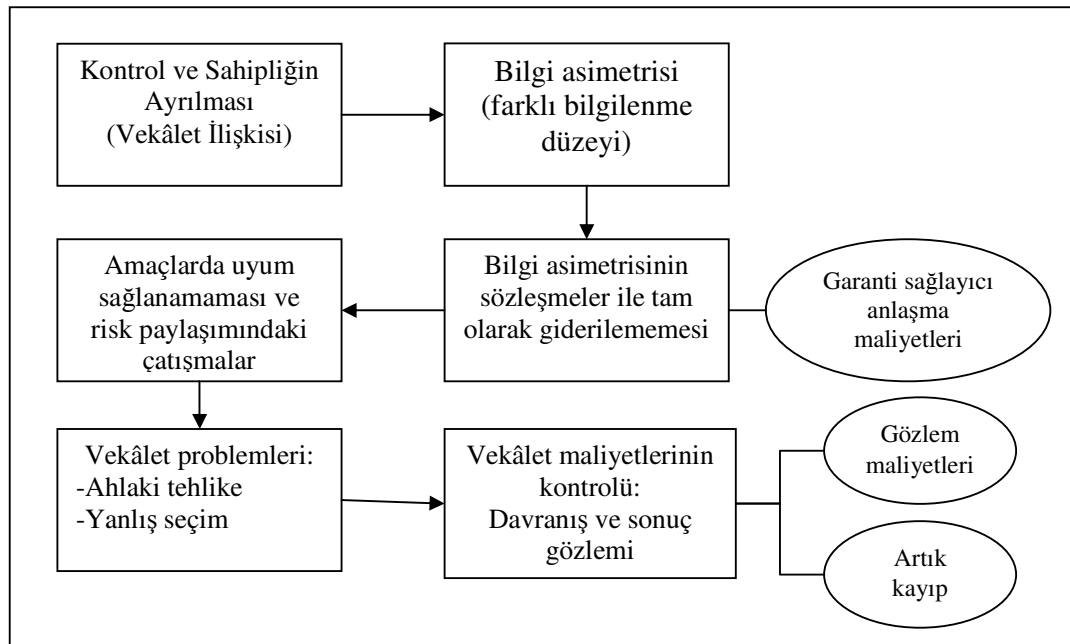
Söz konusu unsurlar doğrultusunda ortaya çıkan vekâlet problemleri ise aşağıdaki gibi açıklanabilir:

- **Ahlaki tehlike:** Ahlaki tehlike, vekilin sözleşmeye bağlı kalmayarak, farklı yönde hareket etmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Vekil, kazancını artırmak amacıyla, güvenli yatırımlar yerine, kendisine yüksek getiri sağlayabilecek riskli yatırımlara yönelebilir. Vekil ayrıca, kişisel dürtülerinin etkisinde kalarak, son derece önemli bilgileri saklayabilir ya da değiştirebilir (Osnabrugge, 2000, s. 94). Etik öğeler içeren ahlaki tehlike sorunu kısaca; vekilin bireysel çıkarına, yetki verenin ise zararına olacak biçimde öngörülmeven davranışlarda bulunduğu durumları ifade etmektedir.



- **Yanlış seçim:** Vekil, vekâlet veren için gözlenmesi zor veya elde edilmesi maliyetli bilgilere sahip olabilir. Bu nedenle vekâlet veren, vekilin kararlarının, kendi çıkarları doğrultusunda verilir verilmediğine emin olamaz (Yön. Düş. Çağ. Eğ. Dersi, s. 3). Yanlış seçim sorunu, vekâlet verenin, vekilin (yetki verene yanlış veya saptırılmış bilgiler verebilir) yetenek ve becerilerini tam olarak gözlemleyememesi ve doğrulayamamasından kaynaklanmaktadır (Osnabrugge, 2000, s. 94).

**Şekil 3: Vekâlet İlişisinin Karışıklıkları**



**Kaynak:** Osnabrugge, (2000, s. 96)

### 2.3.1 Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Yöneticiler, şirket sermayesine sahip olan hissedarlar tarafından hissedar refahını maksimize edecek doğrultuda karar almak için yetkilendirilmişlerdir. Ancak vekâlet teorisine göre, sermaye sahipliğinin yönetimden ayrılması sonucu, hissedarlar şirket üzerindeki kontrollerini kaybetmekte; firmadaki hakları maaş ve imtiyazlarla

sınırlı olan yöneticiler riskten kaçınarak, kendi kişisel çıkar ve amaçları doğrultusunda şirketi yönetebilmektedirler. Bu da firma performansını olumsuz yönde etkileyerek vekâlet maliyetlerine yol açabilir.

Diğer taraftan, eğer bir firmada yönetici firmanın %100 sermaye sahibi ise, kendi faydasını maksimize edecek faaliyet kararları alır. Bu kararlar sadece sermaye payı oranında parasal getiri elde edilebilen ve firma değerini artırıcı kararlardan sağlanan faydalar değildir; aynı zamanda firma değerini maksimize etmek yerine satışları ve büyümeyi maksimize etme, lüks tüketime yönelme (lüks ofisler, özel jet vb.), gereksiz personel alımı, aşırı ücret ve ek ödemeler, işçilere veya başka kişilere bir takım nedenlerle maaş dışı ödemelerde bulunma, sosyal yardım adı altında verilen paralar, temettü dağıtmayarak kendi kişisel çıkarları için parayı kullanma gibi parasal getiri sağlamayan kararlar da olabilmektedir (Büyükkara, 2002, s. 9).

### **2.3.1.1 Aldatma**

Yöneticiler, kendileriyle aynı bilgilenme seviyesinde olmayan yetki verenleri bilgilendirmek amacıyla hazırladıkları finansal raporlarda, firmanın durumunu olduğundan iyi veya kötü göstermek için hesaplar üzerinde oynayabilir ve bazı bilgileri piyasadan saklayabilirler. Firmanın durumunu iyi göstermek istemelerinin nedenini, yeterli performans sergilememiş oldukları halde kariyerlerini ve işlerini koruma güdüsü veya kredi temini oluştururken; firmanın durumunu kötü göstermelerinin veya bazı bilgileri piyasadan saklamalarının nedeni ise, kendi yararlarına olacak firma ele geçirmelerinde, ele geçirme maliyetini düşük tutma isteği olabilir.

### **2.3.1.2 Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması**

Yöneticilerin kullanımlarındaki imtiyazların finanse edilmesi, serbest nakit akışlarının<sup>5</sup> çokluğuna bağlıdır.

---

<sup>5</sup> Serbest Nakit Akışı = Faaliyet Kârı - borç faizi - gelir vergisi - imtiyazlı h.s. ödenen temettüleri - diğer h.s. ödenen temettüleri

Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çok ise, hisse senedi sahiplerinin aleyhine kendi faydalarını maksimize etmeye çalışan yöneticiler nedeniyle vekâlet maliyetlerinin yüksek olma olasılığı da o kadar çoktur (Jensen 1986, s. 3).

Faydalarını serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kâr payı ödemelerine sıcak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya iter. Kârlı projelere girmeyen ve kendi çıkarlarını tatmin etmek için başka faaliyetlere yönelen yönetici, firma değerinin düşmesine sebep olacaktır.

### **2.3.1.3 Varlık Değişimi Problemi**

Yöneticilerin optimal olmayan yatırımlara yönelmesini ifade eden varlık değişiminin nedenini, iş güvenceleriyle ilgili kuşkuları oluşturur. Firmanın zayıflaması veya iflas etmesi durumunda, faydalarını ve hatta işlerini kaybetmekle yüz yüze kalacak olan yöneticiler, riski azaltmak için düşük getirili ancak güvenli projeleri seçebilir, iflas etme olasılığını azaltmak için borç/özkaynak oranını düşük tutabilirler (Turaboğlu, 2002, s. 41). Diğer taraftan, yöneticiler borçlanma yoluyla riskli yatırımlara yönelmek isteyebilirler. Yöneticiler, aldıkları borç ile riskli bir projeye girerek sınırsız bir kazanç sağlayabilirler; fakat, projenin beklenmeyen kötü bir sonuç doğurması halinde oluşacak kayıp, sınırlı sorumluluk ilkesi gereğince sadece aldıkları borç miktarıyla sınırlıdır ve bu nedenle kayıplara borç verenler katlanmak durumunda kalacaktır.

### **2.3.1.4 Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması**

Yeni projelerin finansmanında yöneticilerin önünde, otofinansman, yeni hisse senedi ihracı ve borçlanma olmak üzere üç alternatif vardır. Eğer yöneticiler, yüksek oranda kâr payı dağıtmış ve kaynaklarını azaltmışlarsa, yapacakları yatırımları finanse etmek amacıyla menkul kıymet piyasalarına başvurup, yeni hisse senedi ihracında bulunabilirler. Ancak bu durum, firma hakkında piyasada yanlış değerlendirmelere yol açmanın ötesinde, işlem maliyeti oluşturacak biçimde sermaye maliyeti yüklenilmesiyle sonuçlanabilir. Artan ölçüde borç kullanımı ise, firma toplam riskini arttırarak borç

verenleri daha yüksek faiz istemeye veya firmanın yatırım kararlarında bir takım kısıtlamalarda bulunmaya yönelttiğinden, firma değerinin düşmesine neden olabilmektedir. Firmanın otofinansman yoluyla tamamen özkaynaklarıyla finanse edilmesi, az risk içermesi nedeniyle vekâlet problemlerinin çözümünde etkili olabilir.

### 2.3.1.5 Firma El Değişirmelerinde Vekâlet Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi

Kaliteli ürünlere, yaygın bir müşteri itibarına ve ağına sahip olmakla birlikte, piyasa fiyatının altında değerlendirilmiş veya kötü yönetildiği için, kazançları ve hisse senedi başına değeri azalıp, gerçek değeriyle piyasa değeri arasındaki farkın attığı, serbest nakit akışlarının yönetici imtiyazları için kullanıldığı firmalar kolayca ele geçirilebilirler. Bu durumdaki firmalar özellikle saldırgan el değiştirme işlemleri için iyi birer hedef oluştururlar.

Bunun yanı sıra kendi çıkarları doğrultusunda hareket eden yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler açısından yararlı olabilecek el değiştirme olanaklarını ortadan kaldırmak için aşağıda sıralandığı gibi hareket edebilirler (Turaboğlu, 2002, s. 43):

- **Altın paraşütler** olarak adlandırılan ve herhangi bir el değiştirme sonucu işlerini kaybettiklerinde büyük tutarlarda ifade edilen tazminatlar almalarını sağlayan anlaşmalar yapılması yönünde hissedarları zorlayabilirler.
- **Zehir hapları** olarak adlandırılan ve el değiştirme durumunda devreye girecek büyük tutarlı borç geri ödemeleri gibi devralım maliyetlerini artırıcı uygulamalara giderek, firmayı taliplerine cazip göstermemeye çalışabilirler.
- Firmayı kontrol etmek amacıyla, oy çokluğuna sahip olmalarını sağlayacak **sınıflandırılmış hisse senetleri** çıkararak veya hisse senedi sahiplerinin kendilerine verdiği vekâletle **kendi lehlerine oy kullanarak**, olası bir el değiştirmeyi engelleyebilirler.
- Yöneticiler **yönetimce satın alma** olarak adlandırılan işlem öncesinde, bazı bilgileri piyasadan saklayabilirler. Bu durumda yöneticiler, hissedarların zararına olacak biçimde firma hisse senetlerinin değerini kasıtlı olarak düşürerek, firmayı daha düşük bir maliyetle ele geçirmiş olurlar.

### 2.3.1.6 Tünelleme/Hortumlama

Johnson, La Porta, Silanes ve Shleifer “Tunnelling” başlığını taşıyan çalışmalarında, kontrol eden pay sahiplerinin (genellikle firma tepe yöneticileri) firmanın varlıklarını ve kârlarını kendi yararlarına firma dışına çıkardıklarını belirtmişlerdir.

Tünelleme (hortumlama) iki biçimde ortaya çıkmaktadır (Johnson ve diğerleri, 2000, s. 3):

- Kontrol eden pay sahibi şirketin kaynaklarını kendi-yararına (self-dealing) işlemlerle firmadan kendi çıkarı için transfer edebilir. Böylesi işlemler sıradan hırsızlık ve dolandırıcılık biçiminde olabilir. Hırsızlık ve dolandırıcılık dünyanın her tarafında yasalara aykırı olmakla birlikte çoğunlukla ya ortaya çıkarılamamakta ya da cezalandırılmamaktadır. Diğer yandan varlık satışları, kontrol eden pay sahibinin çıkarlarını kollayan transfer fiyatlaması ile yapılan sözleşmeler, yöneticilere aşırı ücret ve ödemeler, şirket varlıklarının teminat verildiği kredi garantileri, şirketin olanaklarına el koyma ve benzerleri de tünellemenin aldığı biçimlerdir.
- Kontrol eden pay sahipleri; sulandırıcı pay ihraçları<sup>6</sup>, azınlıkların rüçhan haklarını dondurma, içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading), devralmalar veya başka finansal işlemler gibi azınlıktaki pay sahiplerinin haklarını zedeleyici işlemlerle herhangi bir varlık koymaksızın şirketteki payını artırabilir.

### 2.3.2 Hissedarlardan Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Hisse senedi sahiplerinin, gerek yöneticiler gerekse de borç verenlerin zararına olacak biçimde sebep oldukları problemler dört başlık altında toplanabilir.

<sup>6</sup> İşletmenin hisse senetlerinin fiyatları arttığında hisse senetlerine olan talep azalmakta, dolayısıyla hisse senedinin fiyat artışı yavaşlamakta veya durmaktadır. İşletmeler bunu engellemek için hisse senetlerinin sayısını artırarak hisse senetlerinin fiyatını düşürürler. Bu uygulamaya **hisse senedinin sulandırılması** denir.

### **2.3.2.1 Firmanın Zararına Olacak Biçimde Kâr Payı Ödemesi**

Tahvil sahipleri; yatırımda buldukları tahvilleri, firmanın mevcut temettü politikasını sürdüreceği düşüncesiyle fiyatlandırdıklarından, yatırım kısıtlamaları ve yeni borç ihracıyla karşılanan kâr payı ödemelerindeki artış, tahvil değerini düşürür. Bunun yanında; hisse senedi biçimindeki kâr payı ödemeleri, firmaya ayrı bir işlem maliyeti yükleyecektir.

### **2.3.2.2 Hakların Sınırlandırılması**

Eğer yöneticilerin yetkileri ve hakları (maaş ve imtiyazlar) sınırlandırılırsa, kendilerinden beklenen performansı göstermeyebilirler. Bunun yanında, aynı veya daha yüksek faiz oranını içeren ek borç ihracında bulunulmayacağı beklentisiyle tahvil fiyatlaması yapılmışsa, yeni bir borç çıkarımında tahvil sahiplerinin haklarının derecesini belirleyen tahvil değeri düşecektir.

### **2.3.2.3 Varlık Değişimi Problemi**

Yüksek getirili projelerden elde edilecek kazançların, tahvil sahipleri ve yöneticiler tarafından paylaşılacağını düşünen hissedarlar, firma varlıklarını yüksek risk-yüksek getirili yatırımlar yerine düşük risk-düşük getirili yatırımlara kaydırırlar (Jensen ve Smith, 1985, s. 22).

### **2.3.2.4 Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması**

Hissedarlar, kârlı yatırım fırsatlarını temsil eden pozitif net bugünkü değeri<sup>7</sup> yüksek projeleri reddedebilir veya bu projelerin finansmanı için gereken yeni sermaye ihracına onay vermeyebilirler. Bunun nedeni; projenin getireceği nakit akışlarının, borç geri ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya kâr payı ödemesi olarak sermaye ihracı

<sup>7</sup> Net Bugünkü Değer (NBD), projenin gelecekte sağlayacağı beklenen nakit akışlarının bugüne indirgenerek, elde edilen tutardan ilk yatırım harcamalarının çıkarılmasını ifade eder.

çerçevesinde firmaya ortak olan yeni hisse senedi sahiplerine transfer edilmesinin, kendi getirilerini azaltacağını düşünmelerinden kaynaklanmaktadır.

### **2.3.3 Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri**

Firma çıkar gruplarından borç verenlerin kendi çıkarlarını gözetmeleri sonucu ortaya çıkan sorunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

#### **2.3.3.1 Hakların Sınırlandırılması**

Borç verenlerin firma ile yaptıkları borç sözleşmelerinde; yöneticilerin maaş ve imtiyazlarının azaltılması, kâr payı ödenmemesi veya sınırlandırılması ve pozitif getiriye sahip bazı yatırımlara gidilmemesi yönünde hükümler koydurarak bunların yerine getirilip getirilmediğini izlemeleri, yönetici ve hissedarların getirilerinin negatif yönde etkilenmesine yol açmaktadır.

#### **2.3.3.2 Kârlı 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.

#### **2.3.3.3 Kısa Vadeli Yatırımlara Yönelme Problemi**

Borçlanma, yöneticileri uzun vadeli kârlı yatırım projelerine girmektense daha çabuk ödeme beledikleri kısa vadeli düşük net bugünkü değerli projelere girmeye yöneltir. Yöneticiler, bu sayede vadesi yakın olan borç yükümlülüklerini kısa zamanda ödeyebilirler.

#### 2.3.3.4 Firmanın Tasfiye Edilmesi

Firmanın borçlarını ödeyemez duruma gelmesi sonucu, firma ile borçların ertelenmesi veya kompozisyonunun değiştirilmesine ilişkin olarak anlaşmaya varamayan borç verenler, firmanın varlıklarının satılarak alacaklarını tahsil etmek isteyebilirler. Firmanın tasfiyesi olarak adlandırılan bu durumda, firmanın varlıkları satılarak, elde edilen gelirle (Turaboğlu, 2002, s. 46);

- Mahkeme ve avukat masrafları ödenir,
- Çalışanlara ödenmemiş maaşları göz önüne alınarak, belirli tutarlarla sınırlanmış ödemelerde bulunulur,
- Müşterilerin mal ve hizmet satın almak amacıyla firmaya verdikleri depozitolar geri ödenir,
- Devlet ve diğer kamu kuruluşlarına vergi ve prim borçları ödenir,
- Güvenceli tahvil sahiplerine, tahakkuk etmiş anapara ve faiz ödemesinde bulunulur,
- Güvencesiz tahvil sahiplerine, tahakkuk etmiş anapara ve faizleri ödenir,
- Eğer bu ödemeler sonucu varlık satışıyla elde edilen fondan arta kalan olursa, ilk olarak öncelikli hisse senedi sahiplerine, daha sonra ise adi hisse senedi sahiplerine ödeme yapılarak firmanın hukuki varlığı sona erdirilir.



**Tablo 4: Kaynaklandıkları Çıkar Gruplarına Göre Vekâlet Problemleri**

<b>Vekâlet Problemleri</b>	<b>Yöneticilerden Kaynaklanan</b>	<b>Hissedarlardan Kaynaklanan</b>	<b>Borç Verenlerden Kaynaklanan</b>
Aldatma	✓		
Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması	✓	✓	✓
Varlık Değişimi Problemi	✓	✓	
Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması	✓		
Firma El Değiştirmelerinde Vekâlet Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi	✓		
Tünelleme/Hortumlama	✓		
Firmanın Zararına Olacak Biçimde Kâr Payı Ödemesi		✓	
Hakların Sınırlandırılması		✓	✓
Kısa Vadeli Yatırımlara Yönelme Problemi			✓
Firmanın Tasfiye Edilmesi			✓

### 2.3.4 Vekâlet Problemlerini Azaltan Mekanizmalar

Yöneticilerden kaynaklanan vekâlet problemlerinin giderilmesi için, dışarıdan atanmış bağımsız yönetim kurulu, farklı kişilerden oluşan yönetim kurulu başkanı / genel müdür, yönetimin denetimi ve farklı motivasyon yöntemleri kullanılabilir.

Fama ve Jensen (1983a, s. 306)'e göre sermaye sahipliğinin aile bireylerinde yoğunlaşması, vekâlet problemlerinin azaltılmasında etkilidir. Çünkü aralarında akrabalık ilişkisi olan vekâlet veren ve vekiller, yönetim ve kontrol kararlarında ayırım olmadan vekâlet problemlerinin kontrol edilmesine imkan sağlayacaktır. Ayrıca, vekâlet verenler ile bağlantılı olan vekillerin izlenmesi ve disipline edilmesi daha kolay olacaktır.

Vekâlet ilişkileri; yalan söylenmemesi, diğerlerine zarar verecek davranışlardan kaçınılması ve bireysel özerkliğe saygı gösterilmesi gibi çeşitli ahlak prensiplerini içermelidir. Bu prensiplere uyulduğu takdirde, vekil ve vekâlet veren arasındaki ekonomik anlaşmalar daha verimli olacaktır (Shankman, 1999, s. 330).

Ahlaki tehlike sorununun çözümü, izleme ve kontrol mekanizmalarının işletilmesinden geçmekle birlikte, bunun gerçekleşebilmesi için birtakım ön koşullara bağlıdır. Sözü edilen ön koşullar; hisse senedi sahiplerinin izleme ve kontrol faaliyetlerinde bulunması için yeterli motivasyona sahip olmalarının yanı sıra, anlaşmalarla tanınan hak ve araçlarca da desteklenmeleri ile yerine getirilebilir. Herhangi bir ağırlıklı hisse senedi sahibinin vekili denetlemeye istekli olabilmesi için, bunu yapmakla elde edeceği kazancın, yapmadığı durumda karşılaşıacağı kayıptan daha fazla olması gerekir.

#### **2.3.4.1 Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Vekâlet Problemlerini Azaltan Mekanizmalar**

Vekâlet problemleri, vekâlet verenlerin vekilleri doğru olarak incelemesi durumunda azaltılabilir. Vekâlet veren bunu iki şekilde yapabilir:

- Vekilin istenilen uygunlukta ve belirlenen saat kadar çalışma yapmasını sağlamak üzere vekilin işçilik girdilerini ölçerek gözlemlemek,
- Vekilin faaliyetlerini yaratmış olduğu çıktılara bakarak dolaysız olarak gözlemek.

Yöneticileri, hissedarların çıkarları doğrultusunda motive etmek için kullanılan bazı mekanizmalar şunlardır:

**1)Yöneticilik Bedeli Anlaşmaları:** Yetenekli yöneticileri firmaya çekmek ve elde tutabilmek, yöneticilerin faaliyetlerini hisse senedi fiyatı maksimizasyonu amacı güden hissedarların istekleri doğrultusunda şekillendirmek amacıyla verilmektedir. Yöneticilik bedeli anlaşmaları üç bölümden oluşur:

- Yöneticinin yaşamsal harcamalarını karşılamak için verilen maaş,
- Şirketin kârlılık durumuna göre yılsonunda verilen ikramiyeler,

-Şirketin performansına dayanarak yöneticileri ödüllendirmek üzere verilen performansa dayalı hisse senetleri veya yöneticiye belirli zamanda belirli fiyattan hisse alma hakkı tanıyan yönetici hissesi opsiyonları.

Yönetim yapıları zayıf olan firmalarda, vekâlet problemleri daha fazla görülmekte ve buna olarak firma performansı da düşük olmaktadır. Ayrıca bu tip firmalarda yöneticilerin daha fazla yöneticilik bedeli aldıkları görülmektedir (Core, Holthausen ve Larcker, 1999, s. 371).

Yöneticiler kişisel çıkarlarının etkisinde kalarak, firmalarının optimal büyüklükten de öte bir şekilde büyümesine neden olabilirler. Çünkü büyüme, yöneticilerin kontrolleri altındaki kaynakları çoğaltır ve bu da güçlerini artırır. Ayrıca satışların büyümesi, yönetici bedelleri ile pozitif bir ilişkiye sahiptir ve yöneticilerin refah seviyelerini artırır (Jensen, 1986, s. 1).

**2)Hissedarlar tarafından direkt müdahale:** Günümüzde şirket hisselerinin yüksek bir yüzdesine yatırım fonları, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar sahiptir. Bu kurumsal yatırımcılar firma yönetimine müdahale edebilirler, öneride bulunabilirler veya yönetimin karşı çıktığı bir teklif olsa bile bu teklifi yıllık hissedarlar toplantısında oylamaya sunabilirler. Kurumsal yatırımcıların gözlemlerini artırması, yöneticiyi kârlı yatırım projelerini bulmaya ve şirket yararına daha akıllıca davranmaya itecektir. Geçmişte kurumsal yatırımcılar sadece zayıf performans gösteren portföylerini piyasaya göre düzenlemekten ileri gidemezken, günümüzde yöneticileri direkt olarak etkileyebilecek düzeye erişmişlerdir.

**3)İşten atılma tehlikesi:** Yönetimin oy mekanizması üzerindeki kontrolünün fazla olması ve küçük hissedarların yöneticiyi işinden atacak kadar oy toplayamaması, firma yöneticilerinin hissedarlar tarafından işten atılmasını zorlaştırmakta ise de, günümüzde firmanın kötü performansından dolayı şirket yöneticilerinin hissedarlar tarafından işten atıldığı görülmektedir. Örneğin, American Express, Goodyear, GM, Kodak, IBM gibi büyük şirketlerde, yöneticiler düşük performans sergilemeleri neticesinde hissedarlar tarafından yönetimden uzaklaştırılmıştır.

**4)Şirketin Ele Geçirilme Tehlikesi:** Bir firmanın hisse senetlerinin değeri, yöneticilerin düşük performansı nedeniyle düşebilir ve bu sırada firmanın hisse senetlerine yönelik düşmanca alımlar oluşabilir. Eğer bir firma, düşman alımlarına

maruz kalarak ele geçirilirse, firma yöneticileri genellikle işten atılırlar veya işlerine devam etseler bile statü ya da otorite kaybı söz konusudur. Yani bir yönetici işini korumak istiyorsa, firmanın hisse senetlerinin değerini maksimize etmeli ve şirketin ele geçirilmesine izin vermemelidir.

#### **2.3.4.2 Yöneticiler ve Borç Verenler Arasındaki Vekâlet Problemlerini Azaltan Mekanizmalar**

Yöneticileri borç almaya teşvik eden faktörlerin ve borç verenlerle aralarındaki vekâlet problemlerinin azaltılmasının yolları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Büyükkara, 2002, s. 22):

**1)Koruyucu sözleşmeler:** Ek borç alınmasının engellenmesi, şirket kontrolünün değişmemesi, temettü dağıtılması, varlıkların satışı, mülklerin korunması, sigorta sağlanması gibi kısıtlar konulmasına dair sözleşmelerdir.

**2)Bankalardan borç alma:** Bankaların, verdiği borçları daha iyi gözlemleyerek firmaların daha uygun yatırım kararları almasını ve koruyucu sözleşmelerin daha iyi uygulanmasını sağladığı düşünülmektedir.

**3)Kısa vadeli borçların uzun vadeliye göre kullanılması:** Firma yönetiminin almış olduğu yatırım kararları sonucu kısa vadeli borcun değerinde oluşacak dalgalanma, uzun vadeli borcun değerinde oluşacak dalgalanmadan daha azdır. Hissedarlar ve yöneticiler arasında oluşacak problemler uzun vadede daha kötü sonuçlara yol açabilir.

**4)Hisse senediyle değiştirilebilir tahvil kullanılması:** Hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, hissedarların tahvillerini direkt tahvil olarak kullanmasını veya hisse senetleriyle değiştirilmesini sağlayan bir opsiyon niteliği taşırlar. Firmanın hisse senetlerinin değeri arttıkça, tahvillerin değerindeki düşüş bu artışla karşılanabilir. Bu tip tahvilleri elinde bulunduran yöneticilerin, yüksek riskli projelere girmesine gerek kalmadığı gibi yatırımcılara borcun maliyetini aktarmalarına gerek kalmaz; çünkü istedikleri zaman tahvillerini hisse senedine çevirerek kazanç sağlayabilirler.

**5)Yöneticilik bedeli anlaşmaları:** Firmalar, yöneticilerine hem hissedarların hem de borç verenlerin çıkarlarını maksimize etmelerini sağlayacak oranda, yöneticilik bedelleri vermelidirler.

## 2.4 VEKÂLET MALİYETLERİ

Daha önce de ifade edildiği gibi; modern firmalarda, yetki veren (hisse senedi sahibi) karar verme yetkisini vekile (yönetici) devreder. Buna göre; yetki veren (bireysel değer maksimizasyonunu amaç edinen) ve vekil (kendi çıkarını ön planda tutan) arasındaki çıkar farklılıkları vekâlet problemlerinin doğuşuna zemin hazırlar. Söz konusu problemler; izleyici, garanti verici-tazmin edici ve güdüleyici düzenlemeler yapılarak azaltılabilir. İçsel ve dışsal kaynaklı olabilen bu düzenlemeler sonrasında, izleme ve garanti verici/tazmin edici anlaşma maliyetleri ile söz konusu maliyetlere katlanılmakla birlikte firma değerinde meydana gelen azalıştan kaynaklanan önlemeyen kayıpların toplamı **vekâlet maliyetlerini** oluşturur.

Yöneticilerin, kişisel çıkarları doğrultusunda yaptıkları harcamalar, firma değerini azaltarak optimal ve etkin olmayan bir duruma yol açmakta; yöneticiler ile hissedarlar ve borç verenler arasında çatışmalara neden olmakta ve bunun sonucunda vekâlet maliyetleri doğmaktadır. Sermaye sahipliği ile kontrol ayrımı olduğu sürece bir vekâlet maliyeti her zaman olacaktır ve hissedarlar ile borç verenler, bu maliyetlere fayda sağladıkları takdirde katlanacaklardır.

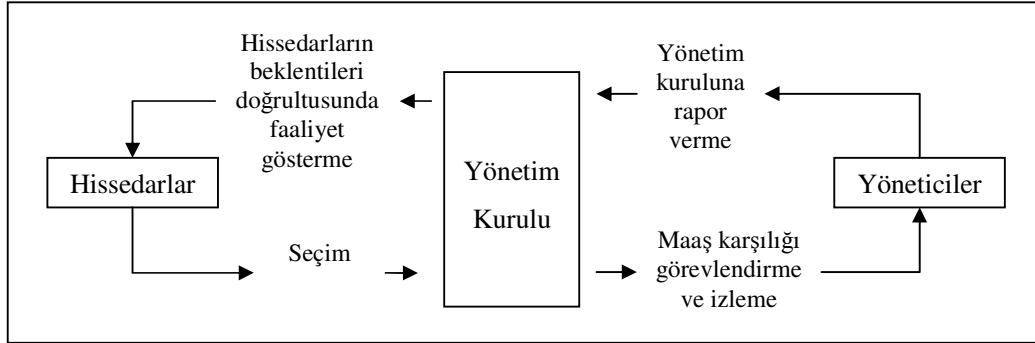
Jensen ve Meckling (1976, s. 308) vekâlet maliyetlerini; vekâlet veren tarafından katlanılan **izleme maliyetleri** (the monitoring expenditures by the principal), vekil tarafından yüklenilen **tazmin edici/garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri** (the bonding expenditures by the agent) ve hem vekâlet veren hem de vekil tarafından üstlenilen **artık/önlenemeyen kayıp** (the residual loss) biçiminde sınıflandırmışlardır.

### 2.4.1 İzleme Maliyetleri

İzleme maliyetleri; vekâlet verenin, vekilin davranışlarını ölçmek, gözlemlemek ve kontrol etmek amacıyla katlandığı giderlerdir. Bu maliyetler; denetim maliyetleri, yöneticilik bedeli sözleşmeleri ve yöneticilerin işten atılma maliyetlerini de içerebilir (McColgan, 2001, s. 5).

Yöneticilerin aşırı derecede imtiyaz kullanmalarını içeren ahlaki tehlikeye karşı, yöneticilerin izlenmesi yöntemi, hissedarlar tarafından kendilerini koruma amacıyla kullanılabilir.

**Şekil 4: Yöneticilerin İzlenmesi**

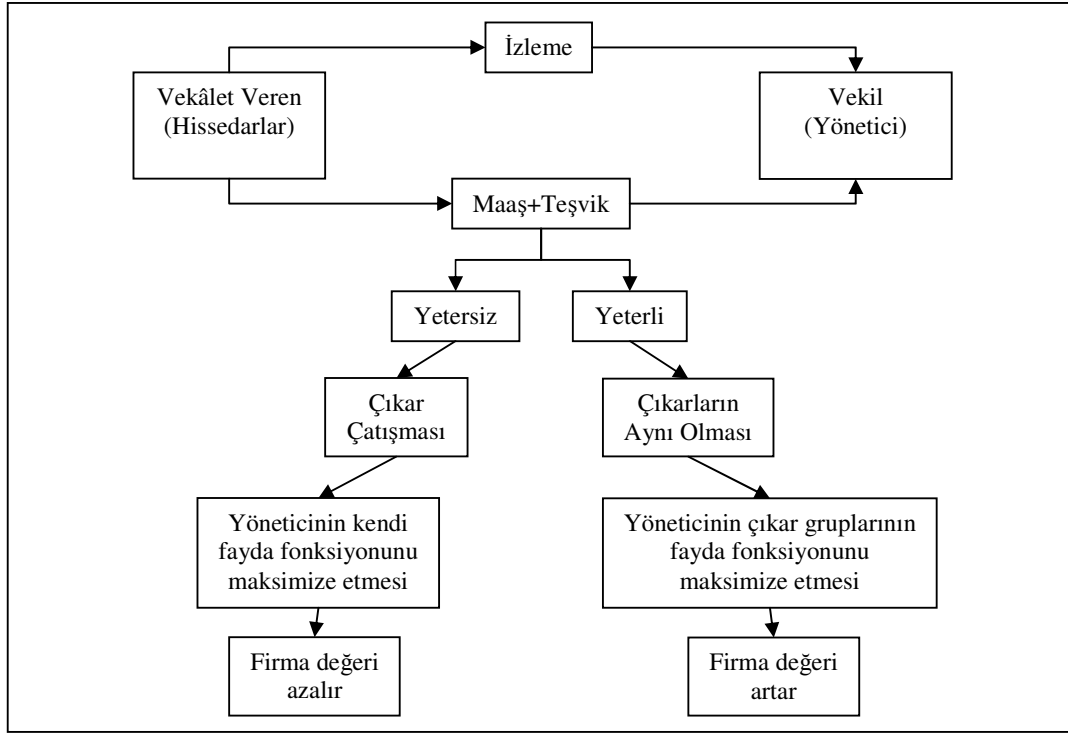


**Kaynak:** Turaboğlu, (2002, s. 49)

Yöneticilerin izlenmesindeki en temel uygulama, yöneticilerce performanslarını gösteren raporlar hazırlanmasıdır. Hem hissedarların (çoğunlukla finansal nitelikte olan bu raporları değerlendirecek teknik bilgiden yoksun olmaları nedeniyle) denetçiler görevlendirmeleri hem de yöneticilerin bu tip raporları hazırlamak için harcadıkları zaman izleme maliyeti oluşturur. 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 ederler ve bu da bir izleme maliyeti olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yöneticinin kendi çıkarı doğrultusunda parasal getiri sağlamayan harcamalar yapmasını kısıtlamak için, diğer hissedarların yönetici üzerindeki gözlem ve kontrollerini artırmaları, vekâlet maliyetinin bir unsuru olan izleme maliyetini de artıracaktır. Denetim, kontrol sistemlerinin artırılması, bütçe kısıtlamaları ve teşvik prim sistemleri oluşturulması, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet çatışmalarını azaltarak firma değerini artıracaktır.

**Şekil 5: İzleme, Maaş ve Teşvik Sistemi**



**Kaynak:** Activeline, (2004, s. 5)

Firmanın menkul kıymet piyasalarına açılması bir izleme yöntemi olarak ele alınabilir. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar, piyasadaki rekabet ile disipline edileceği ve bütün yatırımcılarca izleneceğinden, firmanın piyasa değeri özellikle yöneticiler açısından iyi bir göstergesi olacaktır (Easterbrook, 1984, s. 654).

Menkul kıymet piyasalarına girilmesi; kâr payı ödemelerinin beraberinde getirdiği vergi ve menkul kıymet ihraç maliyetlerini içeren işlem maliyetleri ile güvenilirliği sağlamak için hesapların bir ücret karşılığında 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 üstlenmesi, izleme maliyetlerini azaltan bir etki yaratacaktır.

Yönetim, teşvik, değerlendirme ve finansal uygulamalar konusunda danışmanlık hizmeti veren Stern Stewart & Co. Şirketi'nin geliştirdiği EVA (Economic Value Added) kavramı; yaratılan değer, muhasebe kârından firmanın sermaye maliyetinin

çıkarılması ile bulunmasını ve yöneticinin performansının bulunan değerle ölçülmesini ifade etmektedir. Bu tarz bir ölçüm, yöneticinin kullandığı sermayeye karşılık, yarattığı katma değer anlamına gelmektedir. Bu yaklaşım, firma yöneticisini salt kârı artırmak yerine, daha az sermaye kullanarak kârı artırmaya teşvik etmektedir. Aynı yaklaşımın piyasalara göre uygulanması ise MVA (Market Value Added) ile yapılmaktadır. Şirket piyasa değerinden kullanılan sermayenin çıkarılması ile bulunan MVA, kullandığı sermayeye karşılık, yöneticinin performansının yatırımcılar tarafından algılanma seviyesini göstermektedir. Yönetici performansının doğru ölçülebilmesi ile doğru teşvikin verilebilmesi, vekâlet maliyetlerinin azaltılabilmesinin temel formüllerinden birini oluşturmaktadır. Bu açıdan gerek EVA gerekse MVA, yeni ve daha iyi ölçüm araçları olarak gözükmektedir. Yarattılan katma değer açısından kullanılan sermayeye göre ayarlanan kârı ve piyasa değerini esas alan bu ölçümde, şirketin gerçek kârını gösteren EVA, şirketin alt bölümlerindeki yöneticileri; MVA ise şirketin en tepe yöneticilerini değerlendirmek için kullanılmaktadır. Şirketin gelecekte yaratacağı bütün kârların sermayeye maliyetine göre ayarlanmasından sonra, sermaye maliyetine göre ayarlanan piyasa değeri olan MVA, şimdiki değer olan EVA'dan ne kadar fazlaysa, yatırımcıların şirketin kâr elde etmesine yönelik beklentilerinin de o kadar yüksek olduğu ortaya çıkmaktadır (Activeline, 2004, s. 4).

#### **2.4.2 Tazmin Edici/Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri**

Vekillerce yetki verenlere, yetki verenlerin zararına hareket edilmeyeceği; edildiğinde, ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik, sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir.

Yönetici görevini kötüye kullanmayacağına ve mali tabloların denetimden geçireceğine dair sözleşme imzalayarak tazmin edici anlaşma maliyeti yüklenir. Bu maliyeti yüklenen yöneticinin daha dikkatli davranarak firma değerini artırmaya çalışacağı ve yetki verenlerin yöneticileri daha az izleme gereği duyacakları söylenebilir.



Yöneticinin, işten ayrılmayacağını (firma el değiştirmesi vb. durumlarda) veya ayrıldığı takdirde ortaya çıkabilecek zararları üstleneceğini belirtmesi tazmin edici bir anlaşma maliyetine örnek gösterilebilir (Peterson, 1994, s. 21).

Borç verenlerle ilişkilerinde vekil konumunda olan yönetici ve hisse senedi sahiplerinin, bazı kısıtlamalara gitmeyi kabul ettikleri borç anlaşmaları da söz konusu maliyetler içerisinde ele alınır. Borç verenlerin korunması açısından; yöneticilerin borçlanmayla ilgili kararlarını kısıtlayıcı kâr payı dağıtımı, gelecekte borç alınmaması, çalışma sermayesinin muhafaza edilmesi gibi yöneticilerin riskli projelere girmesini engelleyen kararlar alınabilir.

### 2.4.3 Artık/Önlenemeyen Kayıp

İzleme ve tazmin edici/garanti sağlayıcı anlaşma maliyetlerine katlanılmasına rağmen yöneticilerin ve hissedarların çıkarları, tam olarak ortak bir noktada birleşmeyebilir. Bu nedenle, çıkar çatışmalarından kaynaklanan vekâlet kayıplarının varlığından söz edebilir. Söz konusu vekâlet kayıpları, artık/önlenemeyen kayıp olarak bilinmektedir (McColgan, 2001, s. 7).

Vekâlet problemlerinin azaltılması için belirli bir maliyete katlanılmakta, fakat çoğu zaman söz konusu problemler tam olarak ortadan kaldırılamamaktadır. Bu durumda; firma hem vekâlet problemlerini ortadan kaldırmak için gerekli faaliyetlerde bulunmanın getirdiği maliyetleri yüklenmekte, hem de bu maliyetlere katlanmak pahasına, ortadan kaldıramadığı birtakım ek maliyetlerle karşılaşmaktadır.

Firma çıkar gruplarının önceliklerinin sıraya konulamamasının ve optimal dahi olsa seçilen projelerin uygun biçimde yürütülememesinin, firmaya yüklediği alternatif maliyetler *önlenemeyen kayıp* olarak tanımlanmaktadır (Peterson, 1994, s. 21).

Önlenemeyen kayıp; vekâlet ilişkisinde vekil ile vekâlet verenin çıkarlarının ayrılması ve vekillerin vekâlet verenlerin zenginliğini maksimize eden kararlar almaktan kaçınması sonucu oluşan refah kaybının parasal değeri olarak da ifade edilebilir.

Yöneticiler, düşük riskli projelere girmeyi taahhüt ederek kreditorlerden borç alır ve aldığı borcu daha yüksek riskli ve getirili projelere yatırılırsa, bu durumu fark edemeyen kreditorlerden kendilerine refah transferi sağlamış olurlar. Yüksek riskli projelere girilerek, beklenen getirinin elde edilememesi durumunda ise, aradaki fark kadar refah kaybı olacaktır ve bu kayıp da önlenemeyen kayıp olarak adlandırılmaktadır.

#### **2.4.4 Vekâlet Maliyetlerinin Sermaye Yapısına (Optimal Borç / Öz Sermaye Oranına) Etkileri**

Vekâlet maliyetlerini kontrol altına almak için yöneticiler, borçlanma ve öz sermayeyle finansman arasındaki uygun birleşimi oluşturmayı, uygun temettü politikasını ve kendileri tarafından elde tutulacak hisse senedi sayısını belirlemeye çalışırlar. Firma yöneticilerinin sermaye yapısı ile ilgili verecekleri kararların vekâlet problemleri ve buna bağlı olarak vekâlet maliyetleri üzerinde önemli rol oynadığı birçok araştırmacı tarafından savunulmuş ve ampirik bulgularla desteklenmiştir. Sermaye yapısı seçiminin vekâlet maliyetlerini hafifletmeye yardımcı olacağına dair finans literatüründe görüş birliği vardır.

Jensen ve Meckling (1976, s. 312, 333) firmanın çıkar grupları arasındaki vekâlet problemlerinden kaynaklanan maliyetleri iki ana başlık altında incelemiştir. Bunlardan birincisi özsermayenin vekâlet maliyeti (agency cost of equity), diğeri ise borcun vekâlet maliyeti (agency cost of debt) olarak adlandırılmaktadır. **Özsermayenin vekâlet maliyeti**, yöneticiler ve hissedarların faydalarını maksimize etme konusunda farklı davranmaları sonucunda meydana gelmektedir. Hissedarlar ile yöneticiler arasında meydana gelen çıkar çatışmalarının en önemli sebebinin yöneticinin firmada sahip olduğu payın azalmasından kaynaklandığı belirtilmiştir. Yöneticinin firmadaki sahipliği azaldığı takdirde, riskli ve kârlı projeler üretme konusunda harçayacağı performans azalacaktır. **Borcun vekâlet maliyetini ise**, diğeri koşullar sabitken hisse senedi sahipleri ve tahvil sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları oluşturmaktadır. Bu çıkar çatışmaları, şirket sermayesindeki arzulanan borçlanma miktarını etkilemektedir.

Finansal kaldıraç<sup>8</sup> oranı arttıkça, gruplar arasında çatışma ve buna bağlı olarak maliyetler de artmaktadır.

Jensen ve Meckling (1976, s. 344) yöneticiler tarafından sahip olunan iç sermaye ( $S_i$ ), yönetim dışında kişilerin sahip olduğu dış sermaye ( $S_o$ ) ve borçların (B) toplamı olarak ifade ettikleri firmanın piyasa değerinin (V) optimal bir düzeyi olup olmadığını vekâlet maliyetlerine bağlayarak açıklamaya çalışmışlardır.

$A_{S_o}(E)$  : Dış sermaye ile ilişkilendirilen vekâlet maliyeti

$A_B(E)$  : Borcun vekâlet maliyeti

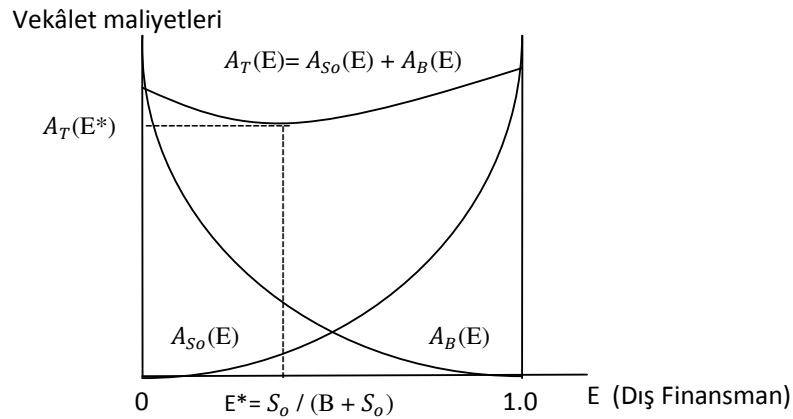
$A_T(E) = A_{S_o}(E) + A_B(E)$  : Toplam vekâlet maliyeti

$B + (S_o)$  : Dış finansmanın toplam miktarı

$E^* = S_o / (B + S_o)$  : Dış sermayenin toplam dış finansman içindeki payı

$A_T(E^*)$  : Dış finansmanın optimal oranında oluşan minimum toplam vekâlet maliyeti

### Şekil 6: Vekâlet Teorisi Çerçevesinde Optimal Sermaye Yapısı



**Kaynak:** Jensen ve Meckling, (1976, s. 344)

<sup>8</sup> Finans literatüründe yabancı kaynak kullanmanın, kâr veya zarar üzerine olan etkisi finansal kaldıraç olarak ifade edilir. İşletmenin toplam varlıklar üzerinden kârlılığı, yabancı kaynağın maliyetinden büyükse, finansal kaldıraç olumlu, küçükse olumsuz çalışır. (Toplam Borçlar / Toplam Aktifler olarak oranlanabilir)

Dış sermaye olmaması ve yöneticilerin %100 sermaye sahibi olması durumunda, diğer hissedarların çıkarlarının suiistimal edilmesi gibi bir olasılık yoktur ve vekâlet maliyeti sıfırdır. Dış sermaye arttıkça, dış sermaye ile ilişkilendirilen vekâlet maliyeti  $A_{S_o}(E)$  artacaktır. Borçlanma ile ilişkilendirilen vekâlet maliyetleri  $A_B(E)$ , borcun yarattığı refah kayıpları, yöneticilerin borçlanarak riskli projelere girişmesi ve sermaye paylarını artırarak kendilerine refah transferi sağlaması nedeniyle, borç verenlerin gözlemlerinin artması sonucu oluşur. Bu maliyetler, dış sermayenin tamamen borç olması durumunda maksimum noktadadır ( $S_o = E = 0$ ). Borç miktarı sıfıra yaklaşırken, E noktası 1'e yaklaşacaktır ve yöneticinin borç verenlerden kendisine refah transferi yapma isteği ve dolayısıyla vekâlet maliyeti iki nedenle azalacaktır: (1) Borç miktarı düştükçe, borç verenlerden kendisine yapacağı refah transferi de zorlaşacaktır, (2) Yönetim dışında kişilerin sahip olduğu dış sermaye ( $S_o$ ) artmaya başlayacağı için yöneticinin toplam sermaye içindeki payı  $[(S_i / (S_o + S_i))]$  düşecektir. Toplam dış sermaye ve borçla finansman toplamının toplam vekâlet maliyetlerini  $A_T(E)$  minimum yaptığı anda optimal borç-öz sermaye oranına ulaşılabilecektir (Jensen ve Meckling, 1976, s. 345).

Ang, Cole ve Lin (2000, s. 81, 82), Jensen ve Meckling (1976)'in yaptıkları çalışmaya dayanarak, 1708 şirket üzerinde sermaye sahipliğinin vekâlet maliyetlerine etkisini incelemişlerdir. Jensen ve Meckling'in sıfır vekâlet maliyeti olarak nitelendirdikleri yöneticinin %100 sermaye sahibi olduğu firmalar ile %100'den daha az sermayeye sahip olduğu firmaları karşılaştırmışlardır. Vekâlet maliyeti iki şekilde ölçülmüştür; (1) Gider oranı: Bir firmanın belirli bir sermaye sahipliğinde gider oranları ile sıfır vekâlet maliyeti olması durumundaki gider oranlarının karşılaştırılarak, birinci durumdaki varlıklarıyla çarpılması sonucu bulunan değerdir. Vekâlet maliyeti arttıkça bu oran büyüyecektir. (2) Varlık kullanım oranı: Satışların toplam varlıklara bölünmesiyle elde edilen bu oran, yöneticilerin varlıkları ne derecede etkin kullandığını göstermektedir. Vekâlet maliyeti arttıkça, varlık kullanım oranı küçülecektir. Araştırma sonuçları aşağıdaki gibidir:

- Sermaye sahibi olmayan yöneticilerin atanmasının vekâlet maliyetini artırdığı bulunmuştur. Çünkü %100 sermaye sahipliği olan firmalarda bile yönetimin bir

başka kişiye devredilmesi durumunda, firma sahibi kişilerin uygun zaman veya yeteneğe sahip olmaması gibi nedenlerden ötürü, sermaye sahibi olmayan yöneticinin davranışlarını gözlemleyemediği görülmektedir.

- Yöneticinin sermaye payı arttıkça vekâlet maliyetleri azalacaktır.
- Yönetici olmayan hissedarların sayısı arttıkça vekâlet maliyetleri artacaktır. Çünkü vekâlet maliyetleri yöneticilerin çıkarları ile hissedarların çıkarlarının farklılaşması sonucu ortaya çıkar ve yönetici olmayan hissedar sayısı arttıkça izleme maliyetlerinin artacağı düşünülmüştür.
- Hissedarların yöneticileri gözlemlemesine bütünleyicilik kazandırdığı düşünülen bankaların gözlemlerinin artması vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır.

#### **2.4.5 Vekâlet Maliyetlerinin Azaltılmasında Kullanılabilecek Politikalar**

**Borçlanma politikası**, vekâlet maliyetlerinin azaltılmasında faydalı bir araç olarak kullanılabilir. Borçlanma sonucunda firmalar düzenli olarak faiz ve anapara ödemesi yapmak durumundadır. Yapılan bu ödemeler, nakit akımlarını kullanma konusunda yetki sahibi olan yöneticilerin kontrol altına alınması konusunda, vekâlet verenlere yardımcı olmaktadır.

Borçlanma politikasıyla ilgili dikkat edilmesi gereken bir husus iflas ve reorganizasyondur. Bilindiği gibi bir firma borçlarını karşılayamayacak duruma gelirse iflas etmiş sayılır. Direkt iflas maliyetleri, iflas eden bir firmanın reorganize edilmesini içerir. Reorganizasyon planı, alacak sahiplerinin finansal haklarını elde etmesi için oluşturulan bir plandır. İflas durumunda hissedarlar firma üzerindeki alacak haklarını kaybederler; kalan zararlar ise sabit hakların nominal değerinden veya piyasa değerinden borç verenlere aktarılır. Bu sırada oluşacak kanuni giderler, avukatlık ücretleri ve mahkeme giderleri de borç verenlere transfer olmaktadır. Borç verenler, iflas durumunda bu maliyetlere katlanacakları için, firmanın iflas olasılığı kadar bir temerrüt primini faiz oranlarına yansıtırlar. Eğer yöneticiler borç alıyorsa, iflas maliyetlerine paralel bir prim ödemeye razı olmalıdırlar (Büyükkara, 2002, s. 19).

**Temettü politikası**, firmalarda etkin bir denetim ve izleme mekanizmasının oluşmasına katkıda bulunarak vekâlet maliyetlerini düşürmekte, yöneticilerin firmanın elde ettiği nakit akışlarını kendi çıkarları veya sosyal refahlarını artıracak şekilde kullanmalarına engel olmaktadır.

Jensen, Solberg ve Zorn (1992, s. 247, 259) çalışmalarında firmanın finansal politikaları olarak nitelendirilen, yönetsel sahiplik, temettü ve borçlanma politikasının firmanın karakteristik ve operasyonel özelliklerine bağlı olmakla birlikte aynı zamanda birbirleriyle de doğrudan ilişkili olduklarına değinmişlerdir. Araştırmacılar, firmanın sermaye yapısı, temettü politikası ve yöneticiler tarafından elde bulundurulmuş hisselerin oranı ile ilgili kararların, karşılıklı olarak birbirlerine bağlı olduğu ve bunların firmanın özel karakteristiklerinden etkilendiğine ilişkin ampirik bulgular elde etmişlerdir. Ayrıca finansal kaldıraç ve temettü oranının eşanlı olarak vekâlet maliyetlerini düşürebileceği sonucuna varmışlar fakat yönetsel sahipliğin borç ve temettü politikası açısından vekâlet maliyetlerini düşürdüğüne dair bir sonuç elde edememişlerdir. Jensen, Solberg ve Zorn'a göre yönetsel sahiplik ile borç ve temettü politikaları arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Araştırmacılar, vekâlet maliyetleri ile iflas maliyetlerinin firmaların finansman kararları üzerinde etkili oldukları sonucuna varmışlardır.

Hisse senedi analizi; yöneticileri firma değerini düşürecek aktivitelere yönelmemelerini sağlayacak şekilde onları kısıtlamakta, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki bilgi asimetrisini azaltmakta; buna bağlı olarak vekâlet maliyetlerini düşürmekte, firma değerini ise arttırmaktadır. Ayrıca, izleme aracı olarak hisse senedi analizi, birden çok sektörde faaliyet gösteren firmalara kıyasla tek sektörde faaliyet gösteren firmalarda daha etkin olmaktadır (Doukas, Kim ve Pantzalis, 2000, s. 12).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### VEKÂLET TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE SERMAYE SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ

Yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin kendi çıkarları doğrultusunda oluşturulmasına çalıştıkları yatırım ve sermaye yapısı kararlarının, bir diğer ifadeyle optimal borç / öz sermaye kullanımı ile kâr payı dağıtım politikalarının firmalara yüklediği vekâlet maliyetleri ölçümlenebilirken, bir bütün olarak vekâlet maliyetlerini ölçümlemek oldukça güçtür. Bunun nedeni, vekâlet maliyetlerini oluşturan problemleri tam olarak tanımlayacak parametrelerin olmamasından ya da olsa bile, kullanıldıkları modelin aşırı derecede sadeleştirilip problemi tam olarak yansıtamamasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, vekâlet maliyetlerinin sahiplik ve kontrol ayırımından kaynaklandığından hareket edilerek, sahiplik ve kontrol ayırımının düzeyine göre belirginleşen, farklı sahiplik yapısı ve/veya bileşimindeki firma performanslarının araştırıldığı görülmektedir.

Sahiplik yapısı (ownership structure) ve performans ilişkisi ilk olarak Berle ve Means (1932) “The Modern Corporation and Private Property” isimli eserlerinde açıklanmıştır. Berle ve Means kontrol ve sahiplik ayırımının firmalarda sorun yarattığına dikkat çekmişlerdir. Jensen ve Meckling (1976) ise söz konusu sorunu teori boyutunda inceleyerek vekâlet teorisini geliştirmişlerdir. Jensen ve Meckling’den sonra, birçok araştırmacı tarafından bu konu üzerine önemli makaleler yazılmıştır. Bunlardan dikkat çekenler, Fama ve Jensen (1983b), Demsetz (1983), Demsetz ve Lehn (1985), Morck, Shleifer ve Vishny (1988), Demsetz ve Villalonga (2001), Kirchmaier ve Grant (2006)’ın yapmış oldukları araştırmalardır.

Bu bölümde, ilk olarak sermaye sahiplik yapısı, sahiplik yapısına göre firmalar arasındaki farklılıklar ve ülkeler bazında yapılan araştırmalar incelenmiş; sonrasında ise sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin açıklanmasına yönelik bilgilere ve çeşitli araştırmacılar tarafından yapılan önemli araştırmaların sonuçlarına yer verilmiştir.

### 3.1 SERMAYE SAHİPLİK YAPISI

Sermaye sahiplik yapısının, kurumsal yönetim yapısında ve şirket performansında önemli bir belirleyici olduğu düşünülmektedir.

Sermaye yoğunluğu, hissedarların firmada sermaye paylarının ve kontrollerinin artması veya azalması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Sermaye sahipliğinin daha yoğun olduğu şirketlerde, yöneticilerin aynı zamanda hissedar olma olasılığı daha yüksektir. Bu tür şirketlerde yönetim ve ortaklığın birleşmesi sonucu, yöneticiler şirketin kârlılığını artırmaya çalışmaktadırlar. Sermaye yoğun şirketlerin daha iyi kontrol edildiği ve daha iyi yönetildiği düşünülse bile şirket hisselerinin yüksek miktarlarda satılması sonucu çeşitleme imkânları kısıtlı kalacaktır. Bütün hissedarlar iyi yönetimden fayda sağlarken, çeşitlenmemiş bir portföyün zararına yalnızca büyük hissedarlar katlanmak durumunda kalacaktır. Diğer taraftan, sermaye sahipliğinin daha az yoğun olduğu şirketlerde ise hissedarlar yönetimden ayrılmaktadır. Bu tür şirketlerde profesyonel yöneticilerin şirketi daha iyi yönetecekleri düşünülebilir fakat hissedarlar ve diğer firma çıkar grupları arasındaki çıkar farklılıkları sonucu vekâlet problemlerinin ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerinin ortaya çıkma ihtimalini de göz ardı etmemek gerekir. Belirli bir derecede sermaye yoğunluğunun; özellikle büyük hissedarların yöneticileri düzenli olarak kontrol etmeleri sonucu firma değerini artırabileceği söylenebilir.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre yöneticiler tarafından elde edilen sermaye payı yüzdesi, hissedarların faydalarının maksimize edilmesi amacıyla sapmalara yol açarak firma değerini etkileyebilir.

Demsetz ve Lehn (1985); Shleifer ve Vishny (1986) ise, sermaye payları fazla olan büyük hissedarların firma yönetimine aktif ilgi göstermesi ve yönetimi kontrol etmesi gerektiğini belirtmişlerdir.

Demsetz (1983), Demsetz ve Lehn (1985) çalışmalarında sahiplik yapısını içsel bir konu olarak değerlendirmişlerdir. Firmalarda sürekli dağınık sahiplik yapısı, her ne kadar profesyonel yöneticilere firmanın kaynaklarını kişisel çıkarları doğrultusunda kullanmalarına fırsat tanısa da firma hissedarlarına yoğunlaşmış bir sermaye yapısından daha iyi hizmet edecektir.



Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet ilişkisi, değer ve güç gibi firma karakteristiklerini etkileyen karar alımlarını etkileyebilecek potansiyele sahiptir. Yönetimsel sermaye sahipliği, vekâlet çatışmalarını azaltarak; hissedarlar ve yöneticilerin çıkarları arasında uyum sağlayacak bir mekanizma olarak tavsiye edilmektedir (Brailsford, Oliver ve Pua, 2002, s. 1, 3).

Berle ve Means (1932), sermayenin küçük hissedarlar arasında dağıldığı fakat kontrolün yönetimde kalmaya devam ettiği bir sermaye sistemi olarak ifade edilen **dağınık sermaye** (widely held corporations) sisteminin Amerikan şirketlerine geçerli olup olmadığını sorgulamışlardır. Sermaye sahipliği ve kontrolün ayrıldığı Amerikan şirketlerindeki yöneticileri, hissedarlara karşı hesap vermek zorunda olmayan profesyonel yöneticiler olarak görmüşlerdir. Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz ve Lehn (1985), Shleifer ve Vishny (1986), Morck, Shleifer ve Vishny (1988) dağınık sermaye şirket imajının büyük Amerikan şirketlerinde bile ampirik olarak geçerli olmadığını ve orta düzeyde bir sermaye yoğunluğu olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca Amerika'daki şirket yöneticilerinin sermaye paylarının, Berle ve Means zamanına göre daha fazla olduğu bulunmuştur.

Sermaye yoğunluğu, yasal korumayla yakın ilişki içindedir. Yasal korumanın zayıf olduğu ülkelerde sermaye yoğunluğu artmaktadır. Bunun nedenleri; (1) Yöneticileri kontrol eden hissedarlar, kontrol haklarını sürdürebilmek ve yöneticiler tarafından suistimal edilmelerini önlemek amacıyla daha fazla sermaye sahibi olmak isterler. (2) Yasal korumanın yetersiz olduğu durumlarda, küçük yatırımcılar firmanın hisse senetlerini çok düşük fiyatlardan satın almak isterler. Bu durumda, şirketler için halka açılmanın çekiciliği kalmaz ve düşük talep, azınlık hissedarları sermaye almaya iter. Yatırımcılara sağlanan yasal korumanın yüksek olması ve etkin muhasebe standartlarının varlığı ile sermaye yoğunluğunun azalması beklenmektedir (La Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny, 1998, s. 34).

Combs, Ketchen Jr, Perryman ve Donahue (2007, s. 1307), yöneticinin sermaye sahipliğinin önemli bir güç kaynağı olduğu; yönetici ile hissedarların servetlerini birleştirerek, güçlü bir performans teşviki sağladığını belirtmişlerdir. Bunun yanında, sermaye sahipliği gücünü elde eden yöneticiler fayda maksimizasyonunun ötesinde, pozisyonlarını korumaya yönelik davranışlarda bulunabilirler.

### 3.1.1 Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar

Vekâlet teorisinde, sahiplik ve kontrol ayrımına göre firmaların; hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem gören halka açık firmalar ve hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmeyen halka kapalı firmalar olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. Halka açık firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımı oldukça belirgin, halka kapalı firmalarda sahiplik ve kontrol iç içedir. Sahiplik yapısına göre ayrım gösteren söz konusu firma yapıları arasında, var olduğu kabul edilen temel farklılıklar, tablo 5’te kısaca özetlenmiştir.

**Tablo 5: Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar**

<b>Farklılık Konusu</b>	<b>Halka Açık Firma</b>	<b>Halka Kapalı Firma</b>
Sahiplik ve Kontrol Ayrımı	Yüksek	Düşük
Sermaye Girişi	Yüksek	Düşük
Borç/Öz Sermaye Oranı	Yüksek	Düşük
Maddi Duran Varlıklar	Yüksek	Düşük
Vekâlet Maliyetleri	Yüksek	Düşük
Hisse Yoğunluğu	Düşük	Yüksek
Ar-Ge Harcamaları	Yüksek	Düşük
Varlık Çeşitliliği	Düşük	Yüksek
Firma Yaşı (Faaliyet Süresi)	Yüksek	Düşük

**Kaynak:** Turaboğlu (2002, s. 63)

#### 3.1.1.1 Sahiplik ve Kontrol Ayrımı

Halka açık firmalar yüksek sahiplik ve kontrol ayrımına sahip olup; sahip ve yöneticiler arasındaki ayrım belirgindir. Halka kapalı firmalarda ise sahiplerin aynı zamanda firma yönetim yapısında ağırlıklı rol oynadıkları görülür. Wu, Chua ve Chrisman (2006, s. 9)’nın görüşüne göre, küçük firmalarda firma sahiplerinin kişisel özellikleri, büyük firmalara oranla, finansal kararlara daha fazla etki etmektedir. Çünkü küçük firmalarda sermaye sahipleri, aynı zamanda yöneticilik de yapmaktadırlar.

### **3.1.1.2 Sermaye Giriş ve Borç/Öz Sermaye Oranı**

Firmaların kaynaklarını mevcut hisse senedi sahiplerinin koyduğu sermaye ile finanse edemediklerinde başvurabilecekleri kaynaklar; otofinansman, yeni hisse senedi çıkarımıyla elde edilen finansman veya borçlardan oluşmaktadır.

Halka kapalı firmalarda maddi duran varlık düzeyi düşük, varlıkların belirli kalemlerde yoğunlaşma düzeyi ise yüksektir. Firmaya ilişkin bilgilere borç verenlerce tam olarak ulaşılamaması nedeniyle, teklif edilen faiz oranı yüksek olmaktadır. Halka kapalı firmalar, yüksek faiz oranı nedeniyle, borçla finansmanı öncelikli olarak tercih etmemekte ve bu durumda borç/öz sermaye oranları, halka açık firmalara göre daha düşük olmaktadır.

### **3.1.1.3 Maddi Duran Varlıklar**

Halka açık firmalar, halka kapalı firmalara oranla daha fazla kaynak sahibi olduklarından, maddi duran varlıklara daha yüksek miktarlarda yatırım yapabilirler. Maddi duran varlıklar, firmanın üretime soktuğu fiziksel girdilerin düzeyini belirlediğinden, halka açık firmaların daha yüksek üretim kapasitelerine sahip oldukları söylenebilir.

### **3.1.1.4 Vekâlet Maliyetleri**

Halka açık firma yöneticilerinin firma kaynaklarını değer maksimizasyonu için değil de, kendi imtiyazlarını artırmak yönünde kullanmaları, vekâlet maliyetlerine yol açmaktadır. Firma açısından; izleme, tazmin harcamaları ve önlenemeyen kayıplar önemli birer maliyet unsuru oluşturur. Vekâlet maliyetlerinin, sermaye sahipliği ve kontrol ayrımının daha düşük seviyede olması nedeniyle, halka kapalı firmalarda söz konusu olmayacağı kabul edilir.

### **3.1.1.5 Hisse Yoğunluğu**

Firma hisse senetlerinin büyük bölümünün az sayıda hissedarın elinde toplanmasının, halka kapalı firma özeliği olduğuna ilişkin literatürde genel bir kabul söz konudur. Sahiplik yapısının yaygın bir dağılım göstermesi ise halka açık firmaların temel bir özelliği olarak kabul edilir.

### **3.1.1.6 AR-GE Harcamaları**

Ar-Ge harcamaları maddi olmayan duran varlıklar içerisinde yer alır. Halka açık firmaların daha yüksek Ar-Ge harcama tutarına sahip oldukları çeşitli araştırmalar sonucu ampirik olarak kanıtlanmıştır. Buna göre; ileri teknoloji gerektiren sektörlerde faaliyet gösteren firmalar genellikle halka açık firmalar olmaktadır.

### **3.1.1.7 Varlık Çeşitliliği**

Bir firmanın sahip olduğu herhangi bir ürün üzerinde uzmanlaşma olasılığı ne kadar düşükse, söz konusu firmanın varlık çeşitliliği de o kadar yüksektir. Yüksek varlık çeşitliliği söz konusu olduğunda, halka kapalı firma yapısında organize olmak daha iyi olacaktır.

### **3.1.1.8 Firma Yaşı (Faaliyet Süresi)**

Firma yaşı, yatırım fırsatları açısından firmalar arasındaki farklılıkları gösterir. Genç firmaların daha çok yatırım fırsatına sahip olup, kârlılıklarının daha yüksek olacağı söylenebilir. Buna göre; firma yaşı performansı etkileyen unsurlardan biridir. Ancak, halka açık firmaların daha uzun faaliyet sürelerine sahip oldukları ve bunun halka kapalı firmalarla aralarındaki önemli bir farklılığa işaret ettiği de unutulmamalıdır.

### 3.1.2 Dünya Genelinde Sermaye Sahiplik Yapısı

La Porta, Silanes ve Shleifer (1998) “Corporate Ownership Around the World” isimli çalışmalarında 27 zengin ekonomiye sahip ülkenin (ABD, Almanya, Arjantin, Avustralya, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Güney Kore, Hollanda, Hong Kong, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Meksika, Norveç, Portekiz, Singapur, Yeni Zelanda, Yunanistan) büyük firmalarında, kontrol gücüne sahip olan en büyük hissedarları belirlemişlerdir.

Sermaye sahipliği yapısı incelenirken, firmalar sermaye sahipliğinin yoğunluğuna göre dağınık sermayeli (widely held) şirketler ve kontrol gücüne sahip hissedarları olan (ultimate owners/controllers) şirketler olarak iki gruba ayrılmıştır. Eğer bir şirketin kontrol gücüne sahip herhangi bir hissedarı yoksa bu şirket dağınık sermayeli bir şirket olarak kabul edilmiştir (a.g.m. s. 9).

Bir hissedarın kontrol gücünü ölçmek için, firmadaki direkt ve endirekt oy hakkının toplamına bakılmaktadır. Hissedar kendi adına olan hisselerde direkt olarak oy hakkına sahiptir. Endirekt kontrol ise, birinci işletmenin ikinci bir işletme üzerinde oy hakkının bulunması ve hissedarın birinci işletmede bulunan oy hakkına dayanarak ikinci işletmede de dolaylı olarak kontrol sağlaması durumunda gerçekleşir. Sonuç olarak, eğer bir firmada hissedarın direkt ve endirekt oyları toplamı isteğe bağlı olarak seçilen değer (çalışmada %20 olarak ele alınan) üzerinde ise bu hissedarın işletmede kontrol gücüne sahip olduğu kabul edilir. Eğer birden fazla hissedar aynı koşulu karşılamakta ise, en büyük paya sahip olan hissedarın kontrol gücüne sahip olduğu söylenebilir. Kontrol gücüne sahip hissedarlar beş kategoride incelenmiştir (a.g.m. s. 9):

- Bir aile veya bir şahıs,
- Devlet,
- Banka veya sigorta şirketi gibi dağınık sermayeli bir finansal kurum,
- Dağınık sermayeli bir şirket,
- Kooperatif, hisse senetlerinin oy hakkını satın almış olan tröstler veya bir yatırımcının basitçe kontrol gücüne sahip olmadığı çeşitli gruplar.

Örnek alınan şirketlerin, %36'sı dağınık sermayeli şirketler olup; %30'u aileler tarafından kontrol edilmekte, %18'i devlet tarafından kontrol edilmekte ve geriye kalan kısım ise diğer gruplar arasında dağılmaktadır (a.g.m. s. 18).

Kontrol gücüne sahip ailenin ne sıklıkta yönetim kurulunda görev aldığına bakılmış ve bu ailelerin en az %69'unun yönetim kadrolarında yer aldığı belirlenmiştir (a.g.m. s. 25).

Ülkeler, hissedarların yasal olarak güçlü veya zayıf korunduğu şeklinde iki grup halinde değerlendirildiğinde; dağınık sermayeli şirketler, güçlü yasal koruması olan ülkelerde daha sık görülmektedir. Yasal olarak güçlü korumadan bahsedilen ülkelerde; dağınık sermayeli şirketlerin, sermaye yoğun şirketlere oranı %48 iken, yasal korumanın yetersiz kaldığı ülkelerde ise bu oran %27'dir. Buradan hareketle, bir kurumsal yönetim mekanizması olan yasal korumanın yetersiz olduğu durumda, sermaye yoğunluğu mekanizması devreye girmektedir denilebilir. Ayrıca, yasal korumanın zayıf olduğu ülkelerde aile ve devlet kontrolünün daha fazla olduğu görülmektedir (a.g.m. s. 19, 20).

Kontrol gücüne sahip en büyük hissedarlar (ultimate owners) ile azınlık durumundaki hissedarlar (minority shareholders) arasında söz konusu olabilecek vekâlet problemleri açısından, kontrol gücünü elinde tutan hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarının, oy haklarından önemli ölçüde farklı olup olmadığına dikkat edilmesi gerekir. En büyük hissedarların firmada kontrol güçlerini artırmalarının üç yolu olduğu belirtilmiştir. (1) Süper oy hakkı veren hisselerin kullanımı, (2) Firmanın sermaye yapısının piramit şeklinde organize edilmesi (3) Karşılıklı hisse sahipliği (a.g.m. s. 10, 11).

**1) Süper oy hakkı veren hisselerin kullanımı** (Çok yönlü hisse sınıfları): Herhangi bir hissedarın en büyük hissedar olup olmamasına bakılmaksızın %20 oranında oy hakkına sahip olmak için ne kadar sermayeye ihtiyacı olduğu saptanmıştır. Örneğin; bir firma %50'si %100 oy hakkı veren hisse senetlerine ve %50'si oy hakkı vermeyen hisse senetlerine sahipse, bir hissedar %20 oy hakkına sahip olmak için %100 oy hakkı veren hisse senetlerinden en az %10'una sahip olmak durumundadır. Böylece, bir-oy bir-hisse kuramından sapmalar oluşacağı ve bir takım hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarından daha fazla oy ve kontrol hakkı elde edeceği açık şekilde görülmektedir.

**2)Piramit sahiplik yapısı:** Eğer bir firma, en büyük herhangi bir hissedara sahipse (%20 oranı alt limit) ve kendisi ile en büyük hissedarı arasında en az bir halka açık firma var ise piramit yapıya sahiptir. Örneğin; halka açık B firması, A firmasında %43 oy hakkına sahipse ve C şahsı B firmasında %27 oy hakkına sahipse, C şahsının A firmasını kontrol ettiğini ve sermaye yapısının piramit şeklinde olduğunu söylenebilir.

**3)Karşılıklı hisse sahipliği:** Bir firma, kendisini kontrol eden şahsın veya kontrol zinciri içinde yer alan firmalardan herhangi birinin hissesine sahipse karşılıklı hisse sahipliği vardır. Örneğin; B firması A firmasında %20 oy hakkına sahipse, halka açık C firması B firmasında %20 oy hakkına sahipse ve A firması da C firmasında %2 oy hakkına sahipse; C firması A firmasının en büyük hissedarıdır ve piramit yapıda sahiplik sağlanmıştır. Aynı zamanda, A firmasının C firması ile karşılıklı hisse sahipliği de söz konusudur.

Kontrol gücüne sahip hissedarların, piramit sermaye yapılarını daha çok tercih ettikleri görülmüştür (a.g.m. s. 34).

Araştırma sonucunda ulaşılan bulgular aşığıdaki gibi sıralanabilir (a.g.m. s. 48):

- Firmaların sahipleri vardır ve Berle ve Means'in dağınık sermaye yapısı sistemi evrensellikten uzaktır.
- Dağınık sermaye yapısı, hissedarların iyi korunduğu ülkelerde daha yaygındır.
- Büyük firmaların çoğu aileler tarafından kontrol edilmektedir.
- Aile tarafından kontrol, hissedarların iyi korunmadığı ülkelerde daha yaygındır.
- Devlet kontrolündeki firmalar, özellikle hissedarların iyi korunmadığı ülkelerde görülmektedir.
- Dağınık sermayeli banka veya dağınık sermayeli firmalar nadiren diğer bir firmayı kontrol etmektedirler.
- Büyük firmalar arasında, bir-oy bir-hisse kuramından sapma oranı düşüktür. Karşılıklı sahipliğe nadiren rastlanılmaktadır. Piramit yapılar ise yaygın bir şekilde görülmektedir.
- Bir-oy bir-hisse kuramından sapmalar ve piramit sahiplik yapıları, hissedarların iyi korunmadığı ülkelerde daha yaygındır.
- Aile kontrolündeki firmalarda, sermaye sahipliği ve yönetim arasında çok az bir ayırım vardır.

- Kontrol gücüne sahip hissedarların olduğu firmalar, nadiren diğer büyük hissedarlara sahiptir.

Pedersen ve Thomsen (1997) 12 Avrupa Ülkesinin (Almanya, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İtalya, Norveç) en büyük 100 şirketi üzerinde yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim yapısını etkilediği düşünülen sermaye sahipliği yapısını incelemişlerdir. Her ülkenin ulusal ve kurumsal farklılıklarının sermaye sahipliği yapısı üzerinde firma büyüklüğü ve endüstri gibi geleneksel ekonomik faktörler kadar önemli etki yaratıldığını bulmuşlardır.

Sermaye gruplarını aşağıdaki gibi sınıflandırmışlardır (a.g.m. s. 765):

- **Dağınık sermaye sahipliği:** Hiçbir sermaye sahibi şirket hisselerinin %20'sinden fazlasına sahip değildir.
- **Baskın sermaye sahipliği:** Herhangi bir sermaye sahibi şirket hisselerin önemli bir kısmına sahiptir. (%20 ile %50 arası)
- **Şahıs/Aile sermaye sahipliği:** Bir şahıs veya bir aile şirket hisselerinin çoğunluğuna sahiptir.
- **Devletin sermaye sahipliği:** Yerel veya merkezi bir hükümet şirketin hisselerinin çoğunluğuna sahiptir.
- **Yabancı sermaye sahipliği:** Çok uluslu yabancı bir şirket, söz konusu şirketin hisselerinin çoğunluğuna sahiptir.
- **Kooperatifler:** Bir şirket kooperatif olarak tescil edilmiştir veya söz konusu şirketin hisselerinin çoğunluğuna bir grup kooperatif şirket sahiptir.

Kurumsal görüş çerçevesinde beş adet hipotez oluşturulmuştur (a.g.m. s. 762, 763, 764):

**1) Aynı endüstriler ve aynı büyüklükteki firmaların sermaye sahipliği yapılarında bile önemli uluslar arası farklılıklar vardır.**

Çalışma sonucunda, büyüklük ve endüstriyel etkiler kontrol altında tutulsa bile 12 Avrupa ülkesindeki sermaye sahipliği yapısının farklılıklar gösterdiği bulunmuştur. Her bir ülkenin ekonomik gelişim süreçleriyle birlikte şekillenen tarihi ve coğrafi farklılıkları, birbirlerinden ayrılmasına neden olmaktadır.



*2) Sermayenin dağınlık derecesi, hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve likiditesi ile pozitif korelasyona sahiptir.*

Gelişmiş hisse senedi piyasasına sahip ülkelerin şirketleri daha fazla halka açılma eğilimindedir ve daha dağınlık sermaye sahipliği yapısına sahiptir. Hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve likiditesi arttıkça bu ülkelerde yatırımcıların beklenen getirisi ve sermaye maliyeti düşecek, sermayenin dağınlık derecesi artacaktır.

*3) Banka sektörünün sermaye yoğunluğunun artması ile baskın sermaye sahipliğinin artışı arasında pozitif bir ilişki söz konudur.*

Sadece büyük sermaye sahibi büyük bankalar şirketlerde önemli ölçüde sermaye paylarını ele geçirebilirler. Düzenlemeler izin verdiği takdirde bankaların sermaye yoğunluğu, daha fazla bankanın sermaye sahibi olmasıyla sonuçlanacaktır.

*4) Özel oy çoğunluğu veren sermaye sahipliğinin derecesi ile sahiplerine küçük sermaye yatırımlarını kontrol altında tutmalarına izin veren çift sınıflı hisselerin (dual-class) varlığı arasında pozitif korelasyon vardır.*

Şahıslar ve aileler genellikle şirketi kontrol altında tutmak için sınırlı oy hakkı veren hisseleri piyasaya sürerler ve bu sayede finansman sağlarlar.

*5) Ekonominin uluslar arası sermayeye açıklığı ve yabancı sermaye sahipliğinin arasında pozitif bir ilişki vardır.*

Ülke ekonomilerinin dışa açıklığı yabancı sermaye sahipliğini artırmaktadır.

Sahiplik yapıları incelenen 12 ülke hakkında, araştırma sonucunda aşağıdaki bilgilere ulaşılmıştır (a.g.m. s. 768, 769):

- **Almanya:** Bankaların endüstriyelleşme sürecinde aktif rol oynaması, finansal kurumların günümüzde de pek çok şirket üzerinde baskın sermaye sahipliğine önayak olmuştur.
- **Avusturya:** Büyük ölçüde almanca konuşulan bir ülke olması nedeniyle daha çok Almanya ve İsviçre kaynaklı yatırımlara sahiptir. Devletin yüksek derecedeki sermaye sahipliği, II. Dünya Savaşı sonrası milliyetçilik akımından kaynaklanmıştır.

- **Belçika:** Özellikle A.B.D.'den direkt yabancı yatırımcı çekme politikası savaş sonrası ulusal ekonomik strateji olarak benimsenmiştir ve yabancı sermaye sahipliği yüksektir.
- **Danimarka:** Yüksek oranda aile ve kooperatif sahipliği görülmesi şirketlerin küçüklüğüne veya tarımsal üretimdeki avantaja bağlanabilir.
- **Finlandiya:** Endüstriyel gelişimi geç takip eden Finlandiya'da devletin sermaye payı oldukça yüksektir.
- **Fransa:** Milliyetçilik akımının ve 1980 başlarında Mitterand hükümetinin özelleştirme karşıtı müdahalelerinin etkisinde kalan Fransa'da da devletin sermaye sahipliği yüksektir. Bunun dışında finansal kısıtların üstesinden gelmek üzere endüstriyel şirketler tarafından oluşturulan holding şirketler, baskın sermaye sahipliğinde rol oynamışlardır.
- **Hollanda:** İngiltere'den etkilenmiştir ve dağınık sermaye sahipliği görülmektedir.
- **İngiltere:** Endüstriyelleşme sürecini ilk olarak tamamlayan ülke olması nedeniyle büyük girişimlerin fonları kişisel yatırımcılardan toplanmıştır. İngiltere kapitalizm ve dağınık sermayeyle özdeşleşmiştir.
- **İspanya:** Franco hükümetinin yabancı direkt sermayeyi ülkeye çekme politikası İspanya'daki çokuluslu şirketlerin sayısını artırmıştır.
- **İsveç:** Almanya'dakine benzer bir yapı görülmektedir. Bankaların ve büyük girişimcilerin baskın sermaye sahipliği söz konusudur.
- **İtalya:** Savaş sonrası endüstriyel yapılanma nedeniyle devletin sermaye sahipliği öne çıkmaktadır.
- **Norveç:** Norveç şirketleri milliyetçilik ve yetersiz yerel finansmanın bütünleştiği şirketlerdir denilebilir.

### 3.1.3 Türk Şirketlerinde Sermaye Sahiplik Yapısı

Yurtoğlu (1998) Türk Şirketlerinin sermaye sahiplik yapısı ile ilgili olarak İMKB’de 257 Şirketi temel alan bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda Türk Şirketlerinin sermaye yoğun ve merkezizetçi bir yapıda olduğu belirlenmiştir. Türkiye’deki kurumsal yönetim yapısının, Şirket içi yönetime (insider) dayanan bir sistem olduğu ifade edilmiştir. Aileler, direkt veya endirekt olarak Şirketlerin hisselerinin büyük bir kısmına sahip olmakta ve kontrol çoğunluğunu korumaktadırlar. Sermaye sahipliği ve kontrolün ayrılması, piramit sermaye yapıları kullanılarak veya diğer aileler ve yabancı firmalarla koalisyonlar oluŐturularak gerçekleŐtirilmektedir.

Türk Şirketlerinin en ayırıcı özelliği “holding” ve “Şirketler grubu” Őeklindeki aile Şirketlerinin yaygınlığıdır. Özellikle bankacılık sektöründe bu tarz yapılanma sıklıca görülmektedir. Ayrıca, 1930’lu yıllardan bu yana devletin birçok önemli endüstride ve bankacılık alanında orta ve büyük ölçekli firmaların kurucusu ve yöneticisi konumunda olduğu bilinmektedir (a.g.m. s. 58).

Sermaye gruplarının firmalardaki sahiplik yapıları aşağıdaki gibidir (a.g.m. s. 62):

- Holding Şirketlerin 143 Şirkette %36 oranında,
- Finansal olmayan Şirketlerin 139 Şirkette %31,7 oranında,
- Aileler ve ŐahıŐların 128 Şirkette %27,1 oranında,
- Bankalar, sigorta Şirketleri ve diğer finansal Şirketlerin 62 Şirkette %32 oranında,
- Yabancı Şirketlerin, 40 Şirkette %37,1 oranında,
- Yöneticilerin 11 Şirkette %1’den daha az oranda,
- İŞçi sendikaları ve kooperatiflerin 6 Şirkette ve %35 oranında,
- Vakıfların 29 Şirkette, emeklilik fonlarının ise 19 Şirkette düşük bir oranda;  
**sermaye payları vardır.**

Türk şirketlerinde bir-oy-bir-hisse prensibinden sapmaların 3 yolla oluştuğu görülmektedir (a.g.m. s. 59):

- Birincisi, bir sınıf hisseye gereğinden fazla oy hakkı veren, faklı nakit akım hakkı veren veya oy hakkı vermeyen hisseler çıkarılmaktadır.
- İkincisi, sermaye sahiplerinin firmadaki sahipliklerinden daha fazla oranda kontrol hakkı tanıyan piramit yapılar kullanılmaktadır.
- Üçüncü olarak, karşılıklı hisse sahipliği (cross shareholding) kullanılmaktadır.

Çalışmada, Türkiye'deki sermaye sınıflarının önemi vurgulanmıştır (a.g.m. s. 66, 67, 68):

**1) Aileler ve Holding Şirketler:** Türkiye'de en önemli sermaye sınıfını aileler oluşturmaktadır. Çalışmaya konu olan 257 şirketin 198'inde ailelerin sermaye sahipliği söz konusudur ve 158 şirkette ise çoğunluk hisseye sahiptirler. Ailelerin kontrol sağlamada kullandığı en önemli aracın, holding şirketler olduğu belirtilmiştir. 87 holding şirketin 75'i aileler tarafından kontrol edilmektedir. Holding şirketler, kanunen diğer şirketlerin hisselerini tutmak ve yönetmek amacıyla kurulan şirketlerdir. Vergi avantajı sağlarlar.<sup>9</sup> Buna ek olarak, IMKB'ye koteli en büyük holding şirketler, şirketler gruplarının merkez karar alma üniteleridir (Koç Grubu'nun şirketlerini kontrol eden Koç Holding gibi). Sermaye sahibi aile üyelerini, yönetim kurulunda ve yönetici pozisyonlarında görmek oldukça sık rastlanan bir durumdur. Özel sektör tarihinin kısa olduğu ülkemizde, en eski özel şirketlerin iki veya üç kuşak öncesindeki ailelerinin sermaye sahipliğini devam ettirdiği görülmektedir.

**2) Devlet:** 1983'te temelleri atılan ve 1985'ten günümüze uygulanan özelleştirme programı sonucu, 114 şirketin 1984-1995 yılları arasında hisse senetlerini veya varlıklarını satarak özelleştirdiği görülmektedir. Özelleştirme sürecinin hızlanmasıyla, devletin etkisinin gittikçe azalmakta olduğunu söylenebilir.

**3) Bankalar:** Endüstriyel şirketlerle sıkı bağlar kurmasına rağmen Türk bankaları kurumsal yönetim yapısı üzerinde Japonya'da olduğu gibi finansal buhranlarda

---

<sup>9</sup> İlk avantaj, holdinglerin iştiraklerden elde ettikleri gelirlerin vergisini sadece mali yılı takip eden yıl içinde ödemesidir. İkincisi ise, holding şirketlerin portföy şeklinde elinde tuttuğu şirketlerin gelirlerini karıştırarak vergi kayıplarını azaltabilmesidir.

şirketlerin koordine edilmesi veya Almanya’da olduğu gibi sermayenin etkin olarak hareketinin kolaylaştırılması gibi görevler üstlenmezler. Türk bankacılık sistemi, ticari bankaların bütün finansal piyasalarda hareket etmesine izin vermektedir. Çalışmada kullanılan 16 bankanın 12’si, holding şirketler etrafında organize olmuş bir takım şirketlerin bankası durumundadır ve 11’inde ailelerin yüksek oranda sahipliği söz konusudur. Bu yapı, bankaların aynı zamanda kendi müşterisi olan şirketleri daha etkin kontrol etmesine ve izlemesine izin verir. Fakat diğer taraftan, holding şirketlerce yönetilen bankaların aynı zamanda bu şirketlerin sahibi olan kişilerle aynı olduğu düşünülürse, bankaların şirketlere kredi verme gibi kararlar alırken bağımsız olmadığı unutulmamalıdır. İş Bankası’nın da içinde bulunduğu diğer 4 bankada ise banka çalışanlarının sahibi olup yönettiği vakıfların, devlet ve kooperatiflerin sermaye sahipliği söz konusudur.

**4) Yabancı Firmalar:** Yabancı yatırımcıların şirketlerde kontrol sağlama yerine, portföylerini çeşitlendirme amacını ön planda tutarak Türkiye’ye yöneldikleri söylenebilir. 324 yabancı kurumsal yatırımcının, ilk halka arzlarda yalnızca 24 tanesinin %5 veya daha fazla oranda hisse satın aldıkları görülmüştür.

Çalışmada, yönetim kurullarının da önemine dikkat çekilmiştir. **Yönetim kurulu** üst yöneticilere tavsiye verilmesi ve faaliyetlerinin gözlemlenmesi açısından önemli bir disiplin mekanizmasıdır. Araştırmaya konu olan 206 şirkette, en az bir yönetim kurulu üyesinin sermaye sahibi aileden geldiği görülmektedir. Ortalama yönetim kurulu büyüklüğü 6,5 kişidir ve üyelerinin üçte birini büyük hissedarlar oluşturmaktadır. Regresyon analizi sonucuna göre, yönetim kurulu büyüklüğünün firma büyüklüğü ile pozitif; en büyük direkt hissedarın sermaye payıyla ise negatif ilişkide olduğu söylenebilir (a.g.m. s. 68, 69).

Sonuç olarak, Türkiye’de görülen sermaye yoğun yapının çeşitlendirme olanaklarını ve likiditeyi azalttığı belirtilmiştir. Diğer taraftan piramit şeklinde yapılanma, grup şirketlerin büyümesini sağlamaktadır (a.g.m. s. 70).

### 3.2 SERMAYE SAHİPLİK YAPISININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİLERİ

Sermaye sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkileri ortaya koyan çalışmalar incelendiğinde ortak bir sonuca ulaşılamadığı görülmektedir. Çalışmaların bazılarında sahiplik yapısı ve performans arasında anlamlı bir ilişki olduğu; bazılarında ise sahiplik yapısının firma performansına etki etmediği şeklinde sonuçlar ortaya çıkmıştır.

Berle ve Means (1932) modern şirketlerde sahiplik ve kontrolün ayrıldığına ve bu ayrımın kontrolü elinde bulunduran yöneticiler ile diğer hissedarlar arasında çıkar farklılıkları yaratarak, vekâlet problemleri oluşturduğunu belirtmişlerdir. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması, değer maksimizasyonuna önceki kadar önem verilmeyeceğinin bir göstergesidir. Çünkü modern firma yapısında yönetim görevini üstlenen yöneticiler, kendilerini firma performansından ayrı tutacak biçimde ücretle çalıştırılmaktadırlar. Buna göre; halka açık firma yapısı ekonomik ve sosyal açıdan verimsizliğe neden olacaktır.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre sahip-yönetici firma değerini ve kullanımındaki imtiyazları arttırmaya çalışır. Buna göre halka açılma söz konusu olduğunda; yatırımcılar, imtiyaz kullanımının arttırılarak sürdürüleceğini düşünürler ve bu nedenle vekâlet maliyetlerini sahip-yöneticiye yükleyecek biçimde hisse senetlerine düşük fiyat teklif edeceklerdir. Yatırımcılar tarafından teklif edilen fiyat firmanın sermaye yapısı kararlarının da göz önünde bulundurulacağı düşünüldüğünde daha da düşecektir. Çünkü borçla finansman durumunda borç verenler risklerini azaltmak amacıyla firmayı izleyecek ve bu nedenle katlandıkları maliyetleri borç faizine yansıtacaklardır. Bununla birlikte, yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelere dayalı vekâlet ilişkisinde, izleme ve tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri söz konusu olacak; vekilin, yetki verenin fayda maksimizasyonu yerine kendi fayda maksimizasyonu için çaba göstermesi artık/önlenebilen kayıplara yol açacaktır. Jensen ve Meckling, sahiplik ve kontrol ayrımının vekâlet maliyetleri nedeniyle firma piyasa değerini azaltabileceği ancak herhangi bir performans azalışına yol açmayacağını ifade etmektedirler.

Fama ve Jensen (1983b)'e göre üretim süreçlerinde uzmanlaşmanın ve risk paylaşımının yararlı olduğunun bilinmesi durumunda firmalar (halka açık), kontrol ve risk paylaşımını birbirinden ayıracaklardır. Söz konusu ayırım vekâlet maliyetlerini azaltacağından firma performansını artırır.

Demsetz (1983)'e göre içsel bir konu olan sahiplik yapısı seçiminde, firmalar kendileri için en etkin çözümü sunan alternatiften yana olacaklardır. Sermaye yapısı varyasyonlarıyla firma performansı arasında sistematik olmayan bir ilişki söz konusudur.

Demsetz ve Lehn (1985), Morck, Shleifer ve Vishny (1988) yaptıkları araştırmalar sonucunda benzer bulgulara ulaşmışlardır. Sahiplik yapısıyla kâr oranları veya performans arasında önemli bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Mayer ve Alexander (1991)'in araştırmalarında; sahiplik ve kontrol ayırımının halka açık firmalarda performans azalışına yol açacağı varsayımı, halka açık firma performanslarının halka kapalı firma performanslarına göre yüksek çıkması nedeniyle geçerli bulunmamıştır.

Mudambi ve Nicosia (1995) çalışmalarında, kontrol yetkileri artırılmış büyük holding grupların, firma performansı ile pozitif ilişki içinde olduğunu belirtmişlerdir.

Demsetz ve Villalonga (2001) sahiplik yapısı ve firma performansı arasında önemli bir istatistiksel ilişki bulamamışlardır.

Kirchmaier ve Grant (2006); Avrupa'da en büyük ekonomik güce sahip beş ülkenin şirketleri üzerine yaptıkları araştırmada, sahiplik yapısının oldukça değişken olduğu ve sermaye sahipliğinin firma performansında önemli bir etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. En iyi performansın hangi sahiplik yapısında elde edilebileceğini araştırmışlar; Almanya ve İspanya'da dağınık sermayeli firmaların, Fransa'da %33 ile %50 arası oy hakkına sahip yatırımcıları bünyesinde bulunduran firmaların, İtalya'da hisselerin büyük bir kısmına sahip olan yatırımcılardan oluşan firmaların performanslarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. İngiltere'de ise kesin bir sonuç alınamamasına karşın, kurumsal yatırımcıların üstünlüğünün firma değerini maksimize edecek stratejilerin uygulanmasında öncülük edeceği tahmin edilmektedir.

### 3.2.1 Yöneticilerin Sermaye Sahipliğinin Firma Performansına Etkisi

Jensen ve Meckling (1976) yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiye; sermaye sahipliğinin yatırımlara, yatırımların ise firma değerine olan etkisi şeklinde bakılması gerektiğini belirtmişlerdir. Elinde hiç hisse senedi olmayan veya çok az hisse bulunduran yöneticiler, firma değerini maksimize eden yatırımları bulmak için zaman harcamak istemeyebilirler veya bu yatırımlarda kendi çıkarları yoktur denebilir. Diğer taraftan; yöneticilerin sermaye payı arttıkça, firma değeri maksimizasyonundan sapmalar azalacaktır. Yöneticilerin sermaye paylarının artması; hissedarlar ile çıkarlarının benzeşmesi, aradaki uyum sayesinde vekâlet problemlerinin azalması ve dolayısıyla firma değerinin artması şeklinde sonuçlanacaktır.

Morck, Shleifer ve Vishny (1988) çalışmalarında 371 Fortune 500 şirketin yöneticilerinin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi tanımlamışlardır. Firma değerini, Tobin Q<sup>10</sup> ile ölçmüşlerdir. Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borcun ve imtiyazlı hisse senetlerinin tahmin edilebilen toplam değerleri alınmaktadır. Yöneticilerin sermaye paylarındaki %1'lik artış; sermaye payları %0-%5 arasında ise Tobin Q'da %6,2'lik bir artış, sermaye payları %5-%25 arasında ise Tobin Q'da %1,6'lık düşüş, sermaye payları %25'in üzerinde ise Tobin Q'da 0,8'lik artış görülmüştür. Yöneticilerin %5'e kadar sermaye payını artırması, hissedarların çıkarlarıyla kendi çıkarlarının uyumlu hale gelmesine ve firma değerini arttırmasına yol açmaktadır. Yöneticilerin %5 ile %25 arasında sermaye payına sahip olması durumunda, artan oy hakkı nedeniyle firmada kendini yerleşik hissetmesi, bulunduğu mevki işgal etmesi, görev sürelerinin uzaması, profesyonel yöneticilerin işe alınma oranının düşmesi, firma içi yöneticilerin %5 oranından fazla paya sahip büyük hissedarlara karşı üstünlük sağlaması gibi sonuçlar doğurarak yöneticilerin şirket dışı ilgi alanlarını tatmin etmesi ve firma değerinin düşmesi ile neticelenecektir. Yöneticilerin sermaye payının %25'i aşması durumunda %5'ten önceki kadar belirgin olmasa da tekrar bir çıkarların yaklaşımı etkisi oluşmaya başlar ve yöneticilerin paylarının artması ile birlikte firma değerinde artış görülür.

<sup>10</sup> Tobin Q = Şirketin Piyasa Değeri / Toplam Varlıkları Yenileme Maliyeti



Hermalin ve Weisbach (1991) çalışmalarında 134 NYSE firmasında yöneticilerin sermaye sahipliğinin firma performansına olan etkilerini incelemiştir. yöneticilerin %0-%1 arası sermaye sahipliği firma performansını artırmakta, %1-%5 arası azaltmakta, %5-%20 artırmakta, %20 ve sonrası ise azaltmaktadır.

Lins (2002) sermaye sahipliği, oy hakları ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen bir araştırma yapmıştır. Yöneticilerin kontrol haklarının nakit akım haklarını aşması durumunda firma değerlerinin düştüğünü saptamıştır. Yönetici haklarındaki sapmalar, hissedarların zayıf olarak korunduğu ülkelerde daha fazla görülmektedir. Yöneticiler, hisselerin %5 oranından büyük bir kısmını kontrol ediyorlarsa, yöneticinin sermaye payı arttıkça firma değerinin düştüğü görülmüştür; fakat yönetici dışında büyük bir hissedarın varlığı söz konusu ise yöneticinin sermaye payının firma değerine bir etkisi bulunmamaktadır. Yönetici dışında, firmada önemli derecede paya sahip olan diğer hissedarlar, izleme faaliyetlerini artırarak, firma değerinin artmasını sağlayabilirler.

### **3.2.2 Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Sahipliğinin Firma Performansına Etkisi**

Bankalar, sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcılar yaptıkları araştırmalar sonucunda etkin firmaları belirleyerek yatırım yaparlar ve bu sayede sınırlı sermayelerini en etkin şekilde kullanmış olurlar. Kurumsal yatırımcıların firma performansına olan etkisi, kurumsal yatırımcıların sermaye payı arttıkça yöneticileri izlemek için daha çok teşvik sahibi olmalarından ileri gelmektedir. Kurumsal yatırımcıların gözlemleri, yöneticilerin etkinliği ve kurumsal yönetim yapısının kalitesini artıracaktır.

Lichtenberg ve Pushner (1992) sermaye sahiplik yapısı ve performans ilişkisini inceledikleri araştırmalarında, hissedarları arasında finansal yatırım kurumları olan firmaların performanslarının olumlu yönde etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Bathala, Moon ve Rao (1994) çalışmalarında kurumsal sahipliğin, borç kullanımı ve yönetsel sahiplik üzerine etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, kurumsal sahiplik ile borç kullanımı ve yönetsel sahiplik arasında ters yönde bir ilişkili

olduğu belirlenmiş; ayrıca, kurumsal yatırımcıların vekillerin izlenmesinde etkili oldukları ve vekâlet maliyetlerinin hafifletilmesine katkıda buldukları belirtilmiştir.

Kurumsal yatırımcıların etkinliği azaltıcı olduğunu düşünen karşıt görüş ise, kurumsal yatırımcıların şirketleri gözlemek ve performanslarını artırmak yerine kötü performans gösteren şirketlerdeki hisselerini satan, kısa vadeli düşünen pasif yatırımcılar olduğunu iddia etmektedir. Bunun yanı sıra özellikle sigorta şirketleri aynı zamanda kendi hisselerinin sahibi olan şirketlerde hisse sahibi olması veya kurdukları iş ilişkileri nedeniyle aktif olarak kontrol sağlayamayabilirler. Bu durumda kurumsal yatırımcıların sermaye paylarının artması, yöneticilerin yerleşikliğini artırabilir ve teklif veren kurumsal yatırımcıların kazancı düşebilir.

### **3.2.3 Türk Firmalarında Sermaye Sahiplik Yapısı ve Performans İlişisini İnceleyen Çalışmalar**

Türk firmalarında sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi inceleyen bazı önemli çalışmalar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

#### **3.2.3.1 Gürsoy ve Aydoğan'ın Çalışması (1998)**

Alternatif firma yönetim (kurumsal yönetim) sistemlerinin etkinliğinin anlaşılmasında sermaye sahiplik yapısı ve performansı arasındaki ilişkinin öneminden hareket ederek, sermaye sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayı ifade eden hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşimindeki farklılıkların, Türkiye'de faaliyette bulunan firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Halka açılma, direkt yabancı yatırımlar ve ekonomik yapıda ağırlığını sürdüren kamu sektörünün varlığı nedeniyle, zengin bir karşılaştırma olanağı sunan İMKB'de hisse senetleri işlem gören ve mali sektör dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren firmalar analizlerinin konusunu oluşturmaktadır. 1992-1998 dönemini kapsayan çalışmalarında yer alan firma sayısı analiz dönemi başında 106 iken, sürekli halka açılmalar nedeniyle analiz dönemi sonunda 198'e ulaşmış olup, söz konusu firmaların %73'ü İSO Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşu sıralamalarında yer almaktadır.

Firma performansını, muhasebe (öz kaynakların getirisi ve toplam varlıkların getirisi) ve piyasa (fiyat kazanç oranı ve hisse senedi getirisi) ölçütlerine göre ayrı ayrı belirlerlerken; firma performansı üzerindeki etkisini ölçümlemeyi amaçladıkları hisse yoğunluğuna ilişkin açıklayıcı değişkeni, firma ortaklarının hissedarlık oranları ve nakit akımlarındaki öncelikleriyle tanımlamışlardır. Firma performansı üzerindeki etkisini ölçümlerken kukla değişken olarak kullandıkları sahiplik bileşimini ise, firma ortaklarının kimliği üzerine oturtmuşlardır.

Türkiye'deki firmaların yüksek sermaye yoğunluğuna sahip, özellikle de bir aile tarafından yönetilmekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonuçları; hisse yoğunluğu ve sermaye sahiplik bileşiminin, Türkiye'de faaliyette bulunan firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerinde önemli etkilerde bulunduğu işaret etmektedir. Hisse yoğunluğunun artması, piyasa ölçütlerine göre performansı da artırmaktadır. Aile şirketleri düşük risk ve düşük performansla sahiptir. Yabancı sermayeye sahip firmaların daha yüksek performans göstermelerine karşın, kamuya ait firmalar muhasebe ölçütlerine göre düşük; piyasa ölçütlerine göre yüksek performans ve yüksek riske sahiptir.

### **3.2.3.2 Yurtoğlu'nun Çalışması (2000)**

Firma performansı ile sermaye sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen Yurtoğlu; üç ayrı performans ölçütü oluşturup, 126 firmanın verileri üzerinde test etmiştir. Performans ölçüleri sırasıyla; yıllık net kârın toplam varlıklara oranı, firmanın piyasa değerinin toplam varlıklara oranı ve kâr payı ödeme oranıdır.

Araştırma sonuçları; sermaye yoğunluğu ile kullanılan performans ölçüleri arasında istatistiksel olarak önemli bir negatif ilişki olduğunu göstermektedir. En büyük direkt hisse sahipliğinin performans üzerine küçük bir etkisi olduğu tahmin edilmektedir. Kontrol gücünün artırılması, firmanın piyasa değerinde oldukça negatif bir etki yaratacaktır. Sahiplerin, azınlık hissedarlara doğru fırsatçı davranışlar sergilemesi de mümkündür. Ayrıca sonuçlar; sahiplik ve kontrolün tam olarak uyumunun sağlanamadığı piramit sahiplik yapılarında, firmada dikkate değer vekâlet maliyetleri oluşacağına altını çizmektedir.

### 3.2.3.3 Önder'in Çalışması (2000)

Çalışmada, hisse senetleri İMKB'de 1992-1997 arasında işlem gören firmaların sermaye yapısı ile sermaye yoğunluğunun firma performansına olan etkisi incelenmektedir. Sermaye yoğunluğu; halka açıklık oranı, en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payı ve en büyük üç hissedarın sahip olduğu sermaye payı ile ölçülmüştür. Performans ölçümü ise piyasa değeri, kârlılık ve büyüme kriterleri temel alınarak yapılmıştır.

- **Piyasa değeri:** Türk şirketleri için, toplam varlıkların yenileme maliyeti ve borcun piyasa değeri bulunamadığı için Tobin Q hesaplanırken şirketin piyasa değeri, öz sermayenin piyasa değeri ile borçlarının defter değeri toplanarak bulunmuştur. Toplam varlıkların yenileme maliyeti olarak, toplam varlıkların yeniden değerlendirme sonrası net defter değeri kullanılmıştır. Sermaye yoğunluğu fazla olan Türk şirketlerinde piyasa değeri ölçütlerinin daha yüksek olması tahmin edilmektedir.
- **Kârlılık:** Karlılık ölçütleri; toplam varlıkların verimliliği, öz sermayenin verimliliği ve net kâr marjıdır. Sermayenin yoğun olduğu şirketlerde, büyük hissedarların aynı zamanda yönetimi de ellerinde bulunduracağı düşünülerek, bu şirketlerin kaynaklarını daha verimli kullanmaları ve kârlılık oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir.
- **Büyüme:** Toplam varlıklardaki ve net satışlardaki büyüme oranları kullanılmıştır. Şirketlerin yeni finansman kaynağı olarak halka açıldıkları düşünüldüğünde, sermaye yoğunluğu düşük olan şirketlerde, büyüme oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir. Halka açıklık oranı yükseldikçe, şirketin toplam varlıklarındaki büyüme önemli oranda artmaktadır. Ayrıca şirketlerde halka açıklık oranı arttıkça net satışlardaki büyüme oranının da önemli derecede arttığı bulunmuştur.

Sermaye yoğunluğu arttıkça, hisselerin piyasa değerinin defter değerine oranı önemli ölçüde yükselmektedir. Kârlılık ölçümleri incelendiğinde, aynı büyüklükteki şirketlerde sermaye yoğunluğu arttıkça, toplam varlıklar ve öz sermaye verimliliğinin önemli derecede azaldığı görülmektedir. Bu sonuçlar, en büyük hissedarın veya en büyük üç hissedarın sermaye paylarını arttırmaları halinde, şirketin kaynaklarını kendi menfaatine kullanabileceğini göstermektedir. Devletin büyük ortaklardan biri olması durumunda, şirket performansı önemli ölçüde etkilenmemektedir. Benzer şekilde, genel müdür ya da yönetim kurulu üyelerinden birinin büyük ortaklardan biri olmasının da şirketin performansında önemli bir etkisi olmadığı bulunmuştur. Şirketteki büyük ortaklardan biri yabancı ise, toplam varlıkların verimliliğinin istatistiksel olarak daha yüksek olduğu görülmektedir.

#### **3.2.3.4 Turaboğlu'nun Çalışması (2002)**

Çalışmada; özel kesim sahipliğindeki halka açık ve halka kapalı Türk sanayi firmaları karşılaştırılmış ve vekâlet maliyetlerinden kaynaklanan bir performans azalışının söz konusu olup olmadığı araştırılmıştır.

66'sı halka açık ve 48'i halka kapalı olmak üzere 114 firmanın verileri sağlanarak analize dahil edilmiştir. Araştırmanın içsel (açıklanan) değişkeni performans ölçütü olup;  $(FVÖK / \text{Toplam Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar})$  formülü ile hesaplanmaktadır. Performans, toplam varlıklardan kısa vadeli borçlar çıkarılarak belirlenmekte ve bu oran "Kullanılan Net Sermayenin Getirisi" olarak adlandırılmaktadır. Firma sahiplik yapısı, satışlar, maddi duran varlıklar, firma yaşı ve sektöre ilişkin kukla değişken analizde kullanılan dışsal (açıklayıcı) değişkenleri oluşturmaktadır.

Konuyla ilgili çalışmalar incelenerek, firma sahiplik yapısındaki farklılığın firma performansı üzerinde etkisinin bulunup bulunmadığını belirleyebilecek ekonomik modeller oluşturulmuştur. Gerçekleştirilen analizin sonucu; özel kesim sahipliğindeki Türk sanayi firmaları için sahiplik yapısı farklılığının performans üzerinde herhangi bir etkide bulunmadığı ve Türk firmaları için vekâlet maliyetlerinin henüz önemli bir sorun oluşturmadığıdır. Ulaşılan sonuçlar, çalışmanın "Türk firmaları açısından sahiplik ve

kontrol ayrımının yol açtığı vekâlet maliyetlerinden kaynaklanan herhangi bir performans azalışı söz konusu değildir. Bu nedenle halka açık ve halka kapalı Türk firmaları için vekâlet maliyetleri henüz önemli bir sorun haline gelmemiştir” olarak oluşturulan hipotezini kanıtlamakta olup, Berle ve Means’in tezini reddetmektedir.

Çalışmanın diğer sonuçları ise; firma sahiplik yapısının içsel bir değişken olmadığı ve bu nedenle halka açılma tercihinin firma performansından kaynaklanmadığı, ayrıca sahiplik yapısı farklılığına göre Türk firmalarına ait temel özelliklerin literatürde belirtilen firma özellikleriyle benzerlik gösterdiği. Buna göre; halka açık Türk firmalarının maddi duran varlıklar, öz kaynak defter değeri ve faaliyet süresi halka kapalı Türk firmalarına göre daha yüksek olup, satışlar tutarındaki artışın performans üzerindeki etkisi pozitif, maddi duran varlıklardaki artışın etkisi ise negatiftir.

### 3.2.3.5 Büyükkara’nın Çalışması (2002)

Çalışmada İMKB’de hisse senetleri işlem gören şirketlerin sermaye sahiplik yapısının vekâlet maliyeti ile ilişkisi ve şirket performansına olan etkileri incelenmiştir. Çalışma 1992-2000 yıllarını kapsamaktadır. Sermaye grupları şu şekilde oluşturulmuştur; yöneticiler, yönetici olmayanlar, holding şirketler, finansal şirketler, finansal olmayan şirketler, devlet, yabancılar, kurumlar, aileler, işçi sendikaları/kooperatifler ve diğer yatırımcılar.

Çalışmada performans ölçütlerinden, piyasa değeri ölçütü olarak Tobin Q, muhasebesel kârlılık ölçütü olarak Toplam Varlıkların Kârlılığı (Return on Total Assets: ROA) ve Öz Sermayenin Kârlılığı (Return on Equity: ROE) oranları dikkate alınmıştır. Sermaye sahipliğinin performansa etkileri belirlenirken parçalı regresyon modellerinden yararlanılmıştır.

İMKB’de yer alan Türk şirketlerinin sermaye sahipliği yapısının vekâlet maliyetlerine etkisini analiz etmek için örnek setinde yer alan firmalar Satışlar / Toplam Aktifler ve Faaliyet Giderleri / Satışlar oranlarının medyan değerine göre iki grupta ayrılarak incelenmektedir. Satışlar / Toplam Aktifler oranının medyan değerinin altında bir orana sahip firmalar ile Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre medyan değerinin

üzerinde bir orana sahip firmalar vekâlet maliyetlerinin yüksek olduğu firmalar olarak düşünülmektedir.

Sonuçlar, yöneticilerin ve yabancıların sermaye payı arttıkça vekâlet maliyetleri düşerken, holding şirketlerin ve bankaların sermaye payı arttıkça vekâlet maliyetlerinin artacağını göstermektedir. Yöneticilerin sermaye payı arttıkça hissedarlarla kendi çıkarları birleşeceği için vekâlet maliyetlerinin düşmesi beklenen bir sonuçtur. Yabancı şirketlerin ise vekâlet maliyetlerini düşürmede ve Türk şirketlerini gözlemlemede etkin olduğu söylenebilir. Bununla birlikte en büyük hissedarın ve en büyük üç hissedarın sermaye payı olarak alınan sermaye yoğunluğu ölçütlerinin artması yerleşiklik etkisi yaratarak vekâlet maliyetlerini artırırken, halka açıklık oranı arttıkça yoğunlaşmanın azalması beklendiği için vekâlet maliyetlerinin düştüğü görülmektedir.

Sermaye yoğunluğu arttıkça Tobin Q ile gösterilen piyasa değerinin ve şirket üzerinde en büyük hissedarların kontrol mekanizmasının olumlu etkilendiği görülmüştür. Bununla birlikte yoğunlaşmanın piyasa değeri üzerindeki olumlu etkisini %20'den büyük oranlarda oluşturduğu saptanmıştır. Sermaye yoğunluğunun %20'den küçük olması durumunda piyasa değeri etkilenmez iken, ROA ve ROE muhasebesel kârlılık ölçütleri negatif olarak etkilenmektedir. Halka açıklık oranının %10'dan büyük olması Tobin Q'da negatif anlamlı bir etki yaratırken; muhasebesel kârlılık ölçümlerine göre halka açıklık oranının %10'dan küçük olması durumunda performans artmakta, halka açıklık oranının %10'dan büyük olması durumunda performans azalmaktadır. Sonuç olarak, yüksek oranda halka açıklığın şirket performansını düşürmekte olduğu görülmektedir.

Yabancıların sermaye sahipliğinin bütün performans ölçütlerini pozitif etkilediği, devletin sermaye sahibi olmasının ise şirket kârlılığını azalttığı söylenebilir. Bunların dışında bütün modellerde şirket performansı üzerinde şirketlerin çalıştıkları endüstrilerin önemli etkisi olduğu görülmüştür.

### **3.2.3.6 Tezölmez ve Gökşen'in Çalışması (2006)**

Çalışmanın amacı Türkiye'de kurulmuş olan uluslar arası ortaklıklarda sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Ortaklar arasında eşit pay

dağılımı olması çeşitli avantajlar sunmasına rağmen, genellikle karar verme sürecini yavaşlatmakta ve güçleştirmektedir. Bu nedenle, özellikle değişim hızı ve belirsizliğin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, ortaklardan birinin diğerlerinden daha çok paya sahip olarak, karar verme sürecinde son söz hakkına sahip olmasının, performansı olumlu etkileyeceği düşünülmektedir.

Performans ölçümünde, uluslar arası ortaklığa ait finansal oranlar, yerel ortağın ortaklıktan elde ettiği ekonomik kazanımlar ve yine yerel ortağın uluslar arası ortaklık kurma amaçlarını gerçekleştirme derecesi kullanılmaktadır.

Bulgular; ortaklar arasındaki pay farkı arttıkça gerek oranlar ile ölçülen finansal performansın gerekse amaç gerçekleştirme performansının iyileştiğini göstermektedir.

### **3.2.3.7 Söylemez'in Çalışması (2007)**

Çalışmada; imalat sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri 2002-2006 dönemi boyunca İMKB'de işlem gören 144 firmanın verileri kullanılarak vekâlet maliyetleri ve bu maliyetleri etkileyen unsurlar incelenmiştir. Literatürdeki diğer çalışmalar dikkate alınarak vekâlet maliyetlerini ölçmek için faaliyet giderleri/toplam varlıklar ve serbest nakit akımları/toplam varlıklar oranları kullanılmış ve bu iki oranın artmasının işletmelerde vekâlet maliyetlerini arttıracak kabul edilmiştir. Bu değişkenlerin bağımlı değişken olarak yer aldığı iki ayrı regresyon modeli kurulmuştur. Firma büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri oranı regresyon modellerinin kontrol değişkenleridir. Finansal politika değişkenleri olarak tanımlanan borçlanma politikasını, temettü politikasını ve sermaye yapısını temsil eden değişkenler ile risklilik ve yatırımcı profilinin göstergesi olan değişkenler ise kontrol değişkenleri ile birlikte teker teker modele bağımsız değişkenler olarak dahil edilmişlerdir.

Daha büyük ve yüksek performansı olan firmalarda faaliyet giderlerinden kaynaklanan vekâlet maliyetlerinin daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Firmalarda hakim ortağın veya yabancı ortağın payının artması sonucu vekâlet maliyetlerinde artış olduğu görülürken, halka açıklık oranı yüksek olan firmalarda vekâlet maliyetlerinin azaldığı görülmektedir. Diğer hissedarlar olarak adlandırılacak ortakların etkin izleme misyonunu üstlenmesinin yanı sıra firmalara kurumsallaşma ve şeffaflaşma



yönünde teşvik unsuru olarak vekâlet maliyetlerinin hafifletilmesine katkıda buldukları söylenebilir.

Artan firma büyüklüğünün ve performansının nakit akımlarını arttırdığı ve buna bağlı olarak nakit akımlarından kaynaklanan vekâlet maliyetlerinde de artış olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Riskliliği artan firmalarda nakit akımlarından kaynaklanan vekâlet maliyetlerinin azaldığı bulgusu, yatırımcılar ve borç verenler açısından riskli olarak görülen firmaların serbest nakit akımlarının düşük olması ve firma çıkar grupları arasında nakit akımlarının dağılımı konusunda çatışmaya ve buna bağlı olarak maliyetlere neden olmayacağı bir başka deyişle azaltacak etkisi olduğu şeklinde açıklanabilir. Çalışmanın bulgularına göre artan temettü ödemeleri firmalarda nakit akımlarından kaynaklanan vekâlet maliyetlerini artırmaktadır. Firmalarda artan temettü dağıtımını nakit akımlarının yüksekliğine işaret etmektedir. Diğer taraftan artan temettü ödemelerinin, kaynakların borç verenlerden hissedarlara aktarılması neticesinde borcun vekâlet maliyetinin arttırmasına neden olması elde edilen sonuçları açıklamaktadır. Firmaların kaldıraç oranı ve finansal borç oranı arttıkça nakit akımlarından kaynaklanan vekâlet maliyetlerinde düşüş olacağı bulgusuna ulaşılmıştır. Artan borçluluğun nakit akımlarının borçların geri ödenmesinde kullanılması nedeniyle, eldeki kaynakların yöneticiler tarafından daha etkin kullanılması sonucu hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan vekâlet problemlerini hafifletmektedir.

Yatırımcı profiline ilişkin değişkenlerin katsayıları her iki modelde de istatistiksel olarak önemli bulunmamıştır. Ülkemizde sermaye piyasalarının derin olmayışı, yatırım amaçlı değil spekülâtif amaçlı işlem yapılması vekâlet maliyetlerinin hafifletilmesinde gerek kurumsal gerekse diğer yatırımcıların önemli rol oynamadıklarını göstermektedir.

Sonuç olarak, özellikle aile şirketi şeklinde örgütlenmiş olan Türkiye'deki işletmelerde vekâlet maliyetlerinin özellikle kurumsallaşma süreci ile ters orantılı olduğu konusunda bulgular elde edilmiş ve halka açık firmalarda vekâlet maliyetlerinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların, imalat sektöründe faaliyet gösteren halka açık firmalar için etkin birer izleme organı olmadığı görülmüştür.

### 3.2.3.8 Yapılan Analizlerin Ortak Bulguları

Genel bir değerlendirme yaparsak, Türk firmaları ile ilgili yapılmış olan analizlerin sonuçları; hisse yoğunluğu ve sermaye sahiplik bileşiminin, Türkiye’de faaliyette bulunan firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerinde önemli etkilerde bulunduğuna işaret etmektedir.

- Türkiye’deki firmalar yüksek sermaye yoğunluğuna sahip, özellikle de bir aile tarafından yönetilmektedir,
- Hisse (sermaye) yoğunluğunun artması, piyasa ölçütlerine göre performansı da artırmaktadır,
- Yüksek oranda halka açıklığın şirket performansını düşürmekte olduğu görülmektedir,
- Yabancı sermayeye sahip firmalar daha yüksek performans göstermektedir,
- Devletin sermaye sahibi olmasının ise şirket kârlılığını azalttığı söylenebilir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### SERMAYE SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

#### 4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI

Vekâlet teorisiyle ilgili olarak yapılan teorik ve ampirik çalışmalara yönelik açıklamaların ışığında, Türk firmalarının konu edildiği bir ampirik uygulama yapılmıştır. Çalışmada İMKB’de hisse senetleri işlem gören şirketlerin, sermaye sahipliği yapısının vekâlet maliyeti ile ilişkisi ve firma performansına olan etkileri incelenmiştir.

Araştırmada iki farklı analiz yapılmış ve söz konusu analizlere ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

#### 1) Sermaye sahiplik yapısı – Vekâlet maliyetleri ilişkisi

- $H_1$ : Sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

$H_2$ : Sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

#### 2) Sermaye Sahiplik Yapısı – Firma performansı ilişkisi

- $H_3$ : Sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

$H_4$ : Sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

## 4.2 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE YÖNTEMİ

Çalışmaya İMKB’de hisse senetleri işlem gören, imalat sektöründeki 128 firma dahil edilmiştir. Söz konusu firmaların, 2003-2007<sup>11</sup> yılları arasını kapsayan dönemdeki finansal verileri SPSS programına girilerek, sermaye sahiplik yapısının vekâlet maliyeti ile ilişkisi ve firma performansına olan etkileri, doğrusal regresyon ve korelasyon analizi ile incelenmiştir.

**Tablo 6: Analize Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı**

Sektörler	Firma Sayısı
Gıda, İçki ve Tütün	17
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	22
Kağıt, Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	12
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	20
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	20
Metal Ana Sanayi	11
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	23
Diğer İmalat Sanayi	3
Toplam	128

### 4.2.1 Analizde Kullanılan Değişkenler

Sermaye sahiplik yapısının, firma performansı ve vekâlet maliyeti üzerinde etkisinin bulunup bulunmadığının incelendiği analizlerde; bağımsız değişken olarak sermaye sahiplik yapısı, bağımlı değişken olarak ise firma performansı ve vekâlet maliyeti dikkate alınmıştır.

Performans ölçütü olarak Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, vekâlet maliyeti ölçütü olarak ise Faaliyet Gideri / Net Satışlar oranı kullanılmıştır.

<sup>11</sup> Ülkemizde 2003 ve 2004 yıllarında enflasyon muhasebesi uygulanmıştır. Çalışmada değişkenlerin hesaplanması için kullanılan 2003 ve 2004 yıllarına ait veriler enflasyon muhasebesi uygulanmış bilanço kalemleri dikkate alınarak; diğer yıllara ilişkin veriler ise, tarihi maliyet esasına göre hazırlanan bilanço kalemleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

**Piyasa Değeri / Defter Değeri:** Piyasa değeri, Şirketin borsada oluşan fiyata göre toplam değeridir. zsermaye, borçlar dŐŐıldükten sonra kalan aktifler olduğuna göre, defter değeri de hisse başına kalan kısımdır. PD/DD oranı ise, piyasa (borsa)'da Şirketin değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu ifade etmektedir.

**Faaliyet Gideri / Net Satışlar:** Bu oran, firma yönetiminin faaliyet giderlerini ne kadar etkin harcadığını ölçmektedir. İŞletmenin esas faaliyeti ile ilgili bulunan giderleri ve genel yönetim giderlerini kapsayan faaliyet giderlerinin satıŐlara oranla artması, yöneticilerin ve kurumsal yönetimi etkileyen en büyük hissedarların gereksiz imtiyazlar kullanması, firma kaynaklarının gelir artırıcı faaliyetler yerine lüks tüketim gibi giderlere harcanması, bu giderlerin en büyük hissedarlar tarafından kontrol edilememesi, vekâlet maliyetlerinin artması sonucunu doğurmaktadır.

Diğer taraftan, firmaların sahiplik yapıları incelenerek, 11 farklı gruba ayrılmıştır.

- 1. Yöneticiler:** Firmaların genel müdür ve yönetim kadrosunda bulunup, sermaye sahipliği yapısında payları gösterilen kişilerdir.
- 2. Yönetici Olmayanlar:** Firmada önemli derecede sermaye payları olan fakat yönetici veya aile mensubu olmayan kişilerdir.
- 3. Holding Şirketler:** Birden fazla firmayı yönetmek amacıyla kurulmuş holding Şirketlerin paylarını göstermektedir.
- 4. Finansal Şirketler:** Bankalar, sigorta Şirketleri ve diğer finansal Şirketlerin (menkul kıymetler A.Ő. , yardımlaşma sandıkları vb.) sermaye paylarının toplamı olarak incelenmektedir.
- 5. Finansal Olmayan Şirketler:** Finansman dışı alanlarda faaliyet gösteren Şirketlerin sermaye paylarının toplamı olarak alınmıştır.
- 6. Devlet:** Belediyeler, il özel idareleri ve zelleŐtirme idaresi baŐkanlıęı gibi devlet kurumlarının sermaye paylarının toplamı olarak alınmıştır.
- 7. Yabancı Şirketler:** Yabancı Şirketlerin sermaye paylarını göstermektedir.
- 8. Vakıflar:** Sosyal yardım, eğitim ve spor gibi genel amaçlara hizmet eden vakıfların sermaye paylarını ifade etmektedir.

**9. Aileler:** Soyadlarına bakılarak aileden olduğu açıkça görülebilen ve yöneticilerin içinde olmayan kişilerin, bu kişilerin eşleri, çocukları veya en yakın akrabaları olarak saptanabilen kişilerin sermaye payları tutarındır.

**10. Kooperatifler:** Tarım ve kredi kooperatifleri, pancar kooperatifi gibi kooperatif ibaresini içeren şirketlerin paylarını ifade etmektedir.

**11. Diğer Hissedarlar:** Halka açıklık oranı olarak da gösterilen diğer hissedarlar grubu, diğer küçük sermaye paylarına sahip kişilerin sermaye paylarının toplamı olarak sermaye sahipliği yapısında gösterilmiştir.

#### **4.2.2 Veri Kaynakları ve Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi**

Firmaların sahiplik yapıları, İMKB'nin internet sitesinde yayımlanan şirketler yıllığı verilerinden; finansal verileri ise, aracı kurumlara veri sağlayıcısı olarak hizmet veren Finnet firmasının internet sitesindeki veri tabanından temin edilmiştir. Sermaye sahiplik yapıları gruplandırılmış, performans ve vekâlet maliyeti ölçütleri ile analiz için hazır hale getirilmiştir. Doğrusal regresyon ve korelasyon analizleri SPSS programında gerçekleştirilmiştir.

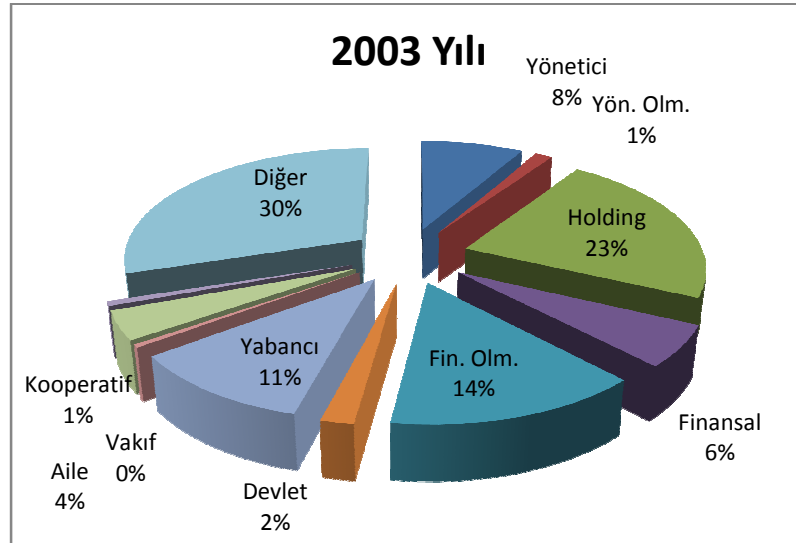
### **4.3 BULGULAR VE YORUM**

#### **4.3.1 Sermaye Sahiplik Yapısı Analizi**

Çalışmada ilk olarak firmaların sahiplik yapıları kategorize edilmiş ve 2003-2007 yılları arasındaki değişimleri belirlenmiştir. Firmaların sermaye paylarının tanımlayıcı istatistikleri ve grafiksel görünümü tablo 7-11 ve grafik 1-5'te detaylı bir şekilde yer almaktadır. Grafikler incelendiğinde, diğer hissedarlarla beraber; özellikle holdinglerin, finansal olmayan şirketlerin ve yabancı şirketlerin önemli ölçüde, firmalarda sermaye paylarına sahip oldukları görülmektedir.

**Tablo 7: Sermaye Gruplarının 2003 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri**

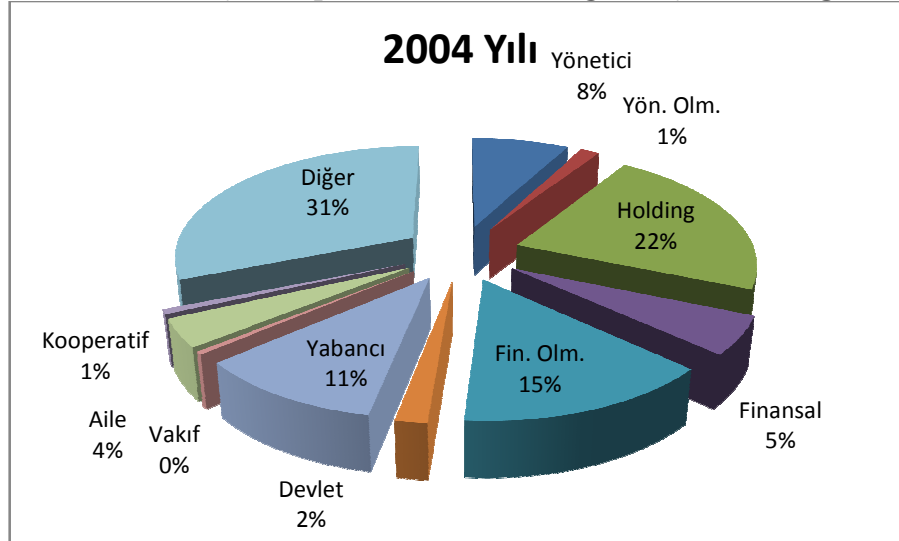
Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Yönetici	128	,00	72,12	8,1680	17,15122
Yönetici Olmayan	128	,00	60,36	1,3661	6,12211
Holding Sirket	128	,00	90,40	22,4927	26,97247
Finansal Sirket	128	,00	72,00	5,8208	15,28547
Finansal Olmayan Sirket	128	,00	87,30	14,3641	24,95520
Devlet	128	,00	95,86	1,8635	11,12201
Yabancı Sirket	128	,00	93,87	10,8286	23,02747
Vakif	128	,00	18,30	,4228	2,00618
Aile	128	,00	45,77	4,0532	9,40180
Kooperatif	128	,00	83,85	,6867	7,41618
Diğer Hissedarlar	128	,64	81,63	29,9336	16,26112
Valid N (listwise)	128				

**Grafik 1: Sermaye Gruplarının 2003 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)**

2003 yılı tanımlayıcı istatistiklerine göre, yöneticilerin 8,17; yönetici olmayanların 1,37; holding şirketlerin 22,49; finansal şirketlerin 5,82; finansal olmayan şirketlerin 14,36; devletin 1,86; yabancı şirketlerin 10,83; vakıfların 0,42; ailelerin 4,05; kooperatiflerin 0,69 ve diğer hissedarların 29,93 oranında firmalarda sermaye payları mevcuttur.

**Tablo 8: Sermaye Gruplarının 2004 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri****Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Yönetici	128	,00	72,12	7,7055	15,92881
Yönetici Olmayan	128	,00	60,36	1,4943	6,53027
Holding Sirket	128	,00	90,40	22,1519	26,55899
Finansal Sirket	128	,00	72,00	5,4073	14,77624
Finansal Olmayan Sirket	128	,00	87,30	14,5102	24,65652
Devlet	128	,00	95,86	1,7710	10,55689
Yabancı Sirket	128	,00	94,11	10,7498	23,02085
Vakif	128	,00	18,30	,4337	1,97647
Aile	128	,00	46,35	3,9844	9,34655
Kooperatif	128	,00	83,85	,6867	7,41618
Diğer Hissedarlar	128	,64	81,63	31,1052	16,57889
Valid N (listwise)	128				

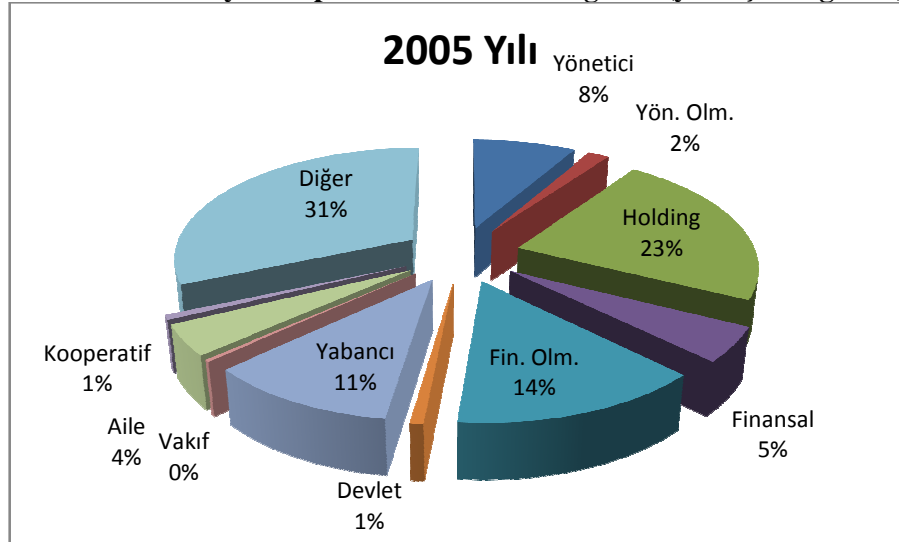
**Grafik 2: Sermaye Gruplarının 2004 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)**

2004 yılı tanımlayıcı istatistiklerine göre, yöneticilerin 7,71; yönetici olmayanların 1,49; holding şirketlerin 22,15; finansal şirketlerin 5,41; finansal olmayan şirketlerin 14,51; devletin 1,77; yabancı şirketlerin 10,75; vakıfların 0,43; ailelerin 3,98; kooperatiflerin 0,69 ve diğer hissedarların 31,11 oranında firmalarda sermaye payları mevcuttur.



**Tablo 9: Sermaye Gruplarının 2005 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri**

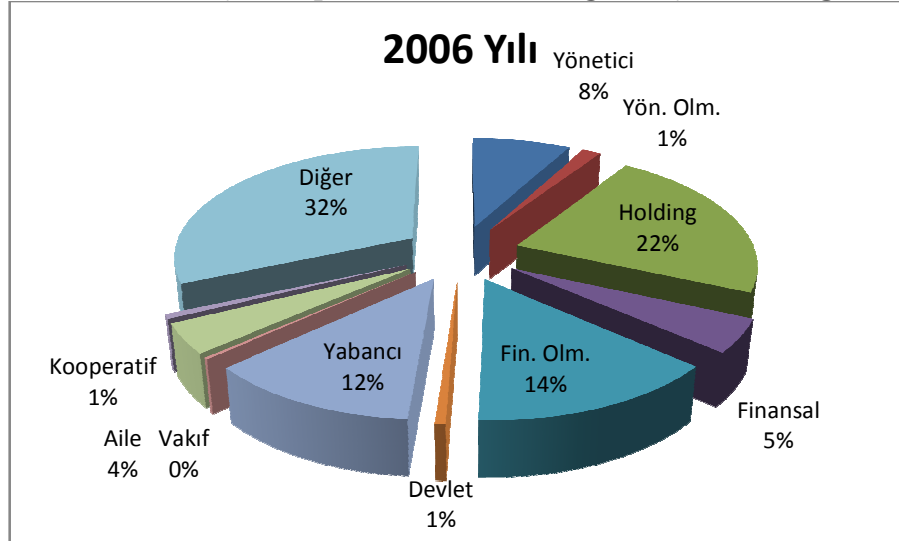
Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Yönetici	128	,00	88,61	8,2235	17,50692
Yönetici Olmayan	128	,00	60,36	1,6466	7,20856
Holding Sirket	128	,00	93,00	22,5691	27,03493
Finansal Sirket	128	,00	72,00	4,9143	14,43990
Finansal Olmayan Sirket	128	,00	87,30	14,1834	24,22026
Devlet	128	,00	61,32	,7424	5,83753
Yabancı Sirket	128	,00	95,36	10,8455	23,65533
Vakif	128	,00	8,27	,3099	1,27956
Aile	128	,00	46,35	4,3202	9,56340
Kooperatif	128	,00	83,85	,6867	7,41618
Diğer Hissedarlar	128	,64	84,73	31,5583	15,96685
Valid N (listwise)	128				

**Grafik 3: Sermaye Gruplarının 2005 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)**

2005 yılı tanımlayıcı istatistiklerine göre, yöneticilerin 8,22; yönetici olmayanların 1,65; holding şirketlerin 22,57; finansal şirketlerin 4,91; finansal olmayan şirketlerin 14,18; devletin 0,74; yabancı şirketlerin 10,85; vakıfların 0,31; ailelerin 4,32; kooperatiflerin 0,69 ve diğer hissedarların 31,56 oranında firmalarda sermaye payları mevcuttur.

**Tablo 10: Sermaye Gruplarının 2006 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri****Descriptive Statistics**

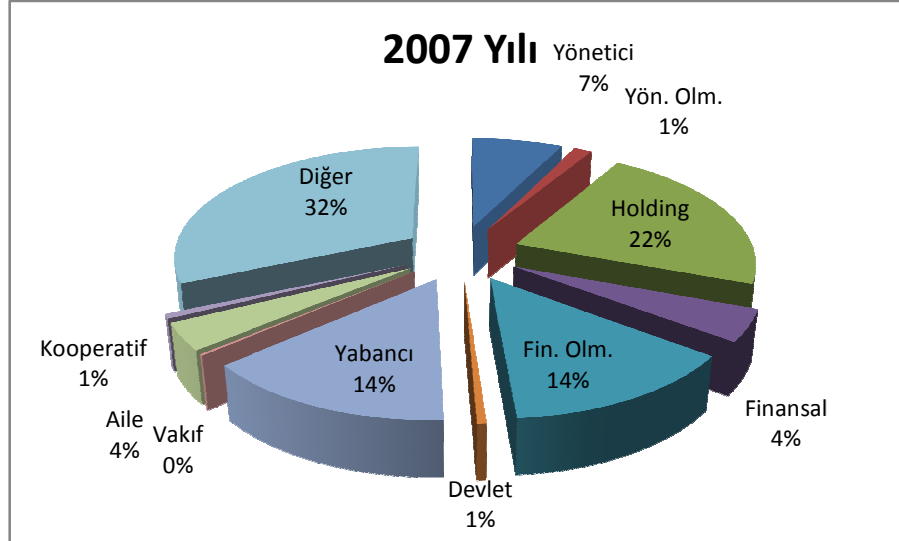
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Yönetici	128	,00	73,61	7,8335	16,31112
Yönetici Olmayan	128	,00	60,36	1,4616	6,83738
Holding Sirket	128	,00	91,11	22,4399	27,44167
Finansal Sirket	128	,00	72,00	4,7159	14,23524
Finansal Olmayan Sirket	128	,00	87,30	14,1470	24,91473
Devlet	128	,00	61,32	,5645	5,49805
Yabancı Sirket	128	,00	95,36	12,0870	24,18168
Vakif	128	,00	8,27	,2613	1,25210
Aile	128	,00	48,80	4,1999	9,82914
Kooperatif	128	,00	83,85	,6570	7,41122
Diğer Hissedarlar	128	,64	84,73	31,6323	15,75953
Valid N (listwise)	128				

**Grafik 4: Sermaye Gruplarının 2006 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)**

2006 yılı tanımlayıcı istatistiklerine göre, yöneticilerin 7,83; yönetici olmayanların 1,46; holding şirketlerin 22,44; finansal şirketlerin 4,72; finansal olmayan şirketlerin 14,15; devletin 0,56; yabancı şirketlerin 12,09; vakıfların 0,26; ailelerin 4,20; kooperatiflerin 0,66 ve diğer hissedarların 31,63 oranında firmalarda sermaye payları mevcuttur.

**Tablo 11: Sermaye Gruplarının 2007 Yılı Tanımlayıcı İstatistikleri**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Yönetici	128	,00	73,58	7,2806	15,89951
Yönetici Olmayan	128	,00	60,36	1,4023	6,85047
Holding Sirket	128	,00	95,07	22,0474	27,84406
Finansal Sirket	128	,00	72,00	4,4932	14,12431
Finansal Olmayan Sirket	128	,00	87,30	13,6134	24,47159
Devlet	128	,00	61,32	,5059	5,42610
Yabancı Sirket	128	,00	96,74	14,3410	26,92168
Vakif	128	,00	7,75	,2159	1,06713
Aile	128	,00	48,80	3,8320	9,58836
Kooperatif	128	,00	83,85	,6570	7,41122
Diğer Hissedarlar	128	,64	89,10	31,6112	17,04151
Valid N (listwise)	128				

**Grafik 5: Sermaye Gruplarının 2007 Yılı Dağılımı (yaklaşık değerler)**

2007 yılı tanımlayıcı istatistiklerine göre, yöneticilerin 7,28; yönetici olmayanların 1,40; holding şirketlerin 22,05; finansal şirketlerin 4,49; finansal olmayan şirketlerin 13,61; devletin 0,51; yabancı şirketlerin 14,34; vakıfların 0,22; ailelerin 3,83; kooperatiflerin 0,66 ve diğer hissedarların 31,61 oranında firmalarda sermaye payları mevcuttur.

### 4.3.2 Analiz Sonuçları: Sermaye Sahiplik Yapısı ile Vekâlet Maliyeti Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Bu bölümde, sermaye sahiplik yapısının vekâlet maliyetleri üzerine etkisinin bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Bağımsız değişken olan sahiplik yapısı ile bağımlı değişken olan faaliyet gideri / net satışlar oranı SPSS programına girilerek, aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, doğrusal regresyon ve korelasyon analizi ile incelenmiştir. Analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:<sup>12</sup>

**Tablo 12: 2003 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

		Coefficients <sup>a</sup>				
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	16,734	3,356		4,986	,000
	Yönetici	-,011	,062	-,024	-,177	,860
	Yönetici Olmayan	-,147	,132	-,113	-1,110	,269
	Holding Sirket	,012	,050	,040	,233	,816
	Finansal Sirket	-,027	,067	-,053	-,408	,684
	Finansal Olmayan Sirket	-,020	,053	-,063	-,382	,704
	Devlet	-,137	,079	-,191	-1,744	,084
	Yabancı Sirket	-,027	,048	-,079	-,570	,570
	Vakıf	,313	,359	,079	,872	,385
	Aile	-,078	,099	-,093	-,793	,430
	Kooperatif	-,099	,103	-,092	-,955	,342

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satışlar

2003 yılı regresyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Sig. değeri<sup>13</sup> incelendiğinde  $H_0$  hipotezinin reddini sağlayacak, 0,05 değerinden düşük bir değer karşımıza çıkmamaktadır. Bunun yanında Durbin-Watson<sup>14</sup> değeri 1,76 çıkmıştır ve bu da hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

<sup>12</sup> Regresyon analizlerine ilişkin Model Summary, ANOVA ve Residual Statistics tabloları Ek 1'de yer almaktadır.

<sup>13</sup> Bilindiği üzere, regresyon analizinin hipotezi F istatistiği ile test edilir. Bu değer anlamlılık düzeyini gösteren ise p (Sig.) değeridir.

<sup>14</sup> Hata terimleri arasında otokorelasyon olmaması koşulunun testi için hesaplanan Durbin-Watson değerinin 1,5 ile 2,5 arasında olması arzulanır.

**Tablo 13: 2003 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

		Faaliyet Gideri / Net Satışlar
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	-,021
	Sig. (2-tailed)	,817
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,098
	Sig. (2-tailed)	,270
	N	128
Holding Şirket	Pearson Correlation	,157
	Sig. (2-tailed)	,076
	N	128
Finansal Şirket	Pearson Correlation	-,005
	Sig. (2-tailed)	,952
	N	128
Finansal Olmayan Şirket	Pearson Correlation	-,004
	Sig. (2-tailed)	,961
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,169
	Sig. (2-tailed)	,056
	N	128
Yabancı Şirket	Pearson Correlation	-,013
	Sig. (2-tailed)	,882
	N	128
Vakıf	Pearson Correlation	,080
	Sig. (2-tailed)	,366
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,055
	Sig. (2-tailed)	,536
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,079
	Sig. (2-tailed)	,378
	N	128

2003 yılı korelasyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

**Tablo 14: 2004 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	14,731	3,137		4,696	,000
Yönetici	,014	,064	,029	,224	,823
Yönetici Olmayan	-,058	,119	-,049	-,484	,629
Holding Sirket	,020	,048	,068	,409	,683
Finansal Sirket	-,005	,065	-,010	-,079	,937
Finansal Olmayan Sirket	,001	,051	,003	,019	,985
Devlet	-,127	,080	-,173	-1,583	,116
Yabancı Sirket	-,011	,046	-,034	-,248	,804
Vakif	,169	,359	,043	,470	,639
Aile	-,025	,097	-,030	-,257	,798
Kooperatif	-,073	,101	-,070	-,724	,470

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satışlar

2004 yılı regresyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Durbin-Watson değeri 1,73 çıkmıştır ve bu da hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

**Tablo 15: 2004 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

		Faaliyet Gideri / Net Satışlar
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	,014
	Sig. (2-tailed)	,874
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,048
	Sig. (2-tailed)	,592
	N	128
Holding Şirket	Pearson Correlation	,108
	Sig. (2-tailed)	,224
	N	128
Finansal Şirket	Pearson Correlation	-,002
	Sig. (2-tailed)	,980
	N	128
Finansal Olmayan Şirket	Pearson Correlation	,009
	Sig. (2-tailed)	,922
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,177*
	Sig. (2-tailed)	,046
	N	128
Yabancı Şirket	Pearson Correlation	-,020
	Sig. (2-tailed)	,823
	N	128
Vakıf	Pearson Correlation	,043
	Sig. (2-tailed)	,630
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,007
	Sig. (2-tailed)	,940
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,071
	Sig. (2-tailed)	,425
	N	128

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2004 yılı korelasyon analizi sonucuna göre, devletin sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı (negatif doğrusal) bir ilişki söz konusudur. Fakat gerek regresyon analizi sonucu gerekse 2004 yılında devletin sermaye payı olan firmalar incelendiğinde sermaye sahiplik yapısının vekâlet maliyetlerini etkilediğini söylemek tutarlı bir sonuç olmayacaktır. Çünkü 2004 yılında 128 firma içinde sadece 5 firmada devletin sermaye sahipliği tespit edilmiştir.

**Tablo 16: 2005 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,568	3,441		4,524	,000
	Yönetici	,003	,062	,008	,056	,955
	Yönetici Olmayan	-,041	,120	-,037	-,341	,733
	Holding Sirket	,003	,052	,011	,061	,951
	Finansal Sirket	,004	,071	,007	,053	,958
	Finansal Olmayan Sirket	-,022	,057	-,067	-,381	,704
	Devlet	-,108	,137	-,080	-,793	,429
	Yabancı Sirket	-,008	,050	-,023	-,156	,876
	Vakif	,366	,573	,059	,638	,525
	Aile	-,010	,099	-,012	-,097	,923
	Kooperatif	-,081	,105	-,076	-,768	,444

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satıslar

2005 yılı regresyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Durbin-Watson değeri 1,72 çıkmıştır ve bu da hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir.



**Tablo 17: 2005 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

		Faaliyet Gideri / Net Satışlar
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	,019
	Sig. (2-tailed)	,829
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,040
	Sig. (2-tailed)	,655
	N	128
Holding Şirket	Pearson Correlation	,062
	Sig. (2-tailed)	,486
	N	128
Finansal Şirket	Pearson Correlation	,022
	Sig. (2-tailed)	,802
	N	128
Finansal Olmayan Şirket	Pearson Correlation	-,050
	Sig. (2-tailed)	,574
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,077
	Sig. (2-tailed)	,386
	N	128
Yabancı Şirket	Pearson Correlation	,002
	Sig. (2-tailed)	,981
	N	128
Vakıf	Pearson Correlation	,052
	Sig. (2-tailed)	,559
	N	128
Aile	Pearson Correlation	,015
	Sig. (2-tailed)	,865
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,072
	Sig. (2-tailed)	,421
	N	128

2005 yılı korelasyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

**Tablo 18: 2006 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	14,811	3,716		3,985	,000
	Yönetici	,032	,073	,059	,436	,664
	Yönetici Olmayan	-,062	,134	-,048	-,463	,644
	Holding Sirket	,010	,057	,030	,168	,867
	Finansal Sirket	,033	,078	,054	,419	,676
	Finansal Olmayan Sirket	-,018	,061	-,053	-,305	,761
	Devlet	-,162	,156	-,102	-1,037	,302
	Yabancı Sirket	,012	,054	,034	,224	,823
	Vakif	,890	,646	,128	1,377	,171
	Aile	-,087	,103	-,098	-,842	,402
	Kooperatif	-,083	,115	-,071	-,726	,469

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satışlar

2006 yılı regresyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Durbin-Watson değeri 1,73 çıkmıştır ve bu da hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

**Tablo 19: 2006 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

		Faaliyet Gideri / Net Satışlar
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	,003
	Sig. (2-tailed)	,971
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,053
	Sig. (2-tailed)	,549
	N	128
Holding Şirket	Pearson Correlation	,061
	Sig. (2-tailed)	,493
	N	128
Finansal Şirket	Pearson Correlation	,058
	Sig. (2-tailed)	,514
	N	128
Finansal Olmayan Şirket	Pearson Correlation	-,041
	Sig. (2-tailed)	,642
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,095
	Sig. (2-tailed)	,284
	N	128
Yabancı Şirket	Pearson Correlation	,044
	Sig. (2-tailed)	,620
	N	128
Vakıf	Pearson Correlation	,104
	Sig. (2-tailed)	,241
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,075
	Sig. (2-tailed)	,397
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,073
	Sig. (2-tailed)	,415
	N	128

2006 yılı korelasyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

**Tablo 20: 2007 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	10,077	11,414		,883	,379
	Yönetici	,022	,227	,012	,095	,925
	Yönetici Olmayan	,776	,430	,189	1,802	,074
	Holding Sirket	,123	,174	,122	,707	,481
	Finansal Sirket	,083	,246	,042	,336	,737
	Finansal Olmayan Sirket	,136	,190	,118	,715	,476
	Devlet	-,083	,506	-,016	-,164	,870
	Yabancı Sirket	,059	,159	,056	,369	,713
	Vakif	-,042	2,464	-,002	-,017	,986
	Aile	,084	,342	,029	,246	,806
	Kooperatif	-,038	,370	-,010	-,104	,917

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

2007 yılı regresyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Durbin-Watson değeri 1,99 çıkmıştır ve bu da hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

**Tablo 21: 2007 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti**

		Faaliyet Gideri / Net Satışlar
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	-,036
	Sig. (2-tailed)	,685
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	,156
	Sig. (2-tailed)	,079
	N	128
Holding Şirket	Pearson Correlation	,029
	Sig. (2-tailed)	,746
	N	128
Finansal Şirket	Pearson Correlation	-,013
	Sig. (2-tailed)	,884
	N	128
Finansal Olmayan Şirket	Pearson Correlation	,035
	Sig. (2-tailed)	,696
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,039
	Sig. (2-tailed)	,660
	N	128
Yabancı Şirket	Pearson Correlation	-,027
	Sig. (2-tailed)	,760
	N	128
Vakıf	Pearson Correlation	,007
	Sig. (2-tailed)	,941
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,031
	Sig. (2-tailed)	,730
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,033
	Sig. (2-tailed)	,710
	N	128

2007 yılı korelasyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

Genel bir değerlendirme yaptığımızda; analiz sonuçları, hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını (D-W değeri: 1,723 ile 1,990 arasında) göstermektedir. Yapılan regresyon analizlerinde sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Korelasyon analizlerinde ise sadece 2004 yılında devletin sermaye sahipliği ile vekâlet maliyeti arasında istatistiksel olarak anlamlı (negatif doğrusal) bir ilişki bulunmuştur. Fakat söz konusu yıla ilişkin veriler incelendiğinde, 128 firmanın sadece 5'inde devletin sermaye payının tespit edildiği düşünülürse, genel anlamda devletin sermaye sahipliğinin vekâlet maliyetlerini etkilediğini söylemek tutarlı bir sonuç olmayacaktır. Sonuç olarak, Türkiye'de 2003 – 2007 yılları arasını kapsayan dönem için yapılan analizler sonucunda;  $H_2$  hipotezi reddedilip, “Sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur” şeklinde oluşturulmuş olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir.

#### **4.3.3 Analiz Sonuçları: Sermaye Sahiplik Yapısı ile Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

Bu bölümde, sermaye sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkisinin bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Bağımsız değişken olan sahiplik yapısı ile bağımlı değişken olan piyasa değeri / defter değeri oranı SPSS programına girilerek, aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, doğrusal regresyon ve korelasyon analizi ile incelenmiştir. Analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Regresyon analizine ilişkin Model Summary, ANOVA ve Residual Statistics tabloları Ek 2'de yer almaktadır.

**Tablo 22: 2003 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Performans****Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,779	,344		2,262	,026
Yönetici	,013	,006	,266	2,028	,045
Yönetici Olmayan	-,004	,014	-,032	-,321	,748
Holding Sirket	,006	,005	,193	1,154	,251
Finansal Sirket	,003	,007	,055	,433	,666
Finansal Olmayan Sirket	,001	,005	,032	,199	,843
Devlet	,002	,008	,023	,213	,832
Yabancı Sirket	,009	,005	,247	1,796	,075
Vakif	,015	,037	,036	,398	,691
Aile	-,007	,010	-,080	-,690	,491
Kooperatif	,010	,011	,086	,903	,368

a. Dependent Variable: Piyasa Değeri / Defter Değeri

2003 yılı regresyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Durbin-Watson değeri 1,96 çıkmıştır ve bu da hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

**Tablo 23: 2003 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Performans**

		Piyasa Degeri / Defter Degeri
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	,114
	Sig. (2-tailed)	,199
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,092
	Sig. (2-tailed)	,304
	N	128
Holding Sirket	Pearson Correlation	,087
	Sig. (2-tailed)	,327
	N	128
Finansal Sirket	Pearson Correlation	-,045
	Sig. (2-tailed)	,611
	N	128
Finansal Olmayan Sirket	Pearson Correlation	-,141
	Sig. (2-tailed)	,112
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,045
	Sig. (2-tailed)	,610
	N	128
Yabancı Sirket	Pearson Correlation	,170
	Sig. (2-tailed)	,055
	N	128
Vakif	Pearson Correlation	,017
	Sig. (2-tailed)	,846
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,069
	Sig. (2-tailed)	,437
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	,048
	Sig. (2-tailed)	,589
	N	128

2003 yılı korelasyon analizi sonucuna göre, sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.



**Tablo 24: 2004 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Performans**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,776	,622		1,249	,214
	Yönetici	,012	,013	,121	,945	,347
	Yönetici Olmayan	,006	,024	,024	,248	,805
	Holding Sirket	,006	,010	,093	,576	,566
	Finansal Sirket	,001	,013	,014	,114	,909
	Finansal Olmayan Sirket	,004	,010	,063	,399	,690
	Devlet	,001	,016	,008	,075	,940
	Yabancı Sirket	,024	,009	,346	2,579	,011
	Vakif	-,039	,071	-,049	-,553	,582
	Aile	,007	,019	,043	,378	,706
	Kooperatif	,005	,020	,025	,270	,788

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

2004 yılı regresyon analizi sonucuna göre, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği (Sig. değeri 0,01) ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Bununla birlikte, Durbin-Watson 1,98 değerini almıştır ve hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı görülmektedir.

**Tablo 25: 2004 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans**

		Piyasa Degeri / Defter Degeri
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	,041
	Sig. (2-tailed)	,648
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,005
	Sig. (2-tailed)	,952
	N	128
Holding Sirket	Pearson Correlation	-,022
	Sig. (2-tailed)	,809
	N	128
Finansal Sirket	Pearson Correlation	-,080
	Sig. (2-tailed)	,369
	N	128
Finansal Olmayan Sirket	Pearson Correlation	-,092
	Sig. (2-tailed)	,304
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,052
	Sig. (2-tailed)	,560
	N	128
Yabancı Sirket	Pearson Correlation	,283**
	Sig. (2-tailed)	,001
	N	128
Vakif	Pearson Correlation	-,039
	Sig. (2-tailed)	,662
	N	128
Aile	Pearson Correlation	,001
	Sig. (2-tailed)	,992
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,007
	Sig. (2-tailed)	,935
	N	128

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

2004 yılı korelasyon analizi sonucu, regresyon analizi sonucunu destekler niteliktedir. Korelasyon değeri 0,28 olup; yabancı şirketlerin sermaye sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı (pozitif doğrusal) bir ilişkinin mevcut olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir deyişle, yabancı şirketlerin Türk firmalarındaki sermaye payları arttıkça, firmaların performansları da artmaktadır.

**Tablo 26: 2005 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Performans**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,780	,804		,971	,333
	Yönetici	,008	,014	,074	,571	,569
	Yönetici Olmayan	,012	,028	,046	,444	,658
	Holding Sirket	,014	,012	,199	1,173	,243
	Finansal Sirket	,010	,017	,078	,630	,530
	Finansal Olmayan Sirket	,012	,013	,155	,927	,356
	Devlet	,004	,032	,013	,135	,893
	Yabancı Sirket	,034	,012	,414	2,917	,004
	Vakif	-,074	,134	-,049	-,550	,583
	Aile	,007	,023	,034	,295	,769
	Kooperatif	,006	,025	,022	,232	,817

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

2005 yılı regresyon analizi sonucuna göre, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği (Sig. değeri 0,004) ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Bununla birlikte, Durbin-Watson 2,14 değerini almıştır ve hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı görülmektedir.

**Tablo 27: 2005 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans**

		Piyasa Degeri / Defter Degeri
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	-,084
	Sig. (2-tailed)	,347
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	-,044
	Sig. (2-tailed)	,621
	N	128
Holding Sirket	Pearson Correlation	,034
	Sig. (2-tailed)	,705
	N	128
Finansal Sirket	Pearson Correlation	-,044
	Sig. (2-tailed)	,619
	N	128
Finansal Olmayan Sirket	Pearson Correlation	-,058
	Sig. (2-tailed)	,514
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,047
	Sig. (2-tailed)	,596
	N	128
Yabancı Sirket	Pearson Correlation	,313**
	Sig. (2-tailed)	,000
	N	128
Vakif	Pearson Correlation	-,038
	Sig. (2-tailed)	,669
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,092
	Sig. (2-tailed)	,302
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,026
	Sig. (2-tailed)	,773
	N	128

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

2004 yılında olduğu gibi, 2005 yılı korelasyon analizi sonucunda da, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı (pozitif doğrusal) bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon değeri 0,31'dir.

**Tablo 28: 2006 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Performans**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,691	,600		1,151	,252
	Yönetici	,005	,012	,051	,389	,698
	Yönetici Olmayan	,033	,022	,154	1,520	,131
	Holding Sirket	,014	,009	,257	1,496	,137
	Finansal Sirket	,009	,013	,091	,738	,462
	Finansal Olmayan Sirket	,010	,010	,167	,994	,322
	Devlet	-,001	,025	-,003	-,030	,976
	Yabancı Sirket	,024	,009	,402	2,774	,006
	Vakif	,026	,104	,022	,249	,803
	Aile	,009	,017	,061	,545	,587
	Kooperatif	,006	,019	,030	,317	,752

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

2006 yılı regresyon analizi sonucuna göre, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği (Sig. değeri 0,006) ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Bununla birlikte, Durbin-Watson 2,14 değerini almıştır ve hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı görülmektedir.

**Tablo 29: 2006 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları – Performans**

		Piyasa Degeri / Defter Degeri
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	-,120
	Sig. (2-tailed)	,178
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	,059
	Sig. (2-tailed)	,505
	N	128
Holding Sirket	Pearson Correlation	,067
	Sig. (2-tailed)	,450
	N	128
Finansal Sirket	Pearson Correlation	-,052
	Sig. (2-tailed)	,561
	N	128
Finansal Olmayan Sirket	Pearson Correlation	-,068
	Sig. (2-tailed)	,443
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,061
	Sig. (2-tailed)	,497
	N	128
Yabancı Sirket	Pearson Correlation	,270**
	Sig. (2-tailed)	,002
	N	128
Vakif	Pearson Correlation	,010
	Sig. (2-tailed)	,909
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,086
	Sig. (2-tailed)	,336
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,026
	Sig. (2-tailed)	,773
	N	128

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

2006 yılı korelasyon analizi sonucunda yine, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı (pozitif doğrusal) bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon değeri 0,27'dir.

**Tablo 30: 2007 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Performans**

		Coefficients <sup>a</sup>				
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,954	,581		1,643	,103
	Yönetici	,008	,012	,091	,732	,466
	Yönetici Olmayan	,045	,022	,208	2,046	,043
	Holding Sirket	,012	,009	,227	1,357	,177
	Finansal Sirket	,007	,013	,071	,589	,557
	Finansal Olmayan Sirket	,007	,010	,121	,755	,452
	Devlet	,003	,026	,010	,101	,920
	Yabancı Sirket	,019	,008	,355	2,404	,018
	Vakif	,032	,125	,023	,256	,798
	Aile	,012	,017	,077	,683	,496
	Kooperatif	,001	,019	,005	,057	,955

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

2007 yılı regresyon analizi sonucuna göre, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği (Sig. değeri 0,01) ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Bununla birlikte, Durbin-Watson 2,20 değerini almıştır ve hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı görülmektedir.

**Tablo 31: 2007 Yılı Korelasyon Analizi Sonuçları - Performans**

		Piyasa Degeri / Defter Degeri
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	128
Yönetici	Pearson Correlation	-,039
	Sig. (2-tailed)	,662
	N	128
Yönetici Olmayan	Pearson Correlation	,128
	Sig. (2-tailed)	,148
	N	128
Holding Sirket	Pearson Correlation	,037
	Sig. (2-tailed)	,676
	N	128
Finansal Sirket	Pearson Correlation	-,063
	Sig. (2-tailed)	,479
	N	128
Finansal Olmayan Sirket	Pearson Correlation	-,096
	Sig. (2-tailed)	,281
	N	128
Devlet	Pearson Correlation	-,043
	Sig. (2-tailed)	,631
	N	128
Yabancı Sirket	Pearson Correlation	,215*
	Sig. (2-tailed)	,015
	N	128
Vakif	Pearson Correlation	-,003
	Sig. (2-tailed)	,971
	N	128
Aile	Pearson Correlation	-,039
	Sig. (2-tailed)	,660
	N	128
Kooperatif	Pearson Correlation	-,046
	Sig. (2-tailed)	,604
	N	128

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2007 yılı korelasyon analizi sonucunda, bir önceki yılda olduğu gibi yabancı şirketlerin sermaye sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı (pozitif doğrusal) bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon değeri 0,22'dir.



Genel bir değerlendirme yaptığımızda; analiz sonuçları, hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını (D-W değeri: 1,958 ile 2,197 arasında) göstermektedir. 2003 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Diğer taraftan; 2004, 2005, 2006 ve 2007 yılları regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, yabancı şirketlerin (Sig. değeri 0,004 ile 0,018 arasındadır) sermaye sahipliği ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin mevcut olduğu görülmektedir. Korelasyon analizi sonuçlarına göre, yabancı şirketlerin sermaye sahipliği ile firma performansı arasında pozitif doğrusal ilişki söz konusudur. Yabancı şirketlerin, Türk şirketlerindeki sermaye payları arttıkça, firmaların performansları da artmaktadır. Sonuç olarak, Türkiye’de 2003 – 2007 yılları arasında kapsayan dönem için yapılan analizler sonucunda;  $H_3$  hipotezi reddedilip, “Sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır” şeklinde oluşturulmuş olan  $H_4$  hipotezi kabul edilmiştir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Firma çıkar gruplarının; özellikle de yönetici, hissedar ve borç verenler olarak tanımlanan firma hak sahiplerinin kendi çıkarlarını maksimize etmek için firma politikalarını etkilemeye çalışmalarından kaynaklanan problemler ve firmanın sürekliliğinin sağlanması amacıyla söz konusu problemlerin önlenmesine yönelik olarak katlanılan maliyetlerin konusunu oluşturduğu vekâlet teorisi; iktisat, finans ve yönetim bilimleri ağırlıklı olmak üzere birçok disiplinin ilgilendiği önemli konulardan birisidir. Yetki devrinin yol açtığı sahiplik ve kontrol ayrımından kaynaklanan vekâlet teorisi, pek çok kavramla ilişkilendirilmiştir. Modern firma, kurumsal yönetim, sermaye sahiplik yapısı, yetki devri, vekâlet problemleri ve maliyetleri söz konusu kavramların bazılarıdır. Vekâlet teorisi genel itibariyle, vekâlet veren ve vekil arasındaki problemleri ele almakta olup bu problemlerden kaynaklanan vekâlet maliyetlerini minimize etmeyi amaçlamaktadır.

Modern firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımı sonucu oluşan vekâlet ilişkisi; Berle ve Means (1932), Jensen ve Meckling (1976), Fama ve Jensen (1983) başta olmak üzere birçok araştırmacı tarafından incelenmiş önemli bir konudur. Berle ve Means modern firmayı, sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrıldığı organizasyon birimi olarak açıklamakta; söz konusu ayrılığın performans azalmasına yol açtığından hareketle, vekâlet maliyetlerinin kaynağına işaret etmiştir. Jensen ve Meckling, sermaye sahipliğinin ve yönetimin ayrılması sonucunda, firma değerinin maksimize edilmesi ve hissedar zenginliğinin sağlanması amaçlarında sapmalar oluşacağını ifade etmiştir.

Çalışmanın analiz bölümü, söz konusu sermaye sahipliği ve kontrol ayrımından hareketle, farklı sermaye sahipliği yapılarında firmaların performanslarında değişim yaşanıp yaşanmadığını araştırmaya yönelik yapılan bir uygulamayı içermektedir.

Analiz bölümünün oluşturulmasında, öncelikle konuyla ilgili çalışmalar incelenmiş ve araştırma yöntemi belirlenmiştir. İMKB’de hisse senetleri işlem gören 128 firma analize dahil edilerek, sermaye grupları oluşturulmuş ve yıllara göre dağılımı belirlenmiştir. Halka açık olan hisselerle beraber, özellikle holdinglerin, finansal olmayan şirketlerin ve yabancı şirketlerin önemli ölçüde, firmalarda sermaye paylarının oldukları görülmüştür.

Sermaye grupları oluşturulduktan sonra, doğrusal regresyon ve korelasyon analizleri yapılarak, farklı sermaye yapılarının vekâlet maliyetleri ve firma performansı üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Analizlerin sonucunda; sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Diğer taraftan, firma performansı ile yabancı şirketlerin sermaye payları arasında istatistiksel olarak anlamlı (pozitif doğrusal) bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle, yabancı şirketlerin Türk firmalarındaki sermaye payları arttıkça söz konusu firmaların performansları da artmaktadır. Analiz sonucunda, vekâlet maliyetlerinin İMKB’de hisse senetleri işlem gören imalat sektöründeki Türk firmaları için henüz ciddi bir sorun haline gelmediği görülse de, firma sahip ve yöneticilerinin söz konusu maliyetleri dikkatle gözlemlenmeleri, firma paydaşlarına olumlu bir sonuç olarak yansiyacaktır.

Sonuç olarak, Türkiye’de 2003 – 2007 yılları arasını kapsayan dönem için yapılan analizler sonucunda;  $H_2$  hipotezi reddedilip, “Sermaye sahiplik yapısı ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur” şeklinde oluşturulmuş olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir. Diğer taraftan;  $H_3$  hipotezi reddedilip, “Sermaye sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır” şeklinde oluşturulmuş olan  $H_4$  hipotezi kabul edilmiştir.

## KAYNAKLAR

Activeline (2004); "Vekâlet Maliyetlerine Dikkat", Active Academy Araştırma Merkezi, Şubat ayı, sayfa: 1-6.

AKARKARASU, Nahit (2000); ""Halka Açık Şirketlerde İç Denetim ve Denetim Kurullarının Etkinleştirilmesi İçin Öneriler"", Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, İstanbul, sayfa: 1-106.

AKDERE, Mesut & AZEVEDO, Ross E. (2006); "Agency Theory Implications for Efficient Contracts in Organization Development", Organization Development Journal, Vol. 24, no:2, sayfa: 43-54.

AKIN, Adnan (2004); "Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri", Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı: 22, sayfa: 127-148.

AKIN, Özgür; "Kurumsallık", Marmara Üniversitesi,  
<http://www.ozyazilim.com/ozgur/marmara/orgut/kurumsallik.htm>

AKTAN, Coşkun Can (2006); "Kurumsal Şirket Yönetimi", sayfa: 1-27.  
[www.canaktan.org](http://www.canaktan.org)

ANG, James S. & COLE, Rebel A. & LIN, James W. (2000); "Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, sayfa: 81-106.

AYDIN, Nurhan, COŞKUN, Metin, BAKIR, Hasan, CEYLAN, Ali & BAŞAR, Mehmet (2003); "Finansal Yönetim", Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayını, No: 779, Eskişehir.

BATHALA T. Chenchuramaiah & MOON, Kenneth P. & RAO, Ramesh P. (1994); "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", Financial Management, Vol. 23 No:3, sayfa: 38-50.

BERLE, A. A. and MEANS, G. C. (1932); "The Modern Corporation and Private Property" (revised edition, 1967) Harcourt Brace and World, Inc, New York.

BRAILSFORD, Timothy J. & OLIVER, Barry R. & PUA, Sandra L. H. (2002); "On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure", Accounting and Finance, Vol. 42, sayfa: 1-26.

BÜYÜKKARA, Z.Göknur (2002); "Sermaye Sahipliği Yapısının Şirket Performansına Etkileri ve İMKB'de Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

CEYLAN, Ali, (2003), "İşletmelerde Finansal Yönetim", Ekin Kitabevi, 8. Baskı, Bursa.

COMBS, James G. & KETCHEN JR, David J. & PERRYMAN Alexa A. & DONAHUE, Maure S. (2007), "The Moderating Effect of CEO Power on the Board Composition - Firm Performance Relationship", *Journal of Management Studies*, 44:8, December, sayfa: 1299-1323.

CORE, J.E. & HOLTHAUSEN, R.W. & LARCKER, D.F. (1999); "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 No.3, sayfa: 371-406.

DAVIS, J. H. & SCHOORMAN, F. D. & DONALDSON, L. (1997); "Toward a Stewardship Theory of Management", *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, sayfa: 20-47.

DEMSETZ, Harold & LEHN, Kenneth (1985); "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, sayfa: 1155-1177.

DEMSETZ, Harold & VILLALONGA, Belen (2001); "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 sayfa: 209-233.

DEMSETZ, Harold (1983); "The Structure of Ownership and The Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, sayfa: 375-390.

DONALDSON, L. (1990); "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review*, Vol. 15, sayfa: 369-381.

DONALDSON L. & DAVIS, J. H. (1991); "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, sayfa: 49-64.

DOUKAS, John & KIM, Chansog (Francis) & PANTZALIS, Christos (2000); "Security Analysis, Agency Costs, and Firm Characteristics", *Financial Analysts Journal - Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, sayfa: 1-22.

DUDAROĞLU, Mehmet (2005); "Aile Şirketlerinin Kurumsallaşması", *Taysad Dergisi*, Sayı 26, <http://www.taysad.org.tr/taysaddergi/26/sayi26.html>

EASTERBROOK, Frank H. (1984); "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", The American Economic Review, Vol. 74, No. 4, sayfa: 650-659.

EFİL, İsmail (2002); "İşletmelerde Yönetim ve Organizasyon", 7. Baskı, Alfa, Bursa.

EISENBERG, Melvin (1976); "The Structure of the Corporation: A Legal Analysis", Little,Brown and Co., Boston, MA.

EISENHARDT, Kathleen M., (1989); "Agency Theory: An Assessment and Review", Academy of Management Review, Vol. 14, No:1, sayfa: 57-74.

FAMA, E. F. & JENSEN, M. C. (1983a); "The Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, Vol. 26, sayfa: 301-325.

FAMA, E. F. & JENSEN, M. C. (1983b); "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law and Economics, Vol. 26, sayfa: 327-349.

FİNNET Veri Tabanı, <http://www.finnet.com.tr/finnet2000/index.aspx>

FREEMAN, R. E. & McVEA, J. (2001); "A Stakeholder Approach to Strategic Management", Working Paper, No: 01-02, sayfa: 1-31.

GASAWAY, J. William (2000); "An Agency Theory Based Analysis of Management of Ownership and Firm Performance in High Technology Firms", Doctorate Thesis, The State University of New Jersey.

GÜRSOY, Güner & AYDOĞAN, Kürşat (1998); "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies", International Global Finance Conference, Istanbul.

HERMALIN, Benjamin E. & WEISBACH, Michael S. (1991); "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", Financial Management, Vol. 20, No. 4 sayfa: 101-112.

İMKB Şirketler Yıllığı, <http://www.imkb.gov.tr/sirket/sy.htm>

JENSEN Gerald R. & SOLBERG, Donald P. & ZORN, Thomas S. (1992); "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27 No:2, sayfa: 247-263.

JENSEN, M. & MECKLING W. (1976); "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, III, sayfa: 305-360.

JENSEN, Michael & SMITH, Clifford (1985), "Stockholders, Managers and Creditor Interests: Applications of Agency Theory", *Recent Advances in Corporate Finance*, E. Altman and M. Subrahmanyam, Editors (Dow-Jones Irwin), sayfa: 1-45.

JENSEN, Michael (1986); "Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, sayfa: 1-14.

JOHNSON, Simon & LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei (2000); "Tunnelling", *American Economic Review Papers & Proceedings*, sayfa: 1-13.

KIRCHMAIER, Thomas & GRANT, Jeremy (2006); "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe", CEP Discussion Paper No: 0631.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (1998); "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, sayfa: 1-53.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei (1998); "Corporate Ownership Around the World", Harvard University, sayfa: 1-61.

LICHTENBERG, Frank & PUSHNER, George (1992); "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", Nber Working Papers Series, Working Paper No: 4092.

LINS, Karl V. (2002); "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", Working Paper Series, University of Utah.

MAHER, Maria & ANDERSSON, Thomas (1999); "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", OECD Secretariat, sayfa: 1-51.

MAYER, Colin & ALEXANDER, Ian (1991); "Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Companies" Discussion Paper Series, no:571.

McCOLGAN, Patrick (2001); "Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a UK Perspective", Department of Accounting and Finance Working Paper, University of Strathclyde, Glasgow.

MORCK, R. & SHLEIFER A. & VISHNY, R. (1988); "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, sayfa: 293-315.

MUCUK, İsmet (1989); "Modern İşletmecilik", Dördüncü Basım, Der Yayınları, İstanbul.

MUDAMBI, Ram & NICOSIA, Carmela (1995); "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry", Wincott Discussion Papers, No: 7.

OECD (2004); "Principles Of Corporate Governance", OECD Publications, Paris, sayfa: 1-67.

OOGHE, H.& LANGHE, T.D. (2002); "The Anglo-American versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium", European Business Review, Vol. 14, No. 6, sayfa: 437-449.

OSNABRUGGE, Mark Van (2000); "A Comparision of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis", Venture Capital, Vol. 2, sayfa: 91-109.

ÖNDER, Zeynep (2000); "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketlerin Performansına Etkileri", Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 2, sayfa: 51-68.

PASLI, A. (2004); "Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi", Beta Yayım Dağıtım, İstanbul.

PEDERSEN, Torben & THOMSEN, Steen (1997); "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study", Journal of International Business Studies, Vol. 28, sayfa: 759-778.

PETERSON, Pamela P. (1994); "Financial Management and Analysis", New York: McGraw-Hill.

SABUNCUOĞLU, Zeyyat & TOKOL, Tuncer (2001); "İşletme", Ezgi Yayınları, Bursa.

SHANKMAN, Neil A. (1999); "Reframing the Debate Between Agency and Stakeholder Theories of the Firm", Journal of Business Ethics, 19, sayfa: 319-334.

SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert W. (1986); "Large Shareholders and Corporate Control", Journal of Political Economy, sayfa: 461-488.

SMITH, Adam (1776); "The Wealth of Nations",(Ulusların Zenginliği), Çev., Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan yay., 2. Baskı, İstanbul, 1985, sayfa: 233-238.



SÖYLEMEZ, Caner (2007); "İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

SPEAR & CORNFORTH & AIKEN (2007); "Governance and Social Enterprise", Open University, Milton Keynes, UK SERConference July 07 at Southbank University, sayfa 1-25.

Sermaye Piyasası Kurulu (2005); "Kurumsal Yönetim İlkeleri", Şubat, sayfa: 1-56. [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

TEZÖLMEZ, S. Hande Uysal & GÖKŞEN, N. Nisan Selekler (2006); "Türkiye'deki Uluslar arası Ortaklıklarda Sahiplik Yapısı ve Performans", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ağustos Sayısı.

TOSUN, Kemal (1990); "Yönetim ve İşletme Politikası", İstanbul.

TURABOĞLU, T. Turan (2002); "Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi, Türkiye Uygulaması", Doktora Tezi, Adana.

TÜSİAD (2000); "Kurumsal Yönetim İlkeleri", Yayın No: TÜSİAD-T /2000-06/285, sayfa: 1-47.

TÜSİAD (2002); "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi", Yayın No: TÜSİAD-T /2002-12/336, sayfa: 1-32.

WU, Zhenyu & CHUA, Jess H. & CHRISMAN, James (2006); "Effects of Family Ownership and Management on Small Business Equity Financing", Journal of Business Venturing, sayfa: 1-21.

Yönetim Düşüncesindeki Çağdaş Eğilimler Dersi (2004); "Vekâlet Teorisi", Trakya Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Dersleri Çalışmaları, <http://www.angelfire.com/nt/zeus/yl/yl.htm>

YURTOĞLU, B. Burçin (1998); "Ownership Structure of Turkish Listed Firms", The ISE Finance Award Series, Vol. 1, sayfa: 55-76.

YURTOĞLU, B. Burçin (2000); "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", Kluwer Academic Publishers, Empirica 27, sayfa: 193-222.

## EKLER

### EK 1: Regresyon Analizine İlişkin Diğer Tablolar (Vekâlet Maliyetleri)

#### 2003 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti

##### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,266 <sup>a</sup>	,070	-,009	7,99476	1,761

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Finansal Olmayan Sirket, Finansal Sirket, Aile, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

##### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	567,189	10	56,719	,887	,547 <sup>a</sup>
	Residual	7478,200	117	63,916		
	Total	8045,389	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Finansal Olmayan Sirket, Finansal Sirket, Aile, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

##### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	3,6040	21,3125	15,4530	2,11330	128
Residual	-14,45162	25,40355	,00000	7,67356	128
Std. Predicted Value	-5,607	2,773	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,808	3,178	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

## 2004 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,220 <sup>a</sup>	,048	-,033	7,87657	1,737

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	368,732	10	36,873	,594	,816 <sup>a</sup>
	Residual	7258,730	117	62,040		
	Total	7627,462	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	2,5893	18,1738	14,7548	1,70394	128
Residual	-14,29815	25,44544	,00000	7,56012	128
Std. Predicted Value	-7,140	2,007	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,815	3,231	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

## 2005 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,143 <sup>a</sup>	,020	-,063	8,12996	1,723

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Finansal Sirket, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	160,710	10	16,071	,243	,991 <sup>a</sup>
	Residual	7733,252	117	66,096		
	Total	7893,962	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Finansal Sirket, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	8,7890	18,4018	15,1609	1,12492	128
Residual	-15,26987	23,66413	,00000	7,80332	128
Std. Predicted Value	-5,664	2,881	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,878	2,911	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

## 2006 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,217 <sup>a</sup>	,047	-,034	8,87465	1,732

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Yönetici Olmayan, Aile, Vakif, Finansal Sirket, Finansal Olmayan Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	454,215	10	45,421	,577	,830 <sup>a</sup>
	Residual	9214,850	117	78,759		
	Total	9669,065	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Yönetici Olmayan, Aile, Vakif, Finansal Sirket, Finansal Olmayan Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	4,9056	21,2165	14,9423	1,89116	128
Residual	-14,90507	33,52996	,00000	8,51809	128
Std. Predicted Value	-5,307	3,318	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,680	3,778	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

## 2007 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları - Vekâlet Maliyeti

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,186 <sup>a</sup>	,035	-,048	28,80465	1,990

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3478,388	10	347,839	,419	,935 <sup>a</sup>
	Residual	97075,825	117	829,708		
	Total	100554,2	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	4,9813	56,9126	17,3348	5,23344	128
Residual	-44,31261	288,36252	,00000	27,64736	128
Std. Predicted Value	-2,360	7,562	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,538	10,011	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satislar

## EK 2: Regresyon Analizine İlişkin Diğer Tablolar (Firma Performansı)

### 2003 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,307 <sup>a</sup>	,094	,017	,82009	1,958

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Finansal Olmayan Sirket, Finansal Sirket, Aile, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8,210	10	,821	1,221	,285 <sup>a</sup>
	Residual	78,688	117	,673		
	Total	86,897	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Finansal Olmayan Sirket, Finansal Sirket, Aile, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

#### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,5157	1,6865	1,1278	,25425	128
Residual	-1,10654	3,35420	,00000	,78714	128
Std. Predicted Value	-2,408	2,197	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,349	4,090	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

## 2004 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,308 <sup>a</sup>	,095	,017	1,56116	1,983

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	29,882	10	2,988	1,226	,282 <sup>a</sup>
	Residual	285,154	117	2,437		
	Total	315,036	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,4283	3,0367	1,3379	,48507	128
Residual	-1,95332	11,52628	,00000	1,49843	128
Std. Predicted Value	-1,875	3,502	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,251	7,383	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri



## 2005 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,336 <sup>a</sup>	,113	,037	1,89876	2,140

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Finansal Sirket, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	53,689	10	5,369	1,489	,152 <sup>a</sup>
	Residual	421,820	117	3,605		
	Total	475,509	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Finansal Sirket, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Yabancı Sirket, Holding Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,8900	4,0635	1,7989	,65019	128
Residual	-2,56688	13,28097	,00000	1,82248	128
Std. Predicted Value	-1,398	3,483	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,352	6,995	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

## 2006 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,327 <sup>a</sup>	,107	,031	1,43402	2,143

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Yönetici Olmayan, Aile, Vakif, Finansal Sirket, Finansal Olmayan Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	28,838	10	2,884	1,402	,188 <sup>a</sup>
	Residual	240,601	117	2,056		
	Total	269,439	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Yönetici Olmayan, Aile, Vakif, Finansal Sirket, Finansal Olmayan Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,6444	3,0547	1,6045	,47652	128
Residual	-1,77699	8,80433	,00000	1,37641	128
Std. Predicted Value	-2,015	3,043	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,239	6,140	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

## 2007 Yılı Regresyon Analizi Sonuçları – Performans

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,297 <sup>a</sup>	,088	,010	1,46574	2,197

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	24,358	10	2,436	1,134	,343 <sup>a</sup>
	Residual	251,361	117	2,148		
	Total	275,719	127			

a. Predictors: (Constant), Kooperatif, Devlet, Vakif, Yönetici Olmayan, Aile, Finansal Sirket, Yabancı Sirket, Yönetici, Finansal Olmayan Sirket, Holding Sirket

b. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	1,0435	3,6599	1,8089	,43794	128
Residual	-1,90882	7,96181	,00000	1,40685	128
Std. Predicted Value	-1,748	4,227	,000	1,000	128
Std. Residual	-1,302	5,432	,000	,960	128

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

## ÖZGEÇMİŞ

<b>Doğum Yeri ve Yılı</b>	: Tekirdağ	25/11/1983	
<b>Öğr. Gördüğü Kurumlar</b>	<b>: Başlama Yılı</b>	<b>Bitirme Yılı</b>	<b>Kurum Adı</b>
<b>Yüksek Lisans</b>	: 2005	2008	Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü
<b>Lisans</b>	: 2001	2005	Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
<b>Lise</b>	: 1997	2001	Bursa Cumhuriyet Lisesi
<b>Medeni Durum</b>	: Bekar		
<b>Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi</b>	: İngilizce	: Upper Intermediate	
<b>Çalıştığı Kurum (lar)</b>	<b>: Başlama Tarihi</b>	<b>Ayrılma Tarihi</b>	<b>Kurum Adı</b>
	1. Ekim 2007	Temmuz 2008	Teknik Motor- Nejdet Gürçocuk (Alarko Carrier Yetkili Servis ve Satıcısı)
<b>Yayımlanan Çalışmalar</b>	: “Türk firmalarının halka arz oranları ile performansları arasındaki ilişkinin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi: İMKB’de hisse senetleri işlem gören 128 firma üzerine ampirik bir uygulama”	- Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi	

Ümit Can GÜVENÇER

17.10.2008

