

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

**VEKÂLET TEORİSİ:
FİRMA SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ
TÜRKİYE UYGULAMASI**

125277

Tuncay Turan TURABOĞLU

DANIŞMAN: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI

125277

DOKTORA TEZİ

**Y.Ö. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

Adana, 2002

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İŞLETME Anabilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

.....
.....

Başkan Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI
(Danışman)

.....
.....
Üye Prof. Dr. Serpil CANBAŞ

.....
.....
Üye Prof. Dr. H. Altan ÇABUK

.....
.....
Üye Prof. Dr. Kürşat AYDOĞAN

.....
.....
Üye Doç. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

28.10.2022

.....
Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU



ÖZET**VEKÂLET TEORİSİ:
FİRMA SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ TÜRKİYE
UYGULAMASI****Tuncay Turan TURABOĞLU****Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı****Danışman: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI****Haziran 2002, 121 sayfa**

Yeni finansal araç ve yöntemleri bünyesine katarak baş döndürücü bir hızla gelişen sermaye piyasalarının, uygun koşul ve miktarda finansal kaynak sağlamasıyla ortaya çıkan modern firma, firma yönetişimi ve söz konusu kavramları araştıran Vekâlet -Temsil- Teorisi, literatürde oldukça geniş bir çalışma alanı bulmaktadır.

Teoriyi oluşturan vekâlet problem ve maliyetleri; temel olarak firmanın sahipliği ile yönetiminin ayrı ellerde toplanmasından, daha açık bir ifadeyle “firma sermaye sahiplerinin (yetki veren), sözleşmeye dayalı bir bağ ile yetkilerini kendi çıkarlarını gerçekleştirmeye yönelik olarak beşeri sermaye sahibi yöneticilere (vekil) devretmelerinden” kaynaklanmaktadır. Ancak sorun, söz konusu problem ve maliyetleri tanımlamaktan çok, nasıl ölçümlenebileceğinde düğümlenmektedir.

İncelenen daha önceki çalışmaların rehberliğinde, konunun analizi için en geçerli yöntemlerden birisinin, değişik düzeylerde yetki devrinin görüldüğü farklı sahiplik yapısındaki (halka açık ve halka kapalı) firmaların karşılaştırılarak, performans (kârlılık) değişiminin belirlenmesi olduğu anlaşılmaktadır.

Bu çalışmada; vekâlet teorisi çerçevesinde firma çıkar grupları arasındaki ilişkiler ve bu ilişkiler sonucu ortaya çıkan sorunlar tartışılarak, firma sahiplik yapısının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı eğer oluyorsa ne yönde etkisi olduğu, farklı sahiplik yapısındaki Türk firmaları konu edilerek araştırılmaktadır.

Konunun temelini oluşturan modern firma olgusundan başlayarak firma yönetişimi kavramı, firma çıkar grupları, çıkar gruplarının arasındaki “kendi çıkarını maksimize etme” ilkesinin yol açtığı çatışmalardan kaynaklanan problemler ve canlı bir varlık olarak görülen firmanın devamlılığını sağlamak amacıyla söz konusu problemlerin çözümü için katlanması gereken maliyetler literatürdeki çalışmalar incelenerek, anlam ve konu bütünlüğünü bozmayacak bir biçimde sunulmaktadır.

Uygulama aşamasında ise, firma sahiplik yapısı ve performans ilişkisi temelinde, ilgili literatürle uyumlu değişken ve modeller oluşturulup gereksinim duyulan veriler derlenerek, vekâlet maliyetlerinin Türk firmaları için herhangi bir sorun oluşturup oluşturmadığı, yatay kesit ve panel veri analizleri yardımıyla araştırılmaktadır.

Farklı sahiplik yapısındaki Türk firmalarının performansları arasındaki ilişkinin incelendiği uygulama sonuçları, sahiplik yapısındaki farklılıktan kaynaklanan herhangi bir performans değişikliğine işaret etmemektedir.

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

ABSTRACT**AGENCY THEORY:
AN APPLICATION OF THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP
STRUCTURE AND PERFORMANCE IN TURKISH INDUSTRIAL FIRMS****Tuncay Turan TURABOĞLU****Ph.D. Thesis, Business Department****Supervisor: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI****June 2002, 121 pages**

Financial sources have become more easily available in appropriate volume as a result of increasing mobility that stems from fastly developing capital markets providing new financial instruments and methods. Consequently, modern firm and corporate governance concepts as well as Agency Theory investigates these two is being extensively researched. Agency theory is an useful tool for analyzing modern firm which is defined as contractual relations.

Agency problems and costs that make the foundation of agency theory essentially investigate the conflict between firm ownership and management. In other words, this conflict arises due to “the transfer of control potential from the shareholders (principals) to the professionals (agents) detailed by contracts”. However the actual problem is the quantifiable measurement of mentioned problems and costs rather than description of them. One of the most widely used methods in the literature is the comparison of performance changes between public and private firms.

This study discusses the relationships and problems among the claimholders and resulting agency costs within the framework of agency theory. Along with the discussion, establishing knowledge base for further analyses is targeted. Hence, this study investigates the applicability of agency costs on Turkish industrial firms by using cross-sectional and panel data analyses after developing parameters and models and, gathering relevant data. The empirical results indicate that different ownership structures do not have any effect on performance of Turkish firms.

Keywords: Agency Theory, Agency Problems and Costs, Stakeholders, Firm Ownership Structure, Firm Performance



İÇİNDEKİLER

| | |
|---|-----------|
| İç Kapak..... | |
| Jüri Üyelerinin Onay Sayfası..... | ii |
| Türkçe Özet..... | iii |
| İngilizce Özet..... | v |
| Kısaltmalar Listesi..... | x |
| Tablolar Listesi..... | xi |
| Şekiller Listesi..... | xii |
| Ekler Listesi..... | xiii |
| I. GİRİŞ..... | 1 |
| 1.1.Problemin Tespiti..... | 2 |
| 1.2.Çalışmanın Amacı..... | 3 |
| 1.3.Çalışmanın Önemi..... | 3 |
| 1.4.Çalışmanın Sınırları ve Zorlukları..... | 4 |
| 1.5.Çalışmanın Plânı..... | 5 |
| II.FİRMA YAPISINDAKİ DEĞİŞİM VE GELİŞİMİN BİR SONUCU OLARAK VEKÂLET TEORİSİ..... | 6 |
| 2.1.Modern Firma Olgusu..... | 6 |
| 2.2.Firma Teorileri..... | 9 |
| 2.2.1.Stratejik Yönetim Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri..... | 12 |
| 2.2.2.Finansal Ekonomi Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri..... | 13 |
| 2.3.Bir Firma Teorisi Olarak Vekâlet Teorisi..... | 16 |
| III.VEKÂLET TEORİSİ: VEKÂLET PROBLEM VE MALİYETLERİ..... | 19 |
| 3.1.Firma Çıkar Grupları..... | 23 |
| 3.1.1.Yöneticiler..... | 25 |
| 3.1.2.Hisse Senedi Sahipleri..... | 28 |
| 3.1.3.Borç verenler (Tahvil Sahipleri ve Diğer Kredi verenler)..... | 30 |
| 3.2.Vekâlet Problemleri..... | 32 |
| 3.2.1.Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri..... | 39 |
| 3.2.1.1.Aldatma-Kaytarma (Shirking)..... | 39 |
| 3.2.1.2.Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması (Underinvestment Problem)..... | 40 |

| | |
|--|----|
| 3.2.1.3. Varlık İkâmesine Gidilmesi (Asset Substitution Problem)..... | 41 |
| 3.2.1.4. Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması..... | 41 |
| 3.2.1.5. Firma El Değiştirmelerinde Yetki verenlerin Zararına Hareket Edilmesi..... | 42 |
| 3.2.2. Hisse Senedi Sahiplerinden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri..... | 43 |
| 3.2.2.1. Firmanın Zararına Olacak Biçimde Kâr payı Ödenmesi..... | 44 |
| 3.2.2.2. Hakların Sulandırılması (Dilution of Rights)..... | 44 |
| 3.2.2.3. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması..... | 45 |
| 3.2.2.4. Varlık İkâmesine Gidilmesi..... | 45 |
| 3.2.3. Borç verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri..... | 45 |
| 3.2.3.1. Hakların Sulandırılması..... | 45 |
| 3.2.3.2. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması..... | 46 |
| 3.2.3.3. Firmanın Tasfiye Edilmesi (Liquidation)..... | 46 |
| 3.3. Vekâlet Maliyetleri..... | 47 |
| 3.3.1. İzleme Maliyetleri (Monitoring Costs)..... | 48 |
| 3.3.2. Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri (Bonding Costs)..... | 51 |
| 3.3.3. Önlenemeyen Kayıplar (Residual Loss)..... | 52 |
| IV. VEKÂLET TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE FİRMA SAHİPLİK YAPISI | |
| <i>(SAHİPLİK VE KONTROL AYRIMI) VE PERFORMANS İLİŞKİSİ</i> | 54 |
| 4.1. Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar..... | 55 |
| 4.1.1. Hay ve Morris'in (1984) Çalışması..... | 56 |
| 4.1.2. Demsetz ve Lehn'in (1985) Çalışması..... | 57 |
| 4.1.3. Mayer ve Alexander'in (1991) Çalışması..... | 57 |
| 4.1.4. Santerre ve Neun'un (1993) Çalışması..... | 58 |
| 4.1.5. Pagano, Panetta ve Zingales'in (1997) Çalışması..... | 59 |
| 4.1.6. Auchincloss'un (1997) Çalışması..... | 60 |
| 4.1.7. Aydoğan ve Gürsoy'un (1998) Çalışması..... | 61 |
| 4.2. Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar..... | 63 |
| 4.2.1. Sahiplik ve Kontrol Ayrımı..... | 63 |
| 4.2.2. Borç/Özkaynak Oranı..... | 64 |
| 4.2.3. Maddi Duran Varlıklar..... | 64 |
| 4.2.4. Vekâlet Maliyetleri..... | 64 |
| 4.2.5. Hisse Yoğunluğu..... | 65 |

| | |
|---|-----------|
| 4.2.6.AR-GE Harcamaları..... | 65 |
| 4.2.7.Varlık Çeşitliliği..... | 65 |
| 4.2.8.Yaş (Faaliyet Süresi)..... | 65 |
| V.FİRMA SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ: | |
| TÜRKİYE UYGULAMASI | 67 |
| 5.1.Araştırma Modeli..... | 67 |
| 5.2.Evren ve Örneklem | 72 |
| 5.3.Kullanılan Değişkenler | 73 |
| 5.3.1.İçsel (Açıklanan) Değişkenler | 73 |
| 5.3.2.Dışsal (Açıklayıcı) Değişkenler | 73 |
| 5.4. Veri Kaynakları | 74 |
| 5.5. Verilerin Toplanması | 74 |
| 5.6. Verilerin Araştırma Modelinde Kullanıma Hazır Hale Getirilmesi | 75 |
| 5.7.Bulgular ve Yorum | 76 |
| VI.SONUÇ, YARGI VE ÖNERİLER..... | 85 |
| Kaynaklar..... | 88 |
| Ekler | 95 |
| Özgeçmiş..... | 121 |

KISALTMALAR LİSTESİ

- ABD: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE: Araştırma Geliştirme
BM: Birleşmiş Milletler
CD: Compact Disc
FE: Fixed Effects
GLS: Feasible Two-step Generalized Least Squares
GMM: Generalized Method of Moments
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IO: Industrial Organization
ISIC: International Standard Industrial Classification
İSO: İstanbul Sanayi Odası
KOBİ: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
LBO: Leveraged Buyouts
LM: Langrange Multiplier
LR: Likelihood Ratio
MBO: Management Buyouts
ML: Maximum Likelihood
NBD: Net Bugünkü Değer
RE: Random Effects
OLS: Ordinary Least Squares
ÖKG: Özkaynağın Getirisi
ROCE: Return On Net Capital Employment
SEK: Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
SSM: Sample selection Model
UK: United Kingdom

TABLOLAR LİSTESİ

| | |
|--|----|
| Tablo.1: Firma Teorileri..... | 11 |
| Tablo.2: Vekâlet Teorisi | 16 |
| Tablo.3: Kaynaklandıkları Çıkar Gruplarına Göre Vekâlet Problemleri..... | 47 |
| Tablo.4: Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar..... | 63 |
| Tablo.5: Sektörlere Göre Analize Dahil Edilecek Firma Sayısı | 73 |
| Tablo.6: 1994 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları..... | 77 |
| Tablo.7: 1995 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları..... | 77 |
| Tablo.8: 1996 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları..... | 78 |
| Tablo.9: 1997 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları..... | 79 |
| Tablo.10: 1998 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları..... | 80 |
| Tablo.11: 1999 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları..... | 80 |
| Tablo.12: Rassal Etkiler Modeline Göre Performans Denklemi Tahmin Sonuçları..... | 82 |
| Tablo.13: Sahiplik Yapısına Göre Türk Sanayi Firmalarının Temel Özellikleri..... | 83 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | |
|---|----|
| Şekil.1: Firma Çıkar Grupları..... | 24 |
| Şekil.2: Yönetim Piramidi..... | 27 |
| Şekil.3: Firma Hak Dağıtım Sürecinde Çıkar Grupları..... | 34 |
| Şekil.4: Firma El Değiştirme İşlemleri | 42 |
| Şekil.5: Yöneticilerin İzlenmesi | 49 |



EKLER LİSTESİ

| | |
|---|------------|
| EK.1:Araştırma Kapsamındaki Halka Açık Firmalar | 95 |
| EK.2:Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalar | 98 |
| EK.3:Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Mektubu I | 101 |
| EK.4:Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Mektubu II | 102 |
| EK.5:Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Mektubu III | 104 |
| EK.6:Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Formu | 105 |
| EK.7:Araştırma Kapsamındaki Halka Açık Firma Verileri | 106 |
| EK.8:Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firma Verileri | 114 |
| EK.9:Halka Açık ve Halka Kapalı Özel Kesim Sahipliğindeki Türk Sanayi Firmalarının Temel Özelliklerine İlişkin İstatistikî Ortalamalar | 120 |

GİRİŞ

Günümüzün gelişmiş toplumu; hızla değişen bir ekonomik yapıya sahip olmasına yol açan; bilgilenmenin önemi, istihdamın yapısı, üretim ve gelir düzeyi ile bireyler arasındaki ekonomik alışveriş ve bağımlılığın derecesini belirleyen parasal derinliğin ulaştığı boyut gibi nedenlerle, gelişme yolundaki bir toplumdaki ayrılmaktadır. Buna göre; üretim yöntemleri, üretimin cinsi ve mesleki nitelikler açısından sürekli bir değişim vardır. Söz konusu değişimler olmadıkça ekonomide daha yüksek bir verim ve gelir düzeyine ulaşamamakta, bu dinamik yapıya ise ekonomideki fırsatların yakından izlenmesi ile sahip olunmaktadır. Bu yapı, firmaların iflas ederek kapanması, bireylerin ekonomik önceliklerinin değişmesi gibi nedenlerden kaynaklanabilen riskleri de içermektedir.

Genel çerçevesi yukarıdaki gibi özetlenebilecek günümüzün gelişmiş toplumunda, iş dünyasını oluşturan firmalar, ekonomik ve toplumsal birer organizma olarak değerlendirilmektedir. Bir diğer ifadeyle, firmalar çeşitli çıkar (baskı) gruplarının (stakeholders) ilgi ve etki alanına giren canlı birer varlık olarak düşünülmektedir.

Bireysel mülkiyet, serbest rekabet vb. gibi ilkelere dayanan bir firmanın temel amacı değer maksimizasyonu olmakla birlikte; yönetim, sahiplik ve sermayenin 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, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin (claimholders) genellikle nakit akımı biçiminde algılanan firma hak dağıtımında, kendi önceliklerini yerine getirebilme mücadelesine girmelerinden kaynaklanan sorunlar Vekâlet -Temsil- Problemleri (Agency Problems) olarak adlandırılmaktadır.¹

¹ Vekâlet problemleri açısından tahvil sahipleri (bondholder), banka ve sigorta kurumları gibi genel finans kuruluşlarından oluşan kredi verenlerle (creditors) birlikte, borç verenler (debtholder) kavramı içerisinde ele alınabilir (Van Horne, 1995, s.4). Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde de, anlam farklılığı oluşturmaksızın daha kolay bir ifade seçeneği sunan borç verenler kavramı kullanılacaktır.

Ancak, canlı bir varlık olarak tanımlanan firmanın 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.

İşte sözü edilen bu çıkar grupları arasındaki çatışmaların azaltılması için katlanılması gereken maliyetler Vekâlet -Temsil- Maliyetleri (Agency Costs) olarak tanımlanmakta olup; İzleme Maliyetleri (Monitoring Costs), Tazmin edici-Garanti sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri (Bonding Costs) ve Önlenebilen Kayıplardan (Residual Loss) oluşmaktadır.

Yukarıda kısaca açıklanan ve firma çıkar grupları arasındaki etkileşimin bir sonucu olarak ortaya çıktığı belirtilen vekâlet problem ve maliyetleri ise, bir bütün olarak Vekâlet Teorisi (Agency Theory) çerçevesinde incelenmektedir.

1.1. Problemin Tespiti

Gelişmiş ülke ekonomilerinde 1980'li yıllardan bu yana görülmeye başlanan firma birleşmeleri ile birlikte çok daha yoğun bir ilgiyle incelenen vekâlet teorisinin, sınır tanımayan sermaye hareketleri ile daha da artan etkileşimler nedeniyle Türk firmaları için de önem taşıyacağı açıktır.

Gerek halka -dışa- kapalı aile firmalarının sahiplik ve kontrol ayrımından çekinmeleri, gerekse de menkul kıymet piyasalarına girmenin gerekleri konusundaki bilgi eksiklikleri nedenleriyle firma sahipliğinde hisse yoğunluğu yaşanmasına rağmen; ülkemizde de menkul kıymet piyasalarında işlem gören firma sayısındaki artış, firmaların giderek daha fazla sayıda profesyonel yönetici istihdamına yönelerek organizasyon yapılarını değiştirmeleri ve özellikle yabancı firmalarla kurulan ortaklıklar vekâlet teorisini gündeme getirmektedir.

Söz konusu önemden hareketle, uygulama aşamasında; Türkiye'de faaliyet gösteren özel yerli sektörün sermayesinin %50'den fazlasına sahip olduğu sanayi firmaları konu edilerek, vekâlet teorisi çerçevesinde firma sahiplik yapısı ve performansı arasındaki ilişki incelenecektir.

1.2. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı;

*Berle ve Means'ın (1932) ileri sürdüğü “sahiplik ve kontrol ayrımı nedeniyle halka açık firma performansı azalır,”

*Jensen ve Meckling'in (1976) ileri sürdüğü “sahiplik ayrımı halka açık firma değerini azaltabilir ancak performans kaybına yol açmaz,”

*Fama ve Jensen'in (1983) ileri sürdüğü “firmanın içinde bulunduğu koşullara göre gidilecek sahiplik ve kontrol ayrımı maliyetleri azaltacağından firma performansını da artırır” varsayımlarını Türk firmaları için test etmektir.

Bu amaçla test hipotezi:

H = Türk firmaları açısından sahiplik ve kontrol ayrımının yol açtığı vekâlet problemlerinden 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.

biçiminde oluşturulmuştur.

Söz konusu hipotezin geçerliliği, vekâlet teorisinin öngördüğü açıklayıcı değişkenlerin yardımı ile sahiplik yapısı ve performans arasında varsayılan yönde bir ilişkinin bulunup bulunmadığı test edilerek sınanacaktır.

1.3. Çalışmanın Önemi

Çalışmanın; sahiplik yapısı ve performans ilişkisi temelinde vekâlet teorisine dair açıklamalarda bulunmanın yanı sıra, Türk reel sektörünün geleceği açısından önemli bir yer tutan, halka açılma seçeneğine başvurulmasındaki çekincelerin ne kadar gerçekçi olduğunun anlaşılmasına da yardımcı olacağı beklenmektedir.

Analiz sonuçlarının modern firma yapısının Türkiye’de ne denli oturduğunu gösterirken, çalışmanın sınırları içerisinde Türk firmaları için vekâlet maliyetlerinden kaynaklanan etkilerin söz konusu olup olmadığını ortaya çıkarabileceği düşünülmektedir.

1.4. Çalışmanın Sınırları ve Zorlukları

Çalışmanın yürütülmesi sırasında karşılaşılan en büyük sorun, analiz kapsamına alınabilecek firma sayısının sınırlı olması ve verilerine ulaşmanın zorluğudur. Bu konudaki literatürden hareketle, çalışma halka açık ve halka kapalı büyük sanayi firmalarıyla sınırlandırılmış olup 1994-1999 yılları arasındaki dönemi içermektedir. Analize dahil olacak firmalardan; % 50’den fazla kamu veya yabancı sermaye sahipliğinde olanlar ve periyod dahilinde ortaklık yapısı bu kısıta uymayacak biçimde değişenler kapsam dışında bırakılmıştır.

Halka açık firmaların üzerindeki menkul kıymetler piyasasından kaynaklanan etkileri yeterince yansıtılmaları gereğinden hareketle, 1994 yılı itibariyle en az üç yıldır hisse senetlerinin işlem görüyor olması koşulu aranmış, buna göre araştırma kapsamına alınabilecek firma sayısı 70 olarak belirlenmiştir. Ancak periyod dahilinde 1 firmanın yabancı bir firma ile birleşerek faaliyet alanını değiştirmesi, 3 firmanın ise gözaltı pazarına düşerek verilerinin elde edilememesi sonucunda, analize dahil edilebilen firma sayısı 66 olmuştur (Ek.1, Ek.7).

Etkin bir karşılaştırma yapabilmek ve yeterince veri elde edebilmek amacıyla, halka kapalı firmaların belirlenmesinde “İSO Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Firması” çalışmaları temel alınmıştır. Söz konusu çalışmalar analiz kapsamındaki halka açık firmaların da büyük bir kısmını içerdiğinden, hem büyüklük açısından birbirine benzer firmaların karşılaştırılmalarına olanak sağlamış ve hem de analize dahil edilebilecek halka kapalı firmaların belirlenerek, verilerinin bir bölümüne ulaşılmasında önemli bir rol oynamıştır. Analiz kapsamında yer alacak halka kapalı firmalardan, araştırma dönemi süresince sıralamaya giren 106 firmaya, eksik kalan verilerinin temini için üç ayrı talep mektubu gönderilmiş, gerektiğinde faks, telefon ve elektronik ortam aracılığıyla iletişim kurulmuştur (Ek.3, 4, 5, 6.). Bir yılı aşkın bir zaman alan söz

konusu çaba sonucu, 48 halka kapalı firmanın verileri tamamlanabilmiş ve ekonometrik analiz aşamasına geçilmiştir (Ek.2, Ek.8).

Söz konusu kaynaklardan elde edilen verilerin, firmaların faaliyetlerine ilişkin gerçek değerleri yansıttığı kabul edilmektedir.

1.5. Çalışmanın Plânı

Giriş bölümünde çalışmanın amaç ve sonuçlarına ilişkin açıklamalara yer verilmektedir. İkinci bölümde; vekâlet teorisinin ortaya çıkışındaki etkisi ve çalışmanın sonraki bölümlerine sağlayacağı katkı nedeniyle, modern firma kavramı ve firma teorilerine değinilmektedir. Vekâlet teorisi başlığı altındaki üçüncü bölüm, konunun teorik temellerinin anlaşılmasına yöneliktir. Bu bölümde, konu geniş ölçüde tanımlanmakta ve alt bölümlerine ayrılmaktadır. Dördüncü bölümde; firma sahiplik yapı ve performansı arasındaki ilişki ve bu ilişkiye yönelik olarak yapılan çalışmalara yer verilmekte ve çalışmanın ekonometrik analiz bölümüne ilişkin ampirik temeller sağlanmaktadır. Beşinci bölümü oluşturan araştırma yöntemi ve bulguları bölümünde; araştırma modeli, kullanılacak değişkenler, bu değişkenlere ait veri kaynakları ve örnek kütleinin oluşturulması ile elde edilen bulguların yorumlarına ilişkin bilgi verilmektedir. Altıncı bölüm bulguların yorumundan hareketle ulaşılan sonuçları kapsamaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA YAPISINDAKİ DEĞİŞİM VE GELİŞİMİN BİR SONUCU OLARAK VEKÂLET TEORİSİ

Bu çalışmada konu edilen Vekâlet teorisi ile ilgili temel araştırmalar yapılırken, 20.yy'ın ortalarına doğru kendisine ayrı bir disiplin olarak yer açmaya başlayan Finans disiplininin gelişimi ve diğer disiplinlerle olan ilişkisinin oldukça ilgi çekici bir konuma geldiği gözlemlenmiştir. Daha da ilginç, söz konusu gelişim ve iletişimin, temelde firma ile ilgili bir kavram olan vekâlet teorisi üzerindeki etkisini görmek olmuş ve herhangi bir ilerlemenin, ancak önceki doğruların üzerine kurulabileceği ilkesinin bir kez daha kendisini kanıtladığı yargısına varılmıştır.

Markowitz'in (1952) portföy seçimini incelediği Etkin Sınır Teorisinden, Modigliani ve Miller'in (1958,1961), Miller'in (1977) özkaynak, borç ve vergiler hakkındaki açıklamalarına dayandırdıkları Sermaye Yapısı Teorisine; Tobin'in (1958) Ayırım Teorisinden; Aleksander'in (1961) Rassal -Tasadüfi- Yürüyüş Teorisine; Sharpe'in (1964) Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinden, Fama'nın (1965, 1970) Etkin Piyasa Teorisine kadar her biri çığır açan çalışmaları, içeriğine ilişkin açıklamalar daha eskiye dayanmakla birlikte, teori boyutuna 1970'li yıllarda yapılan çalışmalarla ulaşan Vekâlet Teorisi² izlemiştir.

2.1. Modern Firma Olgusu

Genel tanım itibariyle firma, kaynaklarını mal veya hizmet üretim süreci içinde kullanır ve ürettiği mal veya hizmetin satış değerinden elde ettiği kaynakla, kullandığı

²Vekâlet teorisi ile ilgili açıklamaların bütünselliği açısından, diğer disiplinler ve özellikle de Yönetim Bilimleri'nce geliştirilen kavram ve açıklamaların, dikkâte alınmasının gerekli olduğunu belirtmek yerinde olacaktır.

kaynak arasındaki pozitif fark kazancını oluşturur. Mal veya hizmet üretimiyle ilgili çevrimi gerçekleştiren bir firmanın amacı, ekonomik etkinliğe ulaşarak değer maksimizasyonu sağlamaktır.

20.yy.'ın başlarından itibaren piyasaların genişlemesi ve düzenleyici kamu otoritelerince firmaya sosyal sorumlulukların yüklenmesiyle birlikte; bir girişimci (entrepreneur) tarafından kurularak, genellikle bir aile tarafından yönetilen, şahıs firması (proprietorship) ve adi ortaklık (partnership) gibi dışa kapalı firma (closed corporations) yapısından farklı olarak, profesyonel yöneticilerin istihdam edildiği ve dış kaynak bulmak için menkul kıymet piyasalarından yeni ortakların edinildiği dışa açık (open corporations) firma yapısı gündeme gelmiştir.

Modern firma yapısının temelinde, yetki veren ve vekilin karşılıklı bağımlılığı yatmaktadır. Buna göre; yatırımcılar (yetki veren) yapacakları yatırımlardan kâr elde edebilmek için yöneticilerin (vekil) uzmanlaşmış beşeri sermayelerine, yöneticiler ise kendilerine ait yatırımlarda bulunacak sermayeye sahip olmadıkları için yatırımcıların fonlarına ihtiyaç duyarlar. Bir diğer ifadeyle; 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 ve kontrolü arasında bir ayrım ortaya çıkmakta, sahiplikte kendi içinde, firma sahipliği ve sermaye sahipliği olarak farklılaşmaktadır (Maher ve Andersson, 1999).

Bu durumda artık firma yönetiminden (corporate government) değil de, çıkar sahiplerinin karşılıklı etkileşim içinde olduğu firma yönetişiminden (corporate governance) söz etmek gerekmektedir. Firma yönetişimi; temel olarak yatırımcıların firmadaki haklarını korumalarını sağlayacak birtakım yöntemlerin oluşturulması olarak tanımlanır (Shleifer ve Vishny, 1986). Firma yönetişim sistemleri sahiplik ve kontrol ayrımının derecesine göre ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir;

*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 dışa dönük yapı (outsider system).

*Çoğunlukla Alman ve Japon firmalarınca temsil edilen ve firma sermaye kararları üzerinde söz sahibi olan hissedarlarla (blockholders), zayıf konumdaki azınlık hissedarları arasında çatışmaların yaşandığı içe dönük yapı (insider system).

Firma yönetişimi, ekonomik büyüme ve gelişme üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Söz konusu önemden hareketle, etkin bir firma yönetim sistemi oluşturabilmek için üzerinde durulması gereken temel nokta, firma başlangıç sözleşmesinde yönetici ve hisse senedi sahiplerinin amaç ve çıkarlarını mümkün olduğunca belirgin bir biçimde düzenlemektir (Maher ve Andersson, 1999). Bu amaç doğrultusunda tek tek ve/veya birlikte kullanılacak üç farklı hareket tarzı vardır;

- Yöneticileri, hisse senedi sahiplerinin faydaları yönünde hareket etmeye teşvik için, yönetici ve hisse senedi sahiplerinin çıkarlarını doğrudan düzenlemek (Yönetici tazmin plânları, hisse senedi opsiyonları, çeşitli kurullarca yürütülecek doğrudan gözetim gibi).
- Hisse senedi sahiplerinin, yönetimi izleme yönünde yeterince istek ve güç sahibi olabilmeleri için ortaklık haklarını güçlendirmek.
- Sermaye, yönetsel işgücü ve firma kontrol (denetim ve derecelendirme kuruluşları) piyasaları üzerinden dolaylı kontrole başvurmak.

Berle ve Means'in (1932) çalışmalarıyla birlikte araştırmacılar, büyük firmalar için değer maksimizasyonunun farklı koşullar altında tek sorun olup olmadığı üzerinde önemle durmuşlardır. Çünkü; Berle ve Means'in de (1932) belirttiği gibi firma sahipliği yaygınlaştıkça, firma sahiplerinin refahı ve bunun üzerindeki kontrolün aynı elde toplanabileceğini söylemek mümkün olmayacaktır (Santerre ve Neun, 1993, s.466).

Yaygın sahiplik yapısının gelişmesinde önemli bir rol oynayan menkul kıymet piyasaları, Tam Rekabet Piyasası yaklaşımı altında ekonomik faaliyetlerin merkezinde yer alarak; risk sermayesi sağlar, girişimcileri teşvik eder, riskten korunmayı ve dağıtmayı olanaklı kılar, kaynakların optimal dağıtımını için ikaz görevi görür ve yöneticilerin hatalarını firma el değiştirmeleriyle cezalandırır (Mayer ve Alexander, 1991, s.non-technical summary).

Firma yöneticilerinin değer maksimizasyonu amacından ayrılmaları ve 5P olarak tanımlanan maaş (pay), imtiyaz-yönetici harcamaları (perquisite-perk), güç (power),

itibar (prestige) ve otoriteyi (patronage) arttırmaya yönelik davranışlarda bulunmaları, herhangi bir kısıtlamayla karşılaşmamaları durumunda geçerli olur. Yönetimsel davranış ve farklı bilgilenme düzeyi nedeniyle vekâlet problemlerine yol açan yaygın sahiplik yapısı ise, bu ortamı doğal olarak hazırlar (Santerre ve Neun, 1993, s.466).

Sahiplik yapısına ilişkin açıklamalarda, faydaları zararlarından fazla olmadıkça, yaygın dağılım gösteren sahiplik yapısının seçilmeyeceği kabul edilir. Ancak faydalar daha çok olduğunda, değer maksimizasyonu amacıyla yaygın sahiplik dağılımı firma sahiplerince kabul görebilir. Söz konusu faydalar ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, firmadan firmaya değişiklik gösterir (Demsetz ve Lehn, 1985, s.1156).

Örneğin; yukarıda da değinildiği üzere, Alman ve İngiliz firmaları arasındaki temel fark, Almanya'daki halka açık firma sayısının çok daha az olmasıdır. Bunun nedenini ise, Alman bankalarının ortak sıfatıyla firmaları fonlaması oluşturmaktadır. Buna göre; Alman firmaları yeni sermaye sağlamak için menkul kıymet piyasalarına başvurma gereği duymamaktadırlar. Yine, yatırımcıların daha az korunduğu ülkelerde, firmalar dış finansman -yabancı kaynak- yerine iç finansmana -özkaynak- yönelmektedirler (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1998).

Bu durumda ortaya çıkan yoğunlaşmış sahiplik yapısı; daha etkin bir izleme olanağı sunarak yetki veren-vekil ilişkisinden kaynaklanan problemleri gidermeye yardımcı olurken, düşük likiditeye yol açması ve risk çeşitlendirme alternatiflerini azaltması başlıca eksikliklerini oluşturmaktadır (Maher ve Andersson, 1999). İstenilen bir durum olmayan kontrol kaybına/azalışına yol açmasına rağmen İngiltere'deki yüksek halka açılma düzeyinin nedenini ise, firmaların kaynak bulma alternatiflerinin sınırlılığı oluşturur (Mayer ve Alexander, 1991, s. non-technical summary).

2.2. Firma Teorileri

Henry Ford'un -ünlü T modeli otomobilini seri halde üretmesini sağlayan- yığın üretim sürecini kullanmasıyla birlikte, firmaların oldukça geniş iş hacimlerine ulaşmaya başlamaları, firma ve firma yönetimine bakışı da değiştirmiştir. Klasik firma tanımlamasından belirgin farklılıklarıyla ayrılan modern firma yapısı, özellikle 1970 ve

80'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan değişim ve gelişimin gündeme getirdiği firma yönetişimi kavramınca izlenmiştir.

Geniş iş hacminin gerektirdiği yeni organizasyonel yapılanmalar, beşeri sermayeyi üretimin önemli bir unsuru haline getirirken, yetki devrini de zorunlu kılmıştır. Sahibi ve/veya ortağı olmadığı halde, firma olarak tanımlanan bu büyük gücü yöneten beşeri sermaye sahibi yöneticilerin yanısıra gündeme gelen bir diğer yenilikte, modern firma yapısının bireysel sorumluluk üstlenmeksizin bireysel kâr elde edilmesini olanaklı kılmasıdır. Çünkü, söz konusu yapılanmada firma ortakları sahip oldukları sermaye oranında riski paylaşmaktadırlar.

“Günümüzde yatırımcıların riskle daha kolay başa çıkabilmeleri, riske karşı daha dıyarlı olmalarından kaynaklanmaktadır....Kurumsal finans konusundaki yenilikçi teknikler sayesinde kurumsal varlıklar daha dikkatli bir biçimde değerlendirilmekte ve sermaye daha etkin bir biçimde yönlendirilebilmektedir. 1980'lerde gerçekleşen yeni finansal yapılaşma, sahip olmakla kontrolü elde bulundurma kavramlarının birbirinden ayrılmasından kaynaklanan sorunlara yeni ve alışılmışın dışında çözümler getirdiği gibi yöneticilerin, hissedarların çıkarlarına karşı daha dıyarlı olmalarını da sağlamıştır” (Bernstein, 1993, s.4).

Girişim, yönetim ve sahipliğin tek elde toplandığı klasik firma yapısından; sahiplik ve yöneticiliğin birbirinden ayrıldığı (sahiplik ve kontrol ayrımı) modern firma yapısına geçişle birlikte firmaya yüklenen anlamdaki değişim, firma teorileri incelenerek daha iyi anlaşılabilir (Tablo.1).

Firma teorilerince ele alınan temel sorular aşağıdaki gibidir:

- Firmanın kurulmasındaki amaçlar nelerdir?
- Firmanın büyüklüğünü ve sektörünü belirleyen faktörler nelerdir?
- Firmanın, firma sahiplerinin ve yöneticilerinin fonksiyonları nelerdir?

Bütün firma teorileri, sadece yönetici motivasyon ve davranışları ile ilgili değil, aynı zamanda firmanın amaçları ile de ilgili olan ve aralarında mantıksal uyum bulunan

Tablo.1: Firma Teorileri

| Teori | Yön | Ortaya Çıkış Süreci | Temel Araştırma Konusu | Firmaya Yüklendiği Anlam | Yönetici Motivasyonu/ Davranışı | Firma Amaçları | Çevreye Bakış |
|---|-------------------|---------------------|--|--------------------------------------|--|-----------------------------|--------------------|
| 1.Neoklasik MikroEkonomi | Pozitif | Tümdengelim | Piyasa Davranışı Teorisi | Teorik Firma: "Üretim Fonk." | Maksimum Kâr/ Rasyonel | Maksimum Kâr | Kesin, Determinist |
| 2.Geleneksel Sanayi Organizasyonu Ekonomisi | Normatif | Tümevarım | Sanayi Yapısı, Yürütme ve Performans | Ampirik Firma | Maksimum Kâr/ Rasyonel | Maksimum Kâr | Kesin, Determinist |
| 3.Yeni Sanayi Organizasyonu Ekonomisi | Pozitif | Tümdengelim | Sanayi Yapısı ve Firma Davranışı | Teorik Firma: "Stratejik Oyuncu" | Maksimum Ücret/ Ortak Rasyonellik | Maksimum Ücret | Farklı |
| 4.Davranışsal Ekonomi | Pozitif | Tümevarım | Piyasa Davranışı Teorisi | Ampirik Firma | Çok Yönlü Amaçlar/ Sınırlı Bilgilenme/ Riskten Kaçınma | Çok Yönlü Amaçlar | Değişken |
| 5.Yönetimsel Ekonomi | Pozitif | Tümevarım | Piyasa Davranışı Teorisi | Ampirik Firma | Bireysel Çıkar/ Rasyonel | Maksimum Yönetimsel Fayda | Değişken |
| 6.Vekâlet Teorisi | Pozitif/ Normatif | Tümdengelim | Optimal Sözleşme İlişkisi | Teorik Firma: "Sözleşmesel Bağlılık" | Bireysel Çıkar/ Farklı bilgilenme düzeyi | Maximum Hissedar Zenginliği | Değişken |
| 7.İşlem Maliyetleri Ekonomisi | Pozitif | Tümevarım | Piyasanın eko. Faaliyetleri ve Hiyerarşi | Teorik Firma: "Yönetim Yapısı" | Fırsatçılık/ Rasyonellik | Maksimum Kâr | Değişken, Karmaşık |

Kaynak: Seth ve Thomas (1994, s.168)

bir dizi varsayım ve kavramdan oluşur. Firma teorilerinin temel rolü; firmayı kavramsallaştırarak çıkar çatışmaları ile rekabete ilişkin konuları araştırmak için geçerli bir metod sağlamasıdır.

Firma teorileri, stratejik yönetim ve finansal ekonomi yaklaşımlarına dayalı olarak geliştirilmiştir. Stratejik yönetim yaklaşımına dayalı firma teorilerinde izlenen yöntem çoğunlukla tümevarımcı ve normatifken, finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorilerinde genel yöntem tümdengelimci ve pozitifdir.

2.2.1. Stratejik Yönetim Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri

Stratejik yönetim yaklaşımı çerçevesinde; firmayı değer maksimizasyonu amacıyla yöneten klasik girişimci veya sahip yönetici modellerini reddeden, firmayı kontrol etmekle birlikte sahibi olmayan ve klasik ekonomik adam modeline çok az benzeyen, daha çok yöneticilerin motivasyonu üzerinde duran davranışsal (behavioral) ve yönetsel (managerial) firma teorileri geliştirilmiştir. Bu yaklaşıma örnek olarak Simon (1957), Baumal (1959), Cyert ve March (1963) ve Williamson (1964, 1985) gösterilebilir.

Davranışsal Firma Teorisinde firma, karar alma süreci gibi faaliyetlerin plânlandığı iş programları ile tanımlanır. Fiyat, çıktı ve kaynak kullanımı kararları alınırken, karar verme süreci rasyonelliğe oldukça yakındır (Cyert ve March, 1963). Teori, dengedeki firma davranışından çok, firma ile ilgili dinamik düzenleme süreçlerini açıklar ve buna ilişkin çıkarımlarda bulunur. (Nelson ve Winter, 1982). Sınırlı güç sahibi olarak tanımlanan yönetici, kapsamlı bir model ve bilgilenme süreci ile sınırlandırıldığından, bireysel değer maksimizasyonuna ulaşmaya yönelik davranışlarda bulunması olanaksızdır (Simon, 1957). Yöneticilerin belirsizlik koşulları altında sınırlı rasyonelliğe sahip olduğu kabul edildiğinde, tatmin edici bir kârlılık düzeyine ulaşmak değer maksimizasyonu güdüsünün yerini alacaktır (Williamson, 1985).

Yönetsel (ve Kaynağa Dayalı) Firma Teorisinin çıkış noktası, Berle ve Means'in (1932) çalışmasıdır. "Yönetsel Marjinalizm" olarak da adlandırılan yaklaşımda, yönetsel motivasyonu daha iyi açıklayabilmek için değer maksimizasyonu varsayımı reddedilir. Ancak, yine de firmanın kapalı bir kutu (black

box) olarak tanımlanmasına bağlı kalınır. Bu durumda, yönetici faydasını öngören bir anlayış ortaya çıkar. Yönetici faydası, satış miktarı veya firma büyüklüğü gibi değişkenlerin bir fonksiyonu olarak tanımlanır (Baumal, 1959). Bu noktada Williamson (1964); personel harcamaları, maaşlar ve isteğe bağlı yatırımlar için kullanılacak fonların birleşiminden oluşan objektif bir fonksiyon önermektedir.

2.2.2. Finansal Ekonomi Yaklaşımına Dayalı Firma Teorileri

Finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorileri; firmanın, kârdan çok net bugünkü değer (NBD) olarak tanımlanan, gelecekteki nakit akımlarının iskonto edilmiş bugünkü değerini maksimize etmeye çalıştığını kabul eder. Buna göre; firmanın kullandığı üretim faktörlerinde uzmanlaşması ile birlikte pozitif NBD'e sahip yatırım alternatiflerinin seçilme olasılığı, firmaya birtakım özel avantajlar sağlamaktadır (Brealey ve Myers 1988).

Finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorileri; hisse senedi sahibinin değer maksimizasyonunun odak noktası olduğundan hareket ederek, yönetimin inisiyatif kullanımını sınırlayan ve hisse senedi sahibinin refahını maksimize etmeye yönelik eylemlerini teşvik eden -yetki veren (hisse senedi sahibi) ile vekil (firma yöneticisi) arasındaki- sözleşmeye dayalı ilişkinin tanımlanmasına büyük önem vermiştir. Finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorileri; neoklasik mikro ekonomi, geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, yeni sanayi ekonomisi, işlem maliyetleri ekonomisi ve vekâlet teorisinin firma kavramına ilişkin açıklamalarını içerir.

Neoklasik Mikro Ekonomi, fiyat ve kaynakların farklı alanlarda kullanımını araştıran bir konuma sahip olup değer teorisinin genişletilmiş bir biçimidir (Penrose, 1959). Bu çerçevede, fiyat ve firmanın üzerinde uzmanlaşacağı ürün sayısını etkileyen nedenleri belirler. Firma; mal ve hizmet üretimi için kullanılacak emek ve sermaye yapısı ile söz konusu yapıyı destekleyici bir unsur olan teknolojiyi içeren bir üretim fonksiyonu olarak tanımlanır (Seth ve Thomas, 1994, s.169).

Geleneksel Sanayi Organizasyonu Ekonomisi (Industrial Organization -IO-); Pareto'cu etkin dağıtım amacının bir bölümünü oluşturan firmâ karlılığından yola çıkar ve kârlılığın bir göstergesi olarak ele alınan firma performansındaki sektörel farklılıkları

açıklama eğilimiyle normatif bir çerçeveye oturur. Yaklaşımın temelini oluşturan performans; yoğunlaşma ve çeşitlendirme dereceleri, sektöre giriş engelleri, ölçek ekonomilerinin varlığı ve ürün farklılaşması gibi sektörel özelliklere bağlı olarak değişir. Geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, neoklasik mikro ekonomiden aşağıda belirtilen unsurlarla ayrılır:

-Neoklasik mikro ekonomide odak noktası fiyat, geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisinde ise piyasa yapısıdır.

-Geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, neoklasik mikro ekonominin pozitif bakış açısı yerine, kamusal politika uygulamalarının temel alındığı normatif bakış açısına sahiptir.

-Geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisi, daha ampirik bir yapıyı içerir.

Yukarıda sözü edilen unsurlardan kaynaklanan ayrımlar olmakla birlikte, her iki teoride de firma kapalı bir kutu olarak tanımlanır ancak firma mantıklı güçlerin koalisyonu olarak görüldüğünden, içsel farklılıklar göz ardı edilir. (Seth ve Thomas, 1994, s.170). Yine her iki teorinin ve kısmen diğer firma teorilerinin üzerinde önemle durdukları bir başka nokta da "Ekonomik Darwinizm" dir. Buradaki temel iddia; kendileri için optimal stratejiyi belirleyerek uygulayan firmaların, çevreden önemli ölçüde yararlanarak varlıklarını devam ettirebilecekleri, optimal stratejiden sapan firmaların ise yok olma tehlikesiyle karşı karşıya kalacaklarıdır (Fama ve Jensen, 1983, s.332).

Yeni Sanayi Organizasyonu Ekonomisi, geleneksel sanayi organizasyonu ekonomisinin tersine, piyasa stratejisi ve içsel organizasyonu içeren yapı ve davranışlar üzerine odaklanmıştır. Yeni sanayi organizasyonu ekonomisine göre;

"Firmalar, piyasadaki pozisyonlarını koruma ve geliştirme yönündeki faaliyetlerinde, sadece rakiplerinin mevcut eğilimlerini değil, geleceğe yönelik faaliyetlerini de sınırlayacak biçimde piyasa yapısını etkileme amacındadırlar. Dinamik bir yapıyı içeren söz konusu süreçte; piyasa stratejileri veya yönetim (kontrol değişkenleri) ile piyasa yapısı (sabit değişken) birbirini etkiler ve mevcut yönetim yapısı, firmalarca -sektöre girişi ve iç hareketliliği önlemek amacıyla- yapılan stratejik yatırımlarla gelecekteki piyasa yapısına uyarlanır" (Encaoua, Geroski ve Jacquemin, 1986, s.55).

Yeni sanayi organizasyonu ekonomisi, her bir oyuncunun bilinçli faaliyetleri ile diğer oyuncuları etkilediği varsayımı altında, -stratejik çatışma ve rekabetin analizinde matematiksel bir yöntem olarak kullanılan- oyun teorisindeki gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır (Green ve Laffont, 1986). Oyunlar, oligopol piyasalarda olduğu gibi firmaların bağımsızlık düzeylerinin analizinde de güçlü bir ölçüttür. Burada;

"rakibe karşı üstün gelme ustalığı, rakibin de karşısındakine üstün gelmek isteyeceğini bilmeyi gerektirir" (Dixit ve Nolebuff, 1991, s.ix),

düşüncesinden hareketle, oyuncuların gelirlerini arttırmaya yönelik stratejik davranışları üzerinde durulur. Böylece, çıktılara ilişkin bilginin değişkenliği ile oyuncular arasındaki bilgilenme düzeyi ve yeterliliğini içeren modeller oluşturulabilir.

Vekâlet teorisi ile ilişkilendirilen İşlem Maliyetleri Ekonomisi, Williamson (1975,1979) tarafından geliştirilmiş olup sermaye yapısını ve değişik sermaye yapılarının firmayı nasıl etkilediğini araştıran bir teori olarak değer maksimizasyonundan çok, işlem maliyetlerinin minimizasyonuna önem vermektedir. Buradan da anlaşılacağı üzere, firmanın açık bir sistem olarak kabul edildiği söz konusu yaklaşımda, üretilen mal ve hizmetlerin sistemin dışındaki kişi veya kuruluşlarla değiştirilmesine ilişkin konulara ağırlık verilir.

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

Firmanın, ekonomik değer üretim sürecinde üzerinde uzmanlaştığı üretim faktörlerini göz önüne alması ve uzun vadeli bir perspektife sahip olması nedenleriyle, finansal ekonomi yaklaşımına dayalı firma teorilerinin daha kapsamlı ancak stratejik yönetim yaklaşımına dayalı firma teorileriyle uyum içerisinde olduğu görülmektedir.

2.3. Bir Firma Teorisi Olarak Vekâlet Teorisi

İçeriği Tablo 2.'de gösterildiği biçimde özetlenebilecek olan vekâlet teorisinin, temel eğilimi pozitif ve ampirik olup (Fama ve Jensen,1983) Pozitif Vekâlet Teorisi (Kurumsal Kontrol Yaklaşımı) sözleşmeye dayalı ilişkilerdeki sözleşme ortamını oluşturan faktörlerin etkilerine yer verir. Söz konusu faktörler; belirsizlik, farklı bilgilendirme 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.

Tablo.2: Vekâlet Teorisi

| | |
|--|--|
| Anahtar Düşünce | -Yetki veren-vekil ilişkisi bilgi ve risk üstlenim maliyetlerinin etkin dağıtımında temel veri olabilir. |
| Analizin Konusu | -Yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmeye dayalı ilişkiler. |
| Beşeri Varsayımlar | -Birey, ben çıkarıcı olup kendi yararlarını düşünür. -Sınırlı rasyonellik söz konusudur. -Riskten kaçınır. |
| Organizasyonel Varsayımlar | -Gruplar arasında amaç farklılığından kaynaklanan çatışmalar söz konusudur. -Etkinlik kriteri önem taşır. -Yetki veren ve vekil arasında farklı bilgilendirme düzeyi vardır. |
| Bilgiye İlişkin Varsayımlar | -Bilgi satın alınabilir bir maldır. |
| Sözleşmeye Dayalı İlişkiler Sonucu Ortaya Çıkan Problemler | -Ahlaki Riziko (Moral Hazard). -Yanlış Seçim (Advers Selection). -Risk Paylaşımı (Risk Sharing) ve Hazıra Konanlar problemi (Free Rider Problem). |
| Problemin Kapsamı | Amaçları ve risk tercihleri birbirinden farklı olan yetki veren ve vekil arasındaki ilişkiler. |

Kaynak: Eisenhardt (1989, s.57)

Pozitif vekâlet teorisi; yetki veren ve vekilin amaçları arasındaki farklılıklar ve vekilin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sınırlayan kontrol mekanizmaları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Teorik bakış açısından, pozitivist akım daha çok vekâlet problemlerini çözümlenecek yönetsel yapının tanımlanması ile ilgilenmekte olup,

Jensen ve Smith (1985) bu ilgiyi “sözleşmesel düzenlemelerin neden ortaya çıktığı” sorusuyla açıklamıştır. Buna göre;

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

Vekâlet ilişkilerindeki özel durumları da içeren pozitif vekâlet teorisi, matematiksel uygulamalardan çok, sözleşmelerin içeriğine ve kurumsal kontrole ağırlık vermektedir. Pozitif vekâlet teorisine göre; firma, piyasanın da tanımlandığı biçimde bir üretim faaliyeti yönetimidir. Takım üretiminin (team production) sağladığı avantajlar nedeniyle, firmalar canlı birer varlık olarak görülür (Alchian ve Allen, 1969; Alchian ve Demsetz, 1972) ve firma faaliyetleri sözleşmeye dayalı ilişkiler sistemi temelinde yürütülür. Buradan hareketle firma, çıkar grupları arasında -çatışma konularına sahip sözleşmeye dayalı ilişkilerin oluşturduğu- bağlarla tanımlanır (Jensen ve Meckling, 1976). Sözleşmeye dayalı ilişkiler sadece hisse senedi sahipleri ile yöneticiler arasındaki ilişkilerde değil aynı zamanda tedarikçiler, kredi verenler, müşteriler ve diğer baskı grupları ile olan ilişkilerde de söz konusudur.

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 plânda tutan) arasındaki çıkar farklılıkları vekâlet problemlerinin doğuşuna zemin hazırlar. Söz konusu problemler; yetki veren ve vekilin çıkar farklılıklarını gidermek için izleyici, garanti verici-tazmin edici ve güdüleyici düzenlemelerle 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 önlenemeyen kayıpların toplamı vekâlet maliyetlerini oluşturur.

Vekâlet teorisinin normatif yönleri de bulunmaktadır. Pozitif vekâlet teorisine göre daha soyut olan söz konusu yönelim Yetki veren-Vekil Literatürü olarak isimlendirilir. Yetki veren-vekil literatüründe, yetki veren ve vekilin çıkarlarını bağdaştıran, optimal sözleşme ilişkisini araştırmak amacıyla matematiksel araçlar ve tümdengelimci metodoloji kullanılır (Jensen, 1986).

Yetki veren-vekil literatürü; yetki veren-vekil ilişkilerinin genel teorisiyle uyumlu olarak, işveren-işgören, avukat-müvekkil, alıcı-satıcı ve diğer vekâlet ilişkilerine yayılmıştır. Vekilin risk üstlenmekten kaçındığı, yetki veren ile vekil arasında çıkar çatışmasının olduğu ve bunlara ilişkin sonuçların kolaylıkla ölçümlenebileceği kabul edilir. Önceliklerin etkisine ve farklı bilgilenme düzeyine daha çok yer veren söz konusu yaklaşım, davranışa yönelik sözleşmelerle vekâlet problemlerinin çözümlenebileceği iddiasındadır.

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 literatürü, sonuçların belirsizliği, riskten kaçınma, bilgi farklılıklarının değişik seviyelerinde hangi tür sözleşmenin daha etkin olacağı üzerinde durur. Bir diğer ifadeyle; her iki yaklaşımda, kendi çıkarlarına dönük yaşayan bireyler arasındaki problemlere yönelir ve herhangi bir sözleşme ilişkisinde toplam vekâlet maliyetlerinin azaltılmasını amaçlar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VEKÂLET TEORİSİ: VEKÂLET PROBLEM VE MALİYETLERİ

Modern firma yapısından hareketle firma çıkar grupları arasındaki sözleşmeye dayalı ilişkileri inceleyen vekâlet teorisi; firma teorisinin olduğu kadar, karar teorisinin veya özel çıkar teorisinin bir sonucu veya parçası olarak ta değerlendirilmektedir. Vekâlet ilişkileri Adam Smith'den (1776), Berle ve Means'e (1932); Coase'den (1937), Jensen ve Meckling'e (1976) uzun süredir tartışılan bir konudur.³

Berle ve Means (1932) modern firmayı; sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrıldığı organizasyon birimi olarak açıklamakta, söz konusu ayrılığın performans azalışına yol açtığından hareketle vekâlet maliyetlerinin kaynağına işaret etmektedirler.

“The Nature of the Firm” adlı makalesinde Coase (1937), temel organizasyon unsurları olarak piyasa ve firmayı görmektedir. Eğer iki veya daha fazla kişi işbirliğine karar verirlerse, her biri işbirliği için ayırdıkları kaynağın karşılığında getiri elde etmeyi bekleyecektir. İşbirliğinin temel unsurları; mal, hizmet, bilgi, risk ve hakların değişimidir. Söz konusu değişim unsurları nedeniyle piyasa çok önemli bir organizasyon olup kuralları belirler. Piyasa sadece organizasyonel işbirliğini

³ “Berle ve Means'in (1932) görüşlerine benzer görüşler “The Engineers and the Price System” adlı periyodüğün 1924 yılına ait sayısında Thorstein Veblen tarafından gündeme getirilmiştir. Veblen; firma kontrolünün sermaye sahiplerinden, mühendis-yöneticilere geçeceğine ve bu transfer sonucunda yaygın sahiplik yapısının ekonomik öneminin çok daha fazla konuşulacağına inanmaktadır. Bunun sonucunda; sermaye sahipleriyle özdeşleştirilen değer maksimizasyonu hedefi -sermaye sahipleri, etkinlik ve üretim artışını fiyat artışlarına karşı monopolist davranışlara getirilen sınırlamalar kadar önemsemeyeceklerinden- son bulacaktır. Mühendis-yöneticiler; teknolojik etkinlik yönündeki kültürün etkisinde olup eğitim gördüklerinden, firmayı kontrol etmeye başladıktan sonra firma üretimi artarak, firmanın sosyal sorumlulukları açısından istenilen düzeye ulaşacaktır” (Demsetz ve Lehn, 1985, s.1173).

düzenlemekle kalmaz, eğer değişim herhangi bir dış etkene maruz kalmaz ve gerekli bütün bilgiler kamuya açık olursa etkinlik de sağlar (Spremann, 1997).

Klasik firma anlayışının reddedilmesine karşın, firma içi çıkar gruplarını oluşturan yetki veren ve vekilin ekonomik davranışlarının klasik anlamda ele alınması olarak adlandırılabilir Mülkiyet Hakları (Property Rights) Teorisi, vekâlet teorisine geçişte önemli bir halka oluşturmaktadır. Temeli Coase'ye (1937, 1960) dayanan söz konusu çalışmalar içinde, en iyi bilinenleri Alchian ve Allen (1969); Alchian ve Demsetz'in (1972) açıklamalarıdır. Alchian ve Demsetz'e (1972) göre; firma bir sözleşmeler sistemidir. Takım üretiminin söz konusu olduğu firmada bireyler, çıkarları yönünde faaliyet göstermekle birlikte diğer bireylerin davranışlarından etkileneceklerinden, çıkarlarını gerçekleştirmeye dönük faaliyetlerini realize ederler. Etkinliği arttırmak için, takım üretimi temel alınarak ödüllendirme ve cezalandırmayı içeren bir izleme faaliyetinde bulunulması gerekir.

Yine bu kapsamda ele alınabilecek görüşler ileri süren Spence ve Zeckhauser (1971) ve Ross (1973); vekillerin, kendi çıkarları ile yetki verenlerin önceliklerini sıralandıracak biçimde teşvik edilmeleri ile ilgili analizler yapmışlardır. Ancak söz konusu anlayış, vekâlet ilişkilerini açıklamakta uzun süre kullanılamamıştır. Bunun nedeni ise teorinin, sahiplik bağlantısı bulunmadığı halde, firmayı kontrol eden yöneticilerin durumunu açıklamakta yetersiz kalmasıdır. İlgilendirildikleri problemler benzer ve bakış açıları birbirini tamamlar nitelikte olmakla birlikte vekâlet teorisinin, mülkiyet hakları teorisinden bağımsız olarak gelişimine devam ettiği görülmektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

Vekâlet teorisinin ana hatlarını ilk kez geniş bir biçimde ortaya koyan Jensen ve Meckling'de (1976), Alchian ve Demsetz'de (1972) olduğu gibi; firmayı bir sözleşmeler bütünü olarak görmekte ve

“sözleşme olarak vekâlet ilişkisi; bir veya birkaç kişinin/grubun (yetki veren), bir başka kişiyi/grubu (vekil), bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek kendi yararına faaliyette bulunmaya yönlendirmesidir”
(Jensen ve Meckling, 1976, s.306).

açıklamasıyla, vekâlet ilişkisini tanımlamaktadırlar.

Ancak vekâlet ilişkisinin klasik anlamda sözleşme olarak tanımlanması yeterli değildir. Modern sözleşme yaklaşımı da, vekâletin ilişkisel yönüne vurgu yaparak özel bir nitelikte olduğunu kabul etmektedir (Williamson, 1979). Schanze'ye (1997) göre; sözleşme istenilenin yerine getirilmesi (performans), vekâlet ise istenilenin yerine getirilmeye çalışılmasıyla (çaba) ilişkilidir. Ancak bu durum, sözleşme ve vekâlet ilişkilerinde keskin bir ayrım olarak nitelenmemeli, işbölümünün iki önemli aracı olarak kabul edilmelidir.

Vekâlet teorisi ile ilgili olarak yapılan çalışmalar; vekâlet kavramının ana unsurlarının, yerine getirilmesi istenilen faaliyetlerin gösterildiği talimatların yanında, tercih hakkı olarak açıklanan inisiyatifin de devredilmesi olduğu konusunda birleşmektedirler. Özel Çıkar Teorisi olarak da bilinen söz konusu yaklaşıma göre; vekâlet ilişkisi, talimat ve inisiyatifin gönüllü olarak bir üçüncü kişiye/gruba devredilmesi durumuyla ilgilidir. Firchau'ya (1997) göre ise; Karar Teorisinin bir parçasıdır. Çünkü; karar alıcı olarak adlandırılan birey, sonuçlarına katlanmak üzere karar vermektedir. Vekâlet ilişkisinde, yetki veren tarafından vekile, yetki verenin çıkarları doğrultusunda hareket etmesini teşvik edecek bir ücret ödenir. Buna göre, optimal ücretin belirlenmesi vekâlet teorisinin temel problemidir. Ücret fonksiyonu, teşvik edici etkisinin yanında, yetki veren ve vekil arasında tatmin edici bir risk paylaşımını da sağlar. Bir diğer ifadeyle, risk ve faydalar paylaşılır ve izleme ile verimlilik düzeyi ve aldatma-kaytarmanın olup olmadığı belirlenir.

Vekâlet teorisi ikinci bölümde de kısmen değinildiği üzere; Yönetim Bilimleri, İktisat ve Finans disiplinleri ağırlıklı olmak üzere oldukça geniş bir alanda çalışılmıştır.

“Vekâlet teorisi ile ilgili olarak yapılan ilk çalışmalar; İktisat'ta (Spence ve Zeckhauser,1971), Finans'ta (Jensen,1973; Fama,1980), Muhasebe'de (Demski ve Feltham,1978), Pazarlama'da (Basu,1985), Sosyoloji'de (Eccles,1985; White,1985), Yönetim Bilimleri'nde (Eisenhardt, 1985,1988), Siyaset Bilimi'nde (Mitnick,1986), Davranış Bilimleri'nde (Kosnik,1987) olarak sıralanabilir” (Eisenhardt, 1988,s. 57).

Söz konusu bütün çalışmalarda, vekâlet ilişkisinden doğan iki ana problemin çözümü üzerinde durulmuştur. Bu problemlerden birincisi; yetki veren ve vekilin amaçlarındaki veya beklentilerindeki çatışmalardan ortaya çıkar ve yetki verenin,

vekilin gerçekte ne yaptığını incelemesi zor ve pahalıdır. İkinci problem ise, yetki veren ve vekilin riske karşı takındıkları farklı tavırlardan kaynaklanan risk paylaşımıdır.

Yönetim Bilimlerinde; Durumsallık Yaklaşımı (Koşul Bağımlılık) çerçevesinde, organizasyonların yöneticiler tarafından bilinçli ve sistematik olarak alınan kararlarla değiştikleri ve çevrelerine uyum sağladıkları görüşü kabul görmüştür (Koçel, 1989). Bu görüşe göre; organizasyon yönetimi, içinde bulunduğu çevreyi sürekli olarak izler, gelişmeleri belirler, organizasyonun yapı ve işleyişinde değişiklik yapacak kararları alır, bunları uygular ve böylece yönettikleri organizasyonlar çevrelerine uyum sağlamış olurlar. Bunu yapmayan veya yapamayan organizasyonlar ise çevrelerinden kopar ve bir süre sonra faaliyetlerini durdurmak veya el değiştirmek zorunda kalırlar. Organizasyonların böyle bilinçli olarak alınmış kararlarla, çevrelerine uyum sağlamalarını inceleyen görüşler Adaptasyon -Uyum- Yaklaşımı olarak adlandırılmakta olup, vekâlet teorisi de bu yaklaşımlardan biridir (Eisenhardt, 1988).

Vekâlet teorisi, Finansal Yönetimde temel ilkelere biri olan, bireysel çıkarı düşünme davranışı ilkesine (the principle of self-interested behavior) 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.

Firmaların kuruluşuna ait sözleşmelerin büyük bir bölümü vekâlet ilişkisi olarak kabul edilebilir. Satış elemanları, avukatlar, yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri, sigorta acentaları vekâlet ilişkisinde yetki veren ve vekilin kimler olduğuna dair bazı örnekleri oluşturmaktadır. Bireysel davranışların dikkatli bir analizini içeren vekâlet teorisi, yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelerin daha etkin bir biçimde yerine getirilmesine yardımcı olur.

3.1. Firma Çıkar Grupları

Firma, değer maksimizasyonu amacıyla; insan, sermaye ve doğal kaynaklar gibi üretim faktörlerinin (input) etkinlik ve verimlilik koşulları altında çıktı (output) elde etmek, yani mal ve hizmet üretmek için biraraya getirildiği, ekonomik ve toplumsal bir organizasyon olarak tanımlanır (Tosun, 1990). Doğuşuna, bireylerin bağımsız çalışma isteği ve kâr elde etme güdüsüyle, iş bölümü ve geleceğin belirsizliğinin neden olarak gösterildiği firmaya, günümüzde yüklenen anlam çok daha farklıdır. Yönetim, sahiplik ve sermayenin birbirinden ayrıldığı günümüzün modern firması, amaç ve misyonları için faaliyet gösterirken pek çok çıkar grubunun ilgi ve etki alanı içerisinde yer almaktadır.

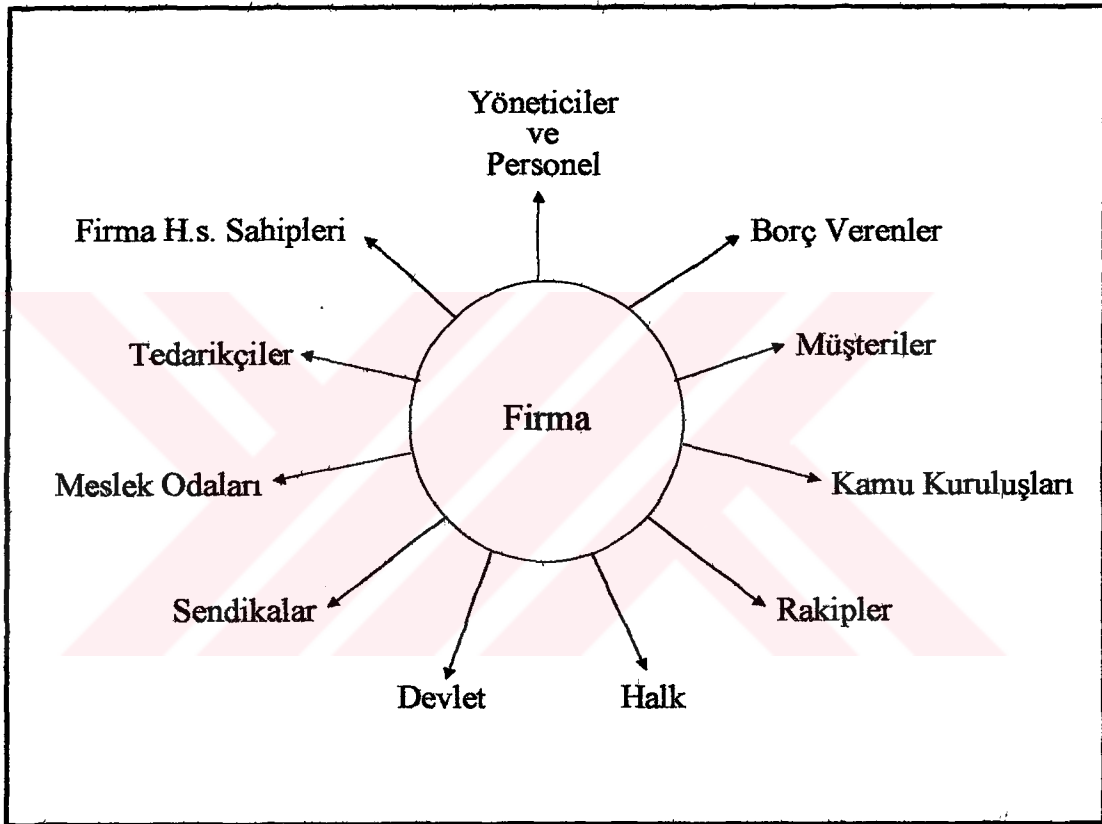
Çıkar grupları arasındaki ilişkilerin, hukuk kuralları çerçevesinde düzenlenen sözleşmelerle belirlenmesi (legal fiction) nedeniyle, tek başına bir birey gibi değil de, pek çok bireyin koordine edildiği bir yapı olarak ele alınan firma, söz konusu çıkar gruplarına da hizmet etmelidir. Bu durumda firmanın amaçları; fayda ve değer maksimizasyonu, fayda ve değer maksimizasyonunun bugünkü değeri, hisse senedinin geçerli değeri, sosyal sorumluluklar ve vekâlet problemleri ile ilgili olmalıdır (Diacogiannis, 1994, s.37). Aksi takdirde canlı bir varlık olarak firma, devamlılığını ve gelişimini sürdürmez.

Şekil 1.'den de görülebileceği gibi, firma çıkar grupları; firma içi çıkar grupları ve firma dışı çıkar grupları olmak üzere ikiye ayrılır (Tosun, 1990, s.16).

*Firma İçi Çıkar Grupları: Firma içi çıkar grupları içinde personel ve yöneticiler yer alır. *Personel*, firmanın amaçlarına ulaşması için harcadığı bedensel ve zihinsel emeğin karşılığında mümkün olduğu kadar iyi bir ücret, iyi çalışma koşulları (işyeri, iş zamanı, iş güvenliği vb.) ve gelecek garantisi isterken; yönetim bilimcilerce kendilerine hakim ve hakem rolü verilen *yöneticiler*, personelin isteklerine ek olarak itibar ve otorite sağlayıcı geniş yetkiler elde etmenin peşindedirler.

*Firma Dışı Çıkar Grupları: Firma dışı çıkar gruplarından sermayedar kavramı içinde yer alıp, firma sahipleri olarak nitelenen *hisse senedi sahipleri* yatırımlarının karşılığında yüksek kâr payı getirisi ve sermaye kazancı elde etmeyi amaçlarken; borç

verenler olarak nitelenen *tahvil sahipleri ve diğer kredi verenler firmaya* ödünç olarak verdikleri sermayenin karşılığında maksimum faiz beklemedikleri gibi, yatırımlarının güven içinde olmasını, yani ödememe riski (default risk) içermemesini isterler. *Sendikalar* üyelerinin haklarının gözetilmesi konusunda dikkat gösterirken, *satıcılar* firmaya yüksek fiyatla, peşin ve çok miktarda mal ve hizmet satma beklentisi içindedirler. *Müşteriler* ödedikleri bedel karşılığında kaliteli, ucuz, zevklerine uygun bol miktarda mal ve hizmet ile ödeme kolaylığına öncelik verirler.



Şekil.1: Firma Çıkar Grupları

Devlet ve diğer kamu kuruluşları, firma gelirlerinden mümkün olduğu kadar büyük bir pay (vergi, resim, harç, prim vb.) alma isteğinin yanında, konumu gereği firma faaliyetleri nedeniyle diğer çıkar gruplarının çıkarlarının zedelenmemesine dikkat ederler. *Meslek odaları* getirdikleri düzenlemelere uyulmasını ve aidatlarının zamanında ödenmesini talep ederken; *rakipler* kârlarını azaltmayacak bir rekabet anlayışının hakim olmasını isterler. Bütün bu çıkar gruplarının dışındaki büyük kitleyi oluşturan *halkın*

beklentisi ise, firmanın genel refah artışına sağladığı katkının yanı sıra, ekolojik dengeyi koruma yönünde hassasiyet göstermesi örneğinde olduğu üzere birtakım değerlere sahip çıkmasıdır.

Firma yönetişimi açısından, çıkar gruplarının firma kararlarındaki etkilerine göre başlıca iki firma modelinden bahsedilebilir (Maher ve Andersson, 1999);

*Hissedarlık modeli (shareholder model): Dar bir kapsama sahip olan model, tepe yönetiminin hissedarlara karşı olan sorumluluklarının sözleşmeler yardımıyla belirlenmesini içerir.

*Çıkar grupları modeli (stakeholder model): Model firmayı ilgilendiren bütün ilişkileri sözleşmeye konu olsun olmasın kapsar.

Genel karakteristik ve öncelikleri (firmadan beklentileri) yukarıdaki gibi olan çıkar gruplarından vekâlet maliyetlerine konu olanlar; yönetici, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin öncelikleri ve bu önceliklerden kaynaklanan vekâlet problemleridir. Bu nedenle diğer çıkar gruplarını oluşturan; personel, sendikalar, satıcılar, müşteriler, devlet ve diğer kamu kuruluşları⁴, meslek odaları, rakipler ve halkın çalışmanın kapsamı dışında tutulup yönetici, hisse senedi sahipleri ve tahvil sahipleriyle diğer kredi verenlerin daha geniş bir biçimde tanımlanması yerinde olacaktır.

3.1.1 Yöneticiler

Amaçlara yönelmiş beşeri ve psikososyal özlü bir süreç olan yönetim işlevini yerine getiren ve "başkaları aracılığıyla işgören kişi" olarak tanımlanan yönetici, ekonomik gelişme ve yönetimin meslekleşmesi ile birlikte, firma sahibi ya da sermayedar konumunda olmadığı halde firma yönetiminde söz sahibi konumuna gelmiştir (Koçel, 1989, s.9).

⁴ Öte yandan, vekâlet maliyetlerine kamusal bakış açısından da yaklaşılmaktadır. Buna göre; vergi toplayıcısı olan devletin, değer maksimizasyonu amacındaki firma ve bireylerin vergi kaçırılmalarını önlemek için -bir izleme maliyeti olarak değerlendirilen- vergi denetçileri çalıştırması da yetki veren-vekil ilişkisi sonucu ortaya çıkan bir vekâlet maliyeti olarak değerlendirilebilir.

Yönetici, kâr ve riski başkalarına ait olmak üzere mal veya hizmet sunmak için üretim faktörlerini araştırıp, bulmakta ve bunların belirli bir gereksinimi karşılamaya dönük olarak üretim sürecinde kullanılması amacıyla yönetim işlevlerini (plânlama, organizasyon, emir-komuta, koordinasyon ve kontrol) yerine getirmektedir⁵ (Tosun, 1986, s.208).

Yöneticilerin göstermiş oldukları çabalarının 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 unsurlarıyla tatminleri de söz konusudur. Sözü edilen maddi teşvik unsurları aşağıdaki gibidir (Jensen ve Smith, 1985, s.103):

* Piyasa ölçütlerine göre belirlenen performansa bağlı teşvik unsurları:

-*Hisse senedi opsiyonları*: Belirli bir fiyat üzerinden verilen hisse senedi satın alma hakkıdır.

-*Hisse senedi değer artış hakkı*: Belirlenmiş bir dönem için, firma hisse senedi değerindeki artış karşılığı yapılan nakdi ödemelerdir.

-*Hisse terki*: Piyasa fiyatının altında veya maliyetsiz olarak hisse senetlerinin devredilmesidir.

* Muhasebe ölçütlerine göre belirlenen performansa bağlı teşvik unsurları:

-*İkramiye (prim)*: Firma gelirlerinin artması karşılığında ödenen nakdi karşılıklardır.

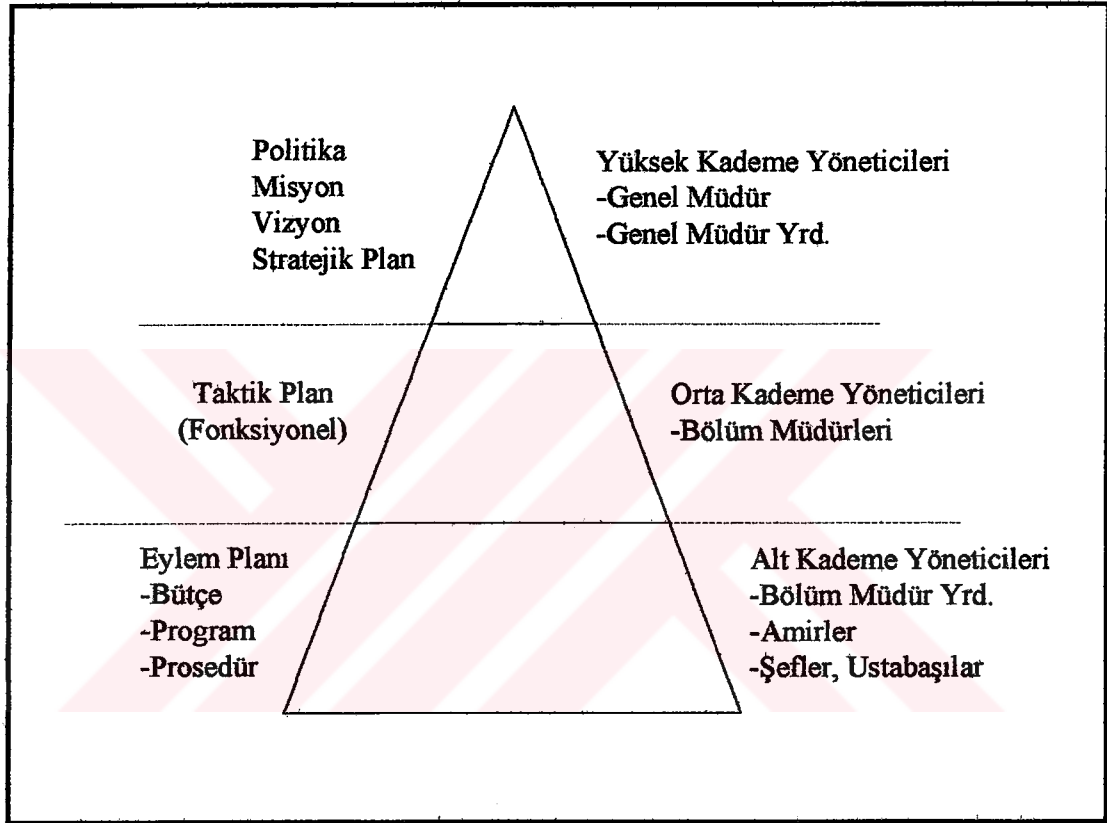
-*Performans hisseleri*: Hisse başına kazanç, getiri oranı gibi faaliyet performans ölçütleri karşılığında hisse senedi verilmesidir.

Verdikleri kararlarla; hisse senedi sahiplerinin ne kadar kâr payı alacaklarından, borç verenlere ne kadar ve hangi koşullarda faiz ödeneceğine, çalışanların ne kadar gelir elde edeceklerinden, üretim miktarı ve istihdam düzeyinin ne düzeyde olacağına kadar geniş bir alanı etkileyen yöneticiler için önemli olan konular; aldıkları maaş ve maddi

⁵ Ancak, kendi geleceğini tek bir firmaya bağlayan yönetici, -hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin de riskten kaçınmaları nedeniyle- olması gerekenden daha fazla risk üstlenebilmekte ve bu durum yöneticinin azınlık hissedarı komumuna gelmesiyle sonuçlanabilmektedir. Bu ise; yöneticilerin eskisi gibi riskten kaçamaması, varlık getirilerinin varyansının düşmesi, performans ölçümünde daha az hata yapılması ile sonuçlanmaktadır.

teşvik unsurlarının yanında, kendilerine tanınan imtiyazların korunup arttırılması ve belirsizlik ortamına karşı iş güvencelerinin sağlanmasıdır.

Güç ve prestij sağlayıcı imtiyazlar arasında; pahalı klüp üyelikleri, özel araba ve jetler, lüks ofisler, büyük idari binalar ve direkt olarak yöneticiye bağlı alt çalışanların fazlalığı gibi olanaklar yer alır.



Şekil.2: Yönetim Piramidi

Şekil.2, Eren, (1990, s.35) ve Dinçer, (1991, s.54)'deki şekil ve açıklamalardan yararlanılarak türetilmiştir.

Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta da vekâlet maliyetleri kavramı içinde özel bir öneme sahip yönetici tanımıyla;

- Yüksek kademe yöneticileri (tepe-politika yöneticisi),
- Orta kademe yöneticileri (fonksiyonel yönetici),
- Alt kademe yöneticileri (operasyon yöneticisi)

biçiminde sınıflandırılan (Tosun, 1990, s.19) yöneticilerden, daha çok politika oluşturmakla görevli yüksek kademe yöneticilerinin anlaşılması gerektirir.

Buna göre, yüksek kademe yöneticileri firmanın uyacağı genel politika ve stratejileri belirlerken; orta kademe yöneticileri ilgili oldukları firma departmanının (insan kaynakları, satınalma, üretim, pazarlama, finansman, muhasebe, araştırma-geliştirme, halkla ilişkiler) bu politika ve stratejilere uygun olarak yönetilmesiyle uğraşırlar. Alt kademe yöneticileri ise, bu departmanların içindeki faaliyetlerin yerine getirilmesini sağlarlar.

Bu durum, yönetim piramidi olarak adlandırılan ve değişik yönetim kademelerindeki yöneticilerin karar alma ve plânlama mekanizması içindeki yerini gösteren Şekil 2. yardımıyla daha kolay anlaşılabilir.

3.1.2. Hisse Senedi Sahipleri

Sermayesi halka açık anonim ortaklıklarda (publicly closely held), sahiplik aracı hisse senetleridir. Buna göre; firma sermayesinin belirli bir kısmını temsil eden hisse senedini satın alarak, firmanın ortağı konumuna gelen hisse senedi sahibi (shareholder-stockholder-equityholder) aynı zamanda firmayı yönetme hakkına da sahip olur. Hisse senedi sahiplerinin hakları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Peterson, 1994, s.517):

*Firma gelirinden pay alma hakkı: Hisse senedi sahibinin firma kârından pay (temettü) alması, firma değer artışından sermaye kazancı elde etmesi, sermaye arttırımı sırasında düşük bedelle yeni hisse senedi almasını ifade eden rüçhan hakkından yararlanması ve firmanın tasfiyesi (liquidation) durumunda bu tasfiyeden pay almasını ifade eder.

*Yönetime katılma hakkı: Hisse senedi sahiplerinin, genel kurulda kendilerini temsilen oluşturdukları yönetim kurulu aracılığıyla; firma yöneticilerini görevlendirerek yönetime katılması ve firma birleşmeleri, yeni sermaye arttırımına gidilmesi, firma ünvan ve faaliyetlerinin değiştirilmesinde oy hakkına sahip olarak belirleyici bir rol oynamasıdır.

*Firma faaliyetleri konusunda bilgi edinme hakkı: Günü gününe olmasa da, firma faaliyetleri, firmanın ortaklık yapısı, firma birleşmeleri, yeni ürün ve keşfi, önemli varlıkların satışı ve iş gücüyle yaşanan sorunlarla ilgili bilgilenme hakkını içerir.

Portföy Teorisine göre; farklı hisse senetlerine yatırımda bulunarak yaptığı çeşitlendirme (diversification) sonucu, tek bir firmadan kaynaklanabilecek riskleri yok ederek, -aldığı hisse senetlerinin nominal değeri (par value) kadar sorumlu olma biçiminde tanımlanan- sınırlı sorumluluk (limited liabilities) ilkesi ile hareket eden hisse senedi sahiplerinin, haklarının derecesini ise hisse senedinin türü belirler. Başlıca iki türde olan hisse senetlerinden, tercihli hisse senedi (preferred stock) sahipleri, adi hisse senedi (common stock) sahiplerine göre firma kârı ve tasfiyesinden pay alma ile oy hakkında öncelikli konumdadırlar (Brealey, Myers ve Marcus, 1995, s.323).

Hisse senedi sahipleri, genel kurulda seçtikleri yönetim kurulu aracılığıyla karar verme yetkisini devrettikleri yöneticilerden, değer maksimizasyonunun sağlanması yönünde hareket etmelerini beklerler. Hisse senedi sahiplerinin önceliklerini ise; mümkün olduğu kadar çok kâr payı ve sermaye kazancı elde etmelerini sağlayacak biçimde firma değerini arttıracak kârlı yatırımlarda bulunulması ve sermaye arttırımına gidildiğinde rüçhan haklarından yararlandırılmaları oluşturur.

Hisse senedine yapılan yatırımdan asıl beklenen kâr payı dağıtımlarıdır. Kâr payı ödemeleri ve hisse senedinin beklenen değeri bugüne indirildiğinde, hisse senedi sahibinin yatırımda bulunduğu hisse senedinin bugünkü (gerçek) değeri belirlenebilir (Diacogiannis, 1994, s.501).

T-yıl vadeli temettü indirgeme modeli olarak anılan yönteme göre;

P_0 = Hisse senedinin bugünkü değeri

D_t = t yılında beklenen kâr payı ödemesi

T = Hisse senedi sahibinin firma hisse senetlerini elinde tutmayı planladığı yıl sayısı

r = İskonto oranı

P_T = T periyodu sonunda hisse senedinin beklenen değeri, hisse senedinin bugünkü değeri aşağıdaki gibi olmaktadır:

$$P_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^T D_t / (1+r)^t}_{\text{Beklenen temettü ödemelerinin bugünkü değeri}} + \underbrace{P_T / (1+r)^T}_{T \text{ periyodu sonundaki hisse senedinin bugünkü değeri}}$$

Hisse senedi sahiplerinin bir diğer beklentisini oluşturan rüçhan hakkı; sermaye arttırımında -eldeki her bir hisseye karşılık arttırılan sermayeden- nominal veya nominal değer üzerindeki -primli- fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır. Hisse senedinin sermaye arttırımından önceki ve sonraki değeri arasındaki farkı ifade eden rüçhan hakkı (Canbaş ve Doğukanlı, 1995, s.31):

R = Rüçhan hakkı değeri

P₀ = Hisse senedinin borsa değeri

S = Bir hisseye düşen bedelli hisse miktarının nominal değeri

N = Bedelli + Bedelsiz arttırım yüzdesinin ondalık ifadesiyken;

$$R = P_0 - [(P_0 + S) / (1+N)] \quad \text{formülü ile hesaplanabilir.}$$

3.1.3. Borç verenler (Tahvil Sahipleri ve Diğer Kredi verenler)

Daha önce de belirtildiği üzere, vekâlet problemleri açısından tahvil sahipleri (bondholder), banka ve sigorta kurumları gibi genel finans kuruluşlarından oluşan kredi verenlerle (creditors) birlikte, borç verenler (depholder) kavramı içerisinde ele alınabilir (Van Horne, 1995, s.4). Tahvil sahipleri, ilgili firmanın (issuer) genellikle uzun bir vade ile çıkardığı, anapara (principal) ve faiz (interest) ödemelerini içeren borçlanma senetlerini (note, bond) satın alan yatırımcılardır.

Buna göre; tahvil sahibinin yatırımından elde edeceği getirinin bugünkü değeri:

$$\text{Bugünkü değer} = C / (1+r) + C / (1+r)^2 + \dots + (C + F) / (1+r)^n$$

formülündeki gibi olacaktır. Burada;

- C = Tahvil kupon faizi
 F = Anapara
 r = İskonto oranı
 n = Vade'dir.

Tahvil sahipleri yatırımda bulunduğu tahvilin faiz oranını,

$$\text{Piyasa Faiz Oranı} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Risk Primi} + \text{Enflasyon Oranı}$$

eşitliğine (Fisher Eşitliği) göre oluşturarak kendisini her türlü değer kaybından korumaya çalışır. Buradan hareketle tahvil sahiplerinin; faiz oranı riski, enflasyon riski, vade riski, ödenmeme riski, geri çağırılma (callability) riski ve tasfiye (liquidity) riski ile karşı karşıya olduğu söylenebilir (Canbaş ve Doğukanlı, 1995, s.321).

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 (Peterson, 1994, s.439):

* Güvencesiz (unsecured) tahviller: Faiz ve anapara geri ödemelerinde hiçbir öncelik taşımayan tahviller olup, sahipleri ortaklığın diğer alacaklıları ile aynı haklara sahiptir.

* Güvenceli (secured) tahviller: Tahvil sahiplerine vadesi geldiğinde faiz ve anapara ödemelerinin yapılacağına ilişkin ek güvenceler verip;

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

- *Rehinli (collateral) tahviller*: Firmanın portföyündeki başka firmalara ait hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlerin rehnedildiği,

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

Anapara ve faiz ödenmediğinde, firmanın tasfiyesini isteyerek alacağını tahsil etme hakkı olan tahvil sahipleri, ihraççının çıkarımında belirtilen koruyucu (protective) hükümlere uyup uymadığını izleyen ve çoğunlukla bağımsız bir banka olan "trustee"

tarafından korunurlar (Francis, 1993, s.44). Yine, tahvil sahipleri tahvil anlaşmalarında birtakım koruyucu hükümlerin ve kısıtlamaların (bond covenants) konulmasını sağlayarak, üstlendikleri riskleri azaltabilirler.

Buradaki açıklamalar ışığında, tahvili kısa sürelerle tutup satmak amacıyla yatırımda bulunan spekülâtorlerden farklı olarak, uzun süreli beklentilerle tahvil alan tahvil sahipleri için önem taşıyan konular; tahvil verimi, güvence ve tahvil faiz oranı riskini açıklamakta kullanılan süre (duration) olarak ortaya çıkmaktadır.

Banka, sigorta kuruluşu vb. gibi kredi verenlerce firmaya verilen borçlarsa (term loans) genellikle bir garanti karşılığı (ipotek) olup kredi verenlerce kredi anlaşmasında, borcun geri ödenmesine ilişkin kısıtlayıcı hükümlere yer verilebilir (Peterson, 1994, s.554).

3.2. Vekâlet Problemleri

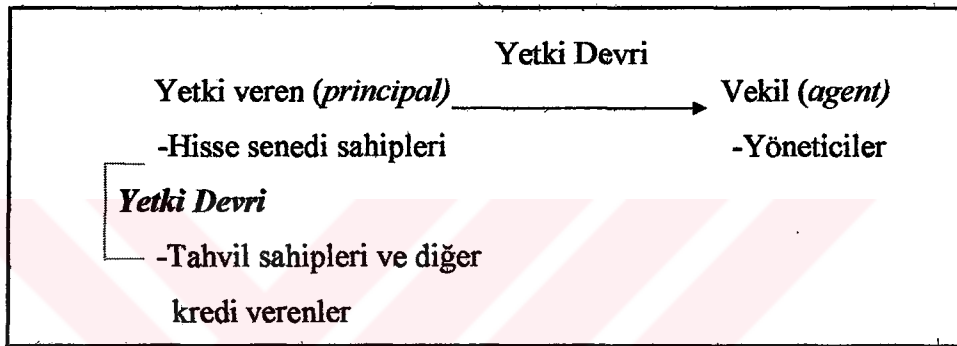
Kendileri de maliyet içeren vekâlet problemleri; yöneticiler, hisse senedi sahipleri, borç verenlerden oluşan (claimholders) ve birbirleriyle ilişkilerinde vekil (agent) ve yetki veren (principal) konumunda olan firma çıkar gruplarının "önce ben" ilkesiyle kendi faydalarını maksimize etmek için girdikleri mücadelelerden kaynaklanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, s.308). Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere vekâlet problemlerinden söz edilebilmesi için öncelikle vekil-yetki veren ilişkisinin varlığı, bir diğer ifadeyle sahiplik ve kontrol ayrımının söz konusu olması gerekmektedir.

Günümüz firmalarında ve özellikle de sermayesi halka açık anonim ortaklıklarda, yöneticilik, firma sahipliği ve sermaye sahipliğinin giderek birbirinden ayrılması, firmanın amaçlarına ulaşmak için göstereceği faaliyetlerin yürütülebilmesini sağlayacak biçimde yetki devrini gerekli kılmaktadır (Fama ve Jensen, 1983, s.328).

Buna göre; bir girişimci tarafından kurulup, zaman içinde büyüyerek yöneticilik görevini profesyonellere bırakan ve sermayesini halka açan firmanın, faaliyetlerinin yürütülebilmesi için temel olarak yöneticilere (vekil), girişimcinin de dahil olduğu hisse senedi sahiplerince (yetki veren) yetki devredilir.

Vekil, firmanın bir diğer ifadeyle yetki verenlerin amaçlarına ulaşması için çalışan, yetki veren ise vekili kendi amaçları doğrultusunda çaba harcamak için teşvik eden kişi/kişiler olmaktadır.

Ancak yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin öncelikle kendi faydalarını maksimize etmeye çalışacakları düşünüldüğünde, yöneticilerin yeterince iyi birer vekil olamayacağı ortaya çıkar⁶. Aynı biçimde farklı beklentiler içindeki hisse senedi sahipleri ile borç verenlerin de amaç birliği içinde olmayacakları açıktır. Söz konusu durum şematik olarak aşağıdaki gibi açıklanabilir:



Yönetici, hisse senedi sahibi, borç verenlerin her biri firma hak dağıtım sürecinde hak iddia etmekle birlikte, hakların dağıtımında yasal öncelikler olduğu unutulmamalıdır.

Buna göre ;

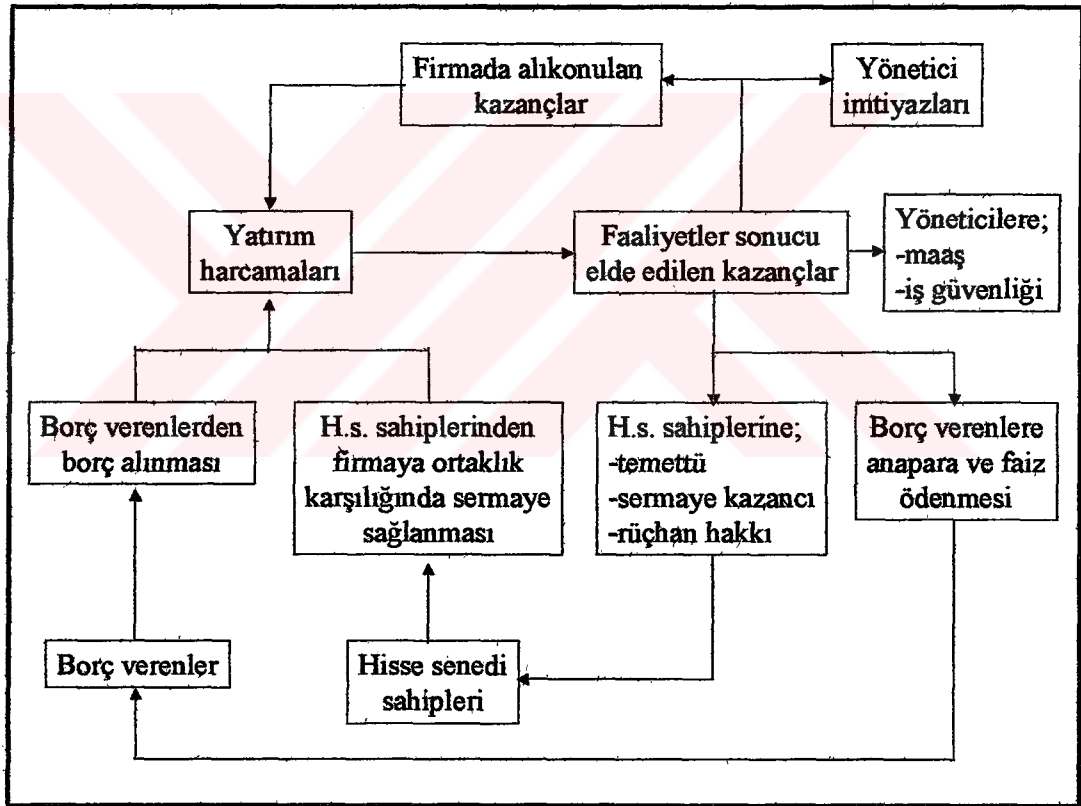
$$\text{Net Nakit Akışları} = \text{Nakit Girişleri} - \text{Nakit Çıkışları}$$

eşitliğindeki gibi tanımlanan net nakit akışlarından; borç verilere payları (borç) ödendikten sonra, vergi ödenecek, bu ödemelerden arta kalan nakit olursa hisse senedi

⁶ Burada hisse senedi sahipleri ile yöneticiler arasındaki gibi direkt bir yetki devri söz konusu değildir. Tahvil sahipleri ve diğer kredi verenlerce devredilen yetki fonlarını kendilerinin kullanmayıp ta hisse senedi sahipleri adına yöneticilere verilmesinden kaynaklanmaktadır.

sahiplerine (residual claimants) kâr payı ödemesinde bulunulacak ve serbest nakit akışı (free cash flow) olarak nitelenen kalan tutar ise, firma yatırımlarının yanısıra yöneticilere tanınan imtiyazların finansmanında kullanılacaktır.

Şekil 3.'ten de görüleceği üzere fayda maksimizasyonu çerçevesinde hareket eden yöneticiler kendi kullanımlarındaki imtiyazları koruyup arttıracak serbest nakit akışlarını ve iş güvenliklerini; hisse senedi sahipleri yüksek kâr payı elde etmelerine imkan 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 oranlarını sağlayıcı politikaları kapsayan firma stratejileriyle ilgilidirler⁷.



Şekil.3: Firma Hak Dağıtım Sürecinde Çıkar Grupları

Şekil.3, Peterson, (1994, s.592)'deki şekilden yararlanılarak türetilmiştir.

⁷Vekâlet problem ve maliyetleri tartışılırken yöneticiler yerine özkaynak (serbest nakit akışı), hisse senedi sahipleri yerine temettü, borç verenler yerine borç kaynaklı vekâlet problem ve maliyetleri kavramları da kullanılabilir. Buradaki bakış açısı ise, vekâlet problemlerine değinilirken; yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenler kavramlarının öne çıkarılması biçimindedir.

Söz konusu durum, çıkar grupları arasında farklı bilgilenme düzeyi ve riskten kaçınmaktan (risk aversing) kaynaklanan risk paylaşımındaki (risk sharing) farklılıkların olması durumunda, vekillerin kendi çıkarlarına uygun fakat yetki verenlere maliyet yükleyen davranışlarda bulunduğu durumları ifade eden, ahlaki riziko⁸ (moral hazard problem) olgusuyla birleşerek vekâlet problemlerine yol açar (Ramakrishnan ve Takor, 1982, s.503).

Bir diğer ifadeyle, çıkar grupları çıkarlarını direkt olarak ilgilendiren ve firma sermaye yapısını etkileyebilecek politikaları, birbirlerine duydukları güvensizlik nedeniyle kendi lehlerinde oluşturmaya çalışırlar ki, bu da vekâlet problemlerini ortaya çıkarır. Bu nedenle; yönetici, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin kendi önceliklerinden kaynaklanan vekâlet problemlerini açıklamaya başlamadan önce farklı bilgilenme düzeyi kavramını tanımlamak gerekmektedir.

Yönetim ile hisse senedi sahipleri ve tahvil sahipleriyle diğer kredi verenler, yani vekil ile yetki veren arasındaki bilgilenme farklılıklarını belirten farklı bilgilenme düzeyi probleminde, bilgiyi oluşturan yönetime özel (private) ve kamuya açık (public) bilgiler, vekâlet ilişkisi içinde yetki verenlere yeterince ulaştırılmaz ve/veya gerçek durumu yansıtmayacak biçimde ulaştırılır (Maggi ve Clare, 1995, s.675). Vekil olarak adlandırılan yöneticiler, pek çok görevi yerine getiriyor ve faaliyetlerine ilişkin olarak hazırladıkları raporlar hisse senedi sahiplerinin yegane bilgilenme aracı oluyorsa, çıkarlarıyla uyumlu olarak bilgilerle oynamaları kaçınılmazdır.

Buna göre; yetki verenler maliyete (information rent) katlanmadan firmanın gerçek durumunu yansıtan bilgilere erişemez, erişseler bile çok teknik kalabilecek bu bilgileri yeterince değerlendiremezler (Alanson, 1993, s.570).

Bilgilendirme etkisini maliyetli kılan söz konusu durumun, yöneticilerle yapılan maliyet yükleyici anlaşmalarla çözümlenebileceğini belirten Maggi ve Clare'e (1995) karşın; Green ve Laffont (1986) optimal görülen anlaşmaların dahi vekilleri doğru bilgileri açıklamaya itemeyeceğini, Dye (1988) çok boyutlu bilgiye sahip yöneticiler, bu boyutların tümüyle iletişiminin sağlanmasını zor ve imkansız gördüklerinden bilgisel

⁸ Söz konusu olgu ahlaki zaafiyet olarak ta adlandırılabilmeyle birlikte, bu çalışmada ahlaki riziko olarak kullanılmıştır.

farklılıkların olası olduğunu, Laffont ve Tirole (1993) ise yetki verenlerin yeni maliyetlere katlanmak yerine bilgisel farklılığın devamına izin vereceklerini söyleyerek karşı çıkmış ve farklı bilgilendirme düzeyinin varlığına engel olunamayacağına işaret etmişlerdir⁹.

Yöneticilerce düzenlenen finansal raporların dışında, çıkar gruplarına bilgi sağlayıcı en önemli unsurun kâr payı ödemeleri olduğu varsayılır. Sinyal Verme Etkisi (Signalling Effect) olarak adlandırılan söz konusu durumda kâr payı ödemelerinin tek başına yeterli bilgilendirme etkisine sahip olmaması, bazı bilgilerin yönetimce piyasalardan saklanması (going-private), kâr payı ödemelerindeki artışın her zaman kâr artışından kaynaklanmaması ve dağıtım maliyetlerinin de sürekli düşük olmaması nedeniyle, temettülerin bilgilendirme etkisi yeterince ekonomik olmayabilir¹⁰ (Van Horne, 1995, s.283). Bu yüzden; borç, yatırım değişiklikleri ve hatta finansal olmayan kararlar daha etkin ve ucuz birer bilgilendirme aracı olarak algılanıp, kullanılabilirler (Ang, 1987, s.40).

Etkin olmayan piyasaların varlığında, doğrudan yatırım yapmayı tercih eden bireysel yatırımcıların, yatırım yapacakları konu üzerinde tam bir bilgi sahibi olmaları genellikle mümkün olmamaktadır. Bir başka ifadeyle, tek tek bireysel yatırımcıların, yatırım süresince karşılaşılabilecekleri potansiyel riskleri en aza indirmek için gerekli bilgiyi piyasadan edinmeleri zordur. Halbuki, bireyler gözlemleyebildikleri durumlarda ticaret yapmayı isterler. Buna göre; farklı bilgilendirme düzeyinin varlığında ticaret yapma fırsatları büyük ölçüde kısıtlandığı gibi, çoğu piyasadaki (vadeli işlem -future- ve sigorta piyasaları vb.) aksamaları da artırır (Arnott, Greenwald ve Stiglitz, 1993). Bernanke ve Gertler'de (1989), farklı bilgilendirme düzeyinin söz konusu olduğu durumlarda finansman ve yatırım kararlarını inceleyerek, optimal olmayan yatırımlarda bulunma olasılığının oldukça güçlü olduğunu belirlemişlerdir.

Bilgilendirmenin farklı düzeyde olduğu durumlarda, bireylerin faaliyetleri dışsallık benzeri etkilere sahiptir (Greenwald ve Stiglitz, 1990). Söz konusu dışsallık türleri;

⁹ Alanson (1993) ve Kochhar (1996) söz konusu maliyetlerin işlem maliyetleri ile birlikte ele alınmalarını gerekli bulmaktadırlar.

¹⁰ Örneğin; temettü ödemelerindeki değişiklikler hisse senedi fiyatlarını + %3 ile - %3 aralığında değiştirirken, bilgilendirme maliyeti + %2 oluyorsa, gerçek fiyat değişimleri + %1 ile - %5 aralığında gerçekleşecektir.

yanlış seçim -seçim hataları- (advers selection), ahlaki riziko (moral hazard problem) ve risk paylaşımından kaynaklanan hazırta konanlar (free rider problem) problemidir.

Farklı bilgilendirme düzeyi, fiyat ödemekten ziyade risk üstlenimi için bir seçim yapılmasını gerektirebilir (vadeli işlem-future-piyasalarının çalışma prensibinde olduğu gibi). Hisse senedi -girişimciler ve sermaye arz edenler arasında- krediye göre daha etkin bir risk dağılımına yol açar. Buna göre; yüksek risk taşıyan krediler girişimci ya da mevcut hisse senedi sahiplerince üstlenilmişken, yeni hisse senedi yatırımcıları riskin paylaşılmasını sağlar.

Ancak, sermaye piyasaları güçlü tipte etkin olmadığında, Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order Theory) uyarınca, firmaların yeni yatırımlarının küçük bir kısmını hisse senedi ihracıyla finanse etmeleri yerinde olur¹¹. Bu durum ise, farklı bilgilendirme düzeyinden kaynaklanır. Çünkü, hisse senedi arzında bulunan firmalar, potansiyel alıcılara oranla her zaman için daha iyi bilgilendirilmişlerdir.

Farklı bilgilendirme düzeyinin söz konusu olduğu durumda, piyasa dengesi Pareto-Optimum'a ulaşmada genellikle başarısız olmaktadır. Bu çerçevedeki etkinsizlik eğilimi yanlış seçim olgusunca önemli ölçüde güçlendirilir.¹² Yanlış seçim; değişim kararı alan bilgilendirilmiş bir bireyin, söz konusu özel bilgiyi, piyasadaki yeterince bilgilendirilmemiş diğer bireylerin davranışlarını ters yönde etkileyecek biçimde edinmesiyle ortaya çıkar (Mass-Colell, Whinston ve Green, 1995, ss.436-437).

Hisse senedi piyasalarındaki yoğunlaşmış sahiplik yapısı, firmaların etkin bir gözetim mekanizmasının dışında kalmasına ve ahlaki riziko sorununa yol açmaktadır.

¹¹ "Bir hisse senedi ihracının açıklanması hisse senedi fiyatlarını düşürür. Çünkü yatırımcılara göre; yöneticiler hisse senedi ihracını muhtemelen, yüksek fiyatlandığına inandıkları zaman yaparlar. Öte yandan, borç ihracının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi önemsiz görünmektedir. Belki de bunun nedeni, borcun yanlış fiyatlanma alanının dar olması, bu nedenle de bir borç ihracının yatırımcıya pek endişe verici bir işaret gibi gelmemesidir" (Brealey vd., 1995, s.426).

¹² Örneğin; otomobilinin yeterince iyi olmadığını öğrenen bir birey, büyük olasılıkla otomobilini ikinci el otomobil piyasasında satmayı düşünecektir. Bu durumda; otomobil hakkında yeterince bilgi sahibi olmayan bireylerin teklif edecekleri fiyatlar da düşük olacaktır. İkinci el otomobil piyasasında satılan bu tür otomobillerden alınan bedel düşük gerçekleştiğinde ise, satışa gerçekten kötü durumdaki otomobiller sunulacaktır. Sonuç olarak; bilgilendirme farklılığının olmadığı durumda geniş çaplı bir alışveriş gerçekleşebilecek olmakla birlikte, farklı bilgilendirmenin varlığında piyasadaki ticaret hacmi azalacaktır (Mass-Colell vd., 1995, s.437).

Etik öğeler içeren ahlaki riziko sorunu, vekilin bireysel çıkarına fakat yetki verenin zararına olacak biçimde öngörülmeleyen davranışlarda bulunduğu durumları ifade eder (Arnott ve Stiglitz, 1991). Ahlaki riziko sorununun gözlemlenebilir duruma gelmesi ise; düşük riskli varlıkların, riskli varlıklarla ikâme edilmesi ile ortaya çıkmaktadır.¹³ Ahlaki riziko sorununun çözümü, izleme ve kontrol mekanizmalarının işletilmesinden geçmekle birlikte, bunun gerçekleşebilmesi birtakım ön koşullara bağlıdır. Sözü edilen ön koşullar; hisse senedi sahiplerinin izleme ve kontrol faaliyetlerinde bulunması için yeterli motivasyona sahip olmalarının yanısıra, anlaşmalarla tanınan hak ve araçlarca da desteklenmeleriyle yerine getirilebilir.

Herhangi bir ağırlıklı hisse senedi sahibinin vekili denetlemeye istekli olabilmesi için, bunu yapmakla elde edeceği kazancın, yapmadığı durumda karşılaşıcağı kayıptan daha fazla olması gerekir. Firma hisse senetleri ne kadar yaygın dağılım gösteriyorsa, izleme ve kontrol faaliyetleri için gereken motivasyon da o kadar azalmaktadır. Ayrıca, ağırlıklı hisse senedi sahiplerinin firma politikasını etkileme güçleri, sadece sahip oldukları hisse senedi miktarına değil, dolaşımdaki diğer hisse senetlerinin dağılımına da bağlıdır.

Risk paylaşımı sorununda, çıkar gruplarının kendi içlerindeki veya birbirleri arasındaki riskin dağılımında eşitsizlikler söz konusudur. Eksik risk piyasaları olarak adlandırılan bu durum; mevcut yöneticiler, hisse senedi sahipleri ve borç verenler riski bölüşmüşken, söz konusu çıkar gruplarına sonradan katılımlarla risk paylaşımındaki eşitliğin bozulmasını ifade etmektedir. Buna göre; mevcut yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin üstlendiği risk marjinal katılımcı söz konusu olduğunda yeniden eşit olarak paylaşılmamakta ve mevcut çıkar gruplarının kendi içlerindeki veya birbirleri arasındaki risk dağılımındaki artışla sonuçlanmaktadır.

Hisse senedi sahiplerinden her birinin, bir diğerinin söz konusu faaliyetlerde bulunacağını ve bunun için gereken maliyeti üstleneceğini düşünmesi durumunda, bütün hisse senedi sahipleri -içlerinden birinin yönetimi kontrol altına alma uğraşısı

¹³ Örneğin; bankalar topladıkları mevduatı, kendi projelerinde kullanmakta ve böylece riskli yatırımlara yönelebilmektedirler. Eğer bir de mevduat sigortası gibi koruyucu uygulamalar varsa, bu yönelim çok daha güçlü bir güdü ile gerçekleşecektir. Türkiye’de olduğu gibi mevduatın devlet güvencesi altında olmasının bankalara verdiği aşırı risk yüklenme güdüsü, bankaların iflasıyla sonuçlanabilmekte, fonlarını bankalara veya bankaların menkul kıymet portföylerine yatırmış yatırımcıları zarara uğratabilmektedir.

nedeniyle- kârlarının artacağını bekleyebilirler (Shleifer ve Vishny, 1986, s.463). Her bir hisse senedi sahibinin kontrol yetkisini diğerlerine bırakma eğiliminde olması ise, firma yöneticilerinin, değer maksimizasyonu yerine kolaylıkla kendi önceliklerine yönelmelerine yol açabilir. (Santerre ve Neun, 1993, s.476).

Yukarıda açıklanan hazıra konanlar problemine göre; bilgi edinme maliyeti getirisini aşmakta veya bilgi edinimi ile elde edilen kazanç, bu bilgiyi edinmenin gerektirdiği maliyete katlanmamış olan hissedarlar tarafından paylaşılmaktadır. Böyle bir durumda, hissedarların bilgi edinmesini ve böylece firma üzerinde kontrol sağlamasına yönelik faaliyetlerde bulunması için herhangi bir motivasyon unsuru söz konusu olmamaktadır (Vickers ve Yarrow, 1988, s.11).

3.2.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Vekil konumundaki yöneticiler, yetki verenlerin faydalarını maksimize etmek için yine yetki verenlerce bir ücret karşılığında görevlendirilmiş kişilerdir. Ancak vekâlet teorisinde, firmadaki hakları maaş ve imtiyazlarla sınırlanan yöneticilerin, yetki verenlerin zararına olacak biçimde yeterli performans göstermeyecekleri, riskten kaçınacakları düşünülür (Jensen ve Smith, 1985, s.103). Yine; yetki alanları genişleyen yöneticiler firma performansını olumsuz yönde etkileyerek vekâlet maliyetlerine yol açabilirler (Lang, Paulsen ve Stulz, 1995).

Yöneticilerin, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin öngörmedikleri biçimde hareket ederek yol açtıkları problemler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

3.2.1.1. Aldatma-Kaytarma (Shirking)

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 (Maggi ve Claire, 1995, s.675). Firmanın durumunu iyi göstermek istemelerinin nedenini, yeterli performans sergilememiş oldukları halde kariyerlerini ve işlerini koruma güdüsü ve/veya kredi temini oluştururken; firmanın durumunu kötü göstermelerinin veya bazı bilgileri piyasadan saklamalarının nedeni ise,

kendi yararlarına olacak firma ele geçirmelerinde (going-private transactions) ele geçirme maliyetini düşük tutma isteğidir.

3.2.1.2. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması (Underinvestment Problem)

Yöneticiler kullanımlarındaki imtiyazların devam etmesini sağlayabilmek için serbest nakit akışlarının tutarıyla ilgilenirler (Bae, Klein ve Padmaraj, 1994, s.35);

$$\begin{array}{cccccc} \text{Serbest} & = & \text{Faaliyet} & - & \text{borç} & - & \text{gelir} & - & \text{tercihli hisse} & - & \text{diğer hisse} \\ \text{nakit} & & \text{kârı} & & \text{faizi} & & \text{vergesi} & & \text{senetlerine} & & \text{senetlerine} \\ \text{akışı} & & & & & & & & \text{ödenen} & & \text{ödenen} \\ & & & & & & & & \text{temettüleri} & & \text{temettüleri} \end{array}$$

Çünkü kullanımlarındaki imtiyazların finanse edilmesi, serbest nakit akışlarının çokluğuna bağlıdır. Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çoksa, hisse senedi sahiplerinin aleyhine kendi faydalarını maksimize etmeye çalışan yöneticiler nedeniyle vekâlet maliyetlerinin yüksek olma olasılığı da o kadar çoktur (Jensen, 1986).

Faydalarını serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kâr payı ödemelerine sıçak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya iter. Oysa finans teorisine göre;

k = Beklenen getiri oranı

A_t = t'inci yıldaki net nakit akımıyken,

$$\text{Net Bugünkü Değer} = \sum_{t=0}^n A_t / (1+k)^t$$

formülüyle hesaplanan -ve projenin gelecekte sağlayacağı beklenen nakit akışlarının bugüne indirgenerek, elde edilen tutardan ilk yatırım harcamalarının çıkarılmasını ifade eden- net bugünkü değeri pozitif olan projeler kabul edilmelidir. Ancak, yöneticiler projeye yapılacak yatırım tutarının ve sonrasında ödenecek borç ve temettülerin,

imtiyazlarını fonlamak için kullandıkları serbest nakit akışı tutarını azaltacağını düşünürlerse, pozitif net bugünkü değere sahip de olsa projeyi onaylamayacaklardır (Kochhar, 1996, s.715).

Yöneticilerin pozitif net bugünkü değere sahip olmayan yatırımlarda bulunabilmeleri ise, hisse senedi sahiplerinden daha farklı bilgilenme düzeyinde bulunmalarından kaynaklanmaktadır (Myers ve Majluf, 1984).

3.2.1.3. Varlık İkâmesine Gidilmesi (Asset Substitution Problem)

Yöneticilerin optimal olmayan yatırımlara yönelmesini ifade eden varlık ikâmesinin 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.

Daha az riskli varlıklara yönelmesi bir diğer ifadeyle en iyi yatırım seçeneğinin terkedilmesi, vekâlet problemleriyle özdeşleştirilen ve firma varlıklarının (aynı zamanda firmanın) değerinin düşmesini kapsayan varlık ikâmesi probleminin özünü oluşturur (Crabbe ve Helwege, 1994, s.3-4).

3.2.1.4. Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması

Yeni projelerin finansmanında yöneticilerin önünde, otopfinansman, yeni hisse senedi ihraç etmek ve borçlanma olmak üzere başlıca üç alternatif vardır. Agrawal ve Nagarajan (1990), tamamen özkaynaklarıyla finanse edilen firmaların daha az risk üstlenmeleri nedeniyle, vekâlet problemlerinin çözümünde avantajlı olduklarını belirtmektedirler.

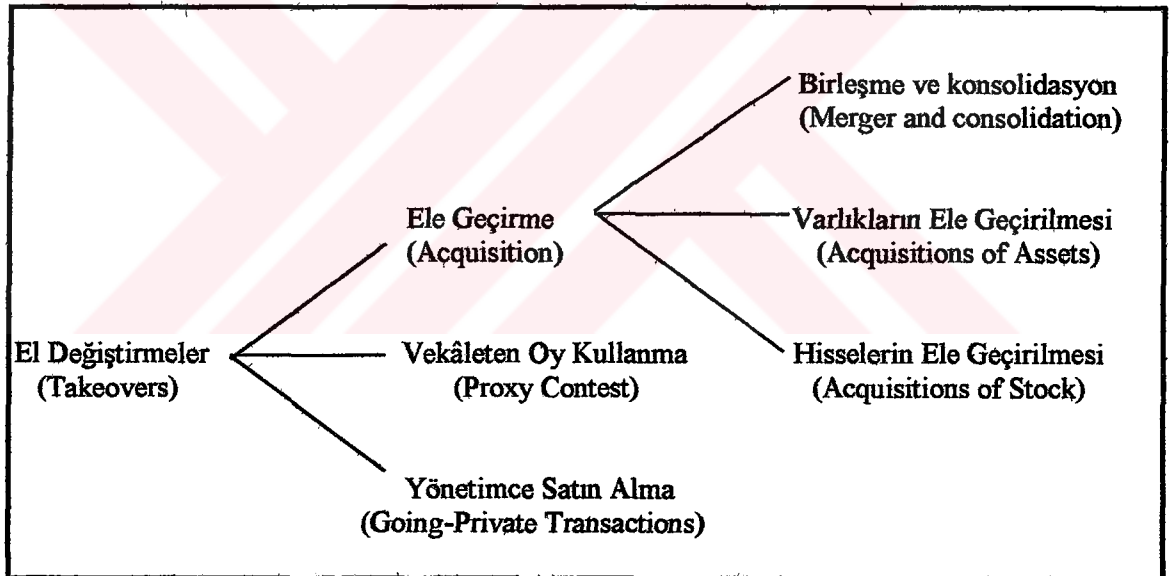
Eğer yöneticiler, mevcut hisse senedi sahiplerine hoş görünebilmek için kâr payı dağıtmış ve kaynaklarını azaltmışlarsa, yapacakları yatırımları finanse etmek amacıyla menkul kıymet piyasalarına başvurup, yeni hisse senedi ihracında bulunabilirler. Ancak bu durum, firma hakkında piyasada yanlış değerlendirmelere yol açmanın ötesinde,

işlem maliyeti oluşturacak biçimde sermaye maliyeti (flotation costs) yüklenilmesiyle sonuçlanır.

Artan ölçüde borç kullanımı ise, firma toplam riskini arttırarak borç verenleri daha yüksek faiz istemeye ve/veya firmanın yatırım kararlarında birtakım kısıtlamalarda bulunmaya yönelttiğinden, firma değerinin düşmesine neden olabilmektedir (Maksimovic ve Zechner, 1991, s.1620).

3.2.1.5. Firma El Değişirmelerinde Yetki verenlerin Zararına Hareket Edilmesi

Vekâlet problemleri açısından bir yatırım kararı olan firma el değişirmelerinde (Şekil.4.) yöneticilerin takındıkları tutum büyük önem taşımaktadır.



Şekil,4: Firma El Değişirme İşlemleri

Kaynak: Kara, (1990, s.5).

İyi bir ürün ile yaygın bir müşteri itibar 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 arttığı (Hubbard ve Palia, 1995), serbest nakit akışlarının yönetici imtiyazları için kullanıldığı firmalar kolaylıkla ele geçirilebilirler (Mann ve Sicherman, 1991). Bu durumdaki firmalar, el

değiştirme (takeover) -özellikle de saldırgan el değiştirme (hostill takeover)- işlemleri için iyi birer hedef oluştururlar.

Bunun yanısıra, işlerini kaybetmek korkusuyla hareket eden yöneticiler, firma hisse senedi sahipleri ile borç verenler açısından yararlı olabilecek el değiştirme olanaklarını ortadan kaldırmak için aşağıda sıralandığı gibi de hareket edebilirler (Francis, 1993, s.483);

-Altın Paraşütler (golden parachutes) olarak adlandırılan ve herhangi bir el değiştirme sonucu işlerini kaybettiklerinde, büyük tutarlarla ifade edilen tazminatlar almalarını sağlayan anlaşmalar yapılması yönünde hisse senedi sahiplerini zorlayabilirler.

-Zehir hapları (poison pills) olarak adlandırılan ve el değiştirme durumunda devreye girecek büyük tutarlı borç geri ödemeleri gibi devralım maliyetlerini arttırıcı uygulamalara giderek, firmayı taliplerine cazip göstermemeye çalışabilirler.

-Firmayı kontrol etmek amacıyla, oy çokluğuna sahip olmalarını sağlayacak sınıflandırılmış hisse senetleri (classified common stocks) çıkararak veya hisse senedi sahiplerinin kendilerine verdiği vekâletle kendi lehlerine oy kullanarak (proxy), olası bir el değiştirmeyi engelleyebilirler. Oy çokluğu, onlara devralımı önleyecek biçimde, "green mail" olarak tanımlanan firma hisse senetlerini piyasa fiyatının üzerinden geri satınalma imkanını verir.

Yine yöneticiler, borçlanarak satınalmanın (leveraged buyouts -LBO-) özel bir biçimi olan ve yönetimce satınalma (management buyouts -MBO-) olarak adlandırılan işlem öncesinde, bazı bilgileri piyasadan saklayabilirler (going-private transactions). Bu durumda, yöneticiler -hissedarların zararına olacak biçimde- firma hisse senetlerinin değerini kasıtlı olarak düşürerek, firmayı daha düşük bir maliyetle ele geçirmiş olurlar (Francis, 1993, s.481).

3.2.2. Hisse Senedi Sahiplerinden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Fama ve Jensen'e (1983) göre; hak sahipliği kolaylıkla el değiştirebilen ve haklarının süresi firmanın ömrüyle sınırlı olan hisse senedine sahip ortakların neden

olduğu vekâlet problemlerinin kaynağı; sahiplik ve yönetim, bir diğer ifadeyle risk üstlenimi ve karar fonksiyonlarının birbirlerinden ayrılmış olmasıdır.

Hisse senedi sahiplerinin, gerek yöneticiler ve gerekse de borç verenlerin zararına olacak biçimde yol açtıkları problemler, aşağıdaki başlıklarda toplanabilir:

3.2.2.1. Firmanın Zararına Olacak Biçimde Temettü Ödenmesi

Tahvil sahipleri yatırımda buldukları tahvilleri, firmanın mevcut temettü politikasını sürdüreceği düşüncesiyle fiyatlandırırlarından, yatırım kısıtlamaları ve yeni borç ihracıyla karşılanan kâr payı ödemelerindeki artış, tahvil değerini düşürür. Bu arada; hisse senedi sahiplerinin -nakit olarak ödenecek temettülerin vergiye konu olabilmesi nedeniyle- hisse senedi biçimindeki kâr payı ödemelerini tercih etmelerinin, firmaya ayrı bir işlem maliyeti yükleyeceği de unutulmamalıdır (Haugen, 1996, s.195).

Söz konusu soruna ilişkin olarak; Easterbrook (1984) ve Ang (1987), temettü kararlarında hisse senedi sahiplerinden kaynaklanan vekâlet problemlerinin etkili olduğundan hareketle, optimal çözümlerin oluşturulması gerektiğini belirtmişlerdir. Easterbrook'un (1984) çalışmasını temel alan Noronha, Shome ve Morgan (1996) ise, kâr payı ödemelerinin etkili bir biçimde izlenmesini, yönetsel tazmin ve firmanın büyüme olanakları ile uyumlu alternatif çözümlerin araştırılmasını önermişlerdir.

3.2.2.2. Hakların Sulandırılması (Dilution of Rights)

Yöneticiler, yetkileri veya maaş ve imtiyazlar olarak açıklanan hakları sınırlandırdığında, kendilerinden beklenen performansı göstermeyebilirler. Ayrıca, tahvil fiyatlaması aynı veya daha yüksek faiz oranı ve/veya tutarında ek borç ihracında bulunulmayacağı beklentisiyle yapılmışsa, yeni borç çıkarımında tahvil sahiplerinin haklarının derecesini belirleyen tahvil değeri de düşer. Bu başlık altında değerlendirilebilecek bir diğer konu da, sınırlı sorumluluk ilkesiyle hareket eden hisse senedi sahiplerinin, borç verenlerden sağlanan kaynaklarla, yüksek risk-yüksek getiriye sahip projelerin kabul edilmesi yönünde yöneticileri teşvik ederek, borç verenlerden kendilerine refah akışına yol açmalarıdır.

3.2.2.3. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması

Hisse senedi sahipleri -yöneticilerin yaptığı gibi- kârlı yatırım fırsatlarını temsil eden pozitif net bugünkü değeri yüksek projeleri reddedebilir ve/veya bu projelerin finansmanı için gereken yeni sermaye ihracına onay vermeyebilirler. Bunun nedenini ise; projenin getireceği nakit akışlarının, borç geri ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya kâr payı ödemesi olarak sermaye ihracı çerçevesinde firmaya ortak olan yeni hisse senedi sahiplerine transfer edilmesinin, kendi getirilerini azaltacağını düşünmeleri oluşturur (Kochhar, 1996, s.713).

Hisse senedi sahiplerinden kaynaklanan söz konusu problemin bir diğer nedeni de, yetkileri kısıtlanan yöneticilerin hisse senedi sahiplerinden proje hakkında onay alana kadar, projeye yatırım olanağının kaçırılmasıdır.

3.2.2.4. Varlık İkâmesine Gidilmesi

Risikten kaçınan veya yüksek getirili projelerden kaynaklanacak getirilerin tahvil sahiplerine ve yöneticilere yarayacağını düşünen hisse senedi sahiplerinin, firma varlıklarını yüksek risk-yüksek getirili yatırımlardan düşük risk-düşük getirili yatırımlara kaydırmasıdır (Jensen ve Smith, 1985, s.111).

3.2.3 Borç verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Firma hak sahiplerinden borç verenlerin kendi çıkarlarını gözetmeleri sonucu ortaya çıkan sorunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

3.2.3.1. Hakların Sulandırılması

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 hisse senedi sahiplerinin getirilerinin negatif yönde etkilenmesine yol açar.

3.2.3.2. 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. Bu durumda, borç verenler -yönetici ve hisse senedi sahiplerinin yanında- aslında kendi çıkarlarına da zarar vermiş olurlar.

3.2.3.3. Firmanın Tasfiye Edilmesi (Liquidation)

Firmanın borçlarını ödeyemez duruma gelmesi sonucu, firma ile borçların ertelenmesi (extension) veya kompozisyonunun değiştirilmesine (composition) ilişkin olarak anlaşmaya varamayan borç verenler, firmanın varlıklarının satılarak alacaklarını tahsil etmek isteyebilirler.

Firmanın tasfiyesi olarak adlandırılan bu durumda, firmanın varlıkları satılarak elde edilen gelire;

- Mahkeme ve avukat masrafları ödenir,
- Çalışanlara ödenmemiş maaşları göz önüne alınarak, belirli tutarlarla sınırlandırılmış 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 ana para ve faiz ödemesinde bulunulur,
- Güvencesiz tahvil sahiplerine, tahakkuk etmiş ana para ve faizleri ödenir,
- Eğer bu ödemeler sonucu varlık satışıyla elde edilen fondan arta kalan olursa, ilkin öncelikli hisse senedi sahiplerine, sonrasındaysa adi hisse senedi sahiplerine ödeme yapılarak, firmanın hukuki varlığı sona erdirilir (Francis, 1993, s.263).

Görüldüğü üzere; tasfiye halinde en yüksek maliyete hisse senedi sahipleri katlanmaktadır.

Buraya kadar anlatılanlar ışığında, vekâlet problemleri kaynaklandıkları çıkar gruplarına göre aşağıdaki gibi tablolastırılabilir (Tablo.3.):

Tablo.3: Kaynaklandıkları Çıkar Gruplarına Göre Vekâlet Problemleri.

| Vekâlet Problemleri | Yöneticilerden Kaynaklanan | Hisse senedi Sahiplerinden Kaynaklanan | Borç verenlerden Kaynaklanan |
|---|----------------------------|--|------------------------------|
| -Aldatma-Kaytarma (Shirking) | ✓ | | |
| -Kârlı yatırım fırsatlarından yararlanılamaması (underinvestment problem) | ✓ | ✓ | ✓ |
| -Varlık ikâmesine gidilmesi (asset substitution problem) | ✓ | ✓ | |
| -Finansman kaynaklarının seçiminde yanlış tercihlerde bulunulması | ✓ | | |
| -Firma el değiştirmelerinde yetki verenlerin zararına hareket edilmesi | ✓ | | |
| -Firma zararına olacak biçimde temettü ödenmesi | | ✓ | |
| -Hakların sulandırılması (dilution of rights) | | ✓ | ✓ |
| -Firmanın tasfiye edilmesi (liquidation) | | | ✓ |

Tablo.3, Vekâlet Problemlerine ilişkin olarak Bölüm 3.2.'de yapılan açıklamalardan hareket edilerek oluşturulmuştur.

Kaynakların optimal kullanımını ve firma huzurunu sağlamak gerekçesiyle, çıkar gruplarının önceliklerine ulaşma isteklerinden kaynaklanan problemlerin azaltılmasına çalışmak ve bu çabanın getirdiği maliyetlere katlanmak kaçınılmazdır. İşte bu noktada, sorun sadece maliyet içeren vekâlet problemleri olmaktan çıkmakta ve artık vekâlet maliyetleri olarak ele alınmaktadır.

3.3. Vekâlet Maliyetleri

Jensen ve Meckling (1976, s.308) vekâlet maliyetlerini; izleme maliyetleri (monitoring costs), tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri (bonding costs) ve önlenemeyen kayıplar (residual loss) biçiminde sınıflandırmışlardır. İzleme maliyetleri yetki verenlerce, tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri

vekillerce, önlenebilen kayıplar ise hem yetki veren ve hem de vekillerce üstlenilmektedir.

Pozitif vekâlet literatürü olarak adlandırılan bu bakış açısından, konuyla ilgilenen bütün akademisyenlerin vekâlet maliyetlerinin sınıflandırılması hakkında, Jensen ve Meckling'le (1976) aynı görüşü paylaştığı söylenemez. Örneğin; Easterbrook (1984, s.654) önlenebilen kayıplar yerine, fiili (ex-post) önlemlerin getirdiği maliyetleri, Diacogiannis (1994, s.33), yöneticilerin hisse senedi fiyatlarının maksimizasyonu ile sonuçlanmayacak davranışlarda bulunma olasılığını azaltmak için, örgütün yeniden yapılandırılmasının getirdiği maliyetleri kullanmışlardır. Ancak, Jensen ve Meckling (1976) söz konusu maliyet unsurlarını mevcut sınıflandırmalarının içinde belirtmişlerdir. Bu çalışmada da aynı yaklaşım doğrultusunda hareket edilecektir.

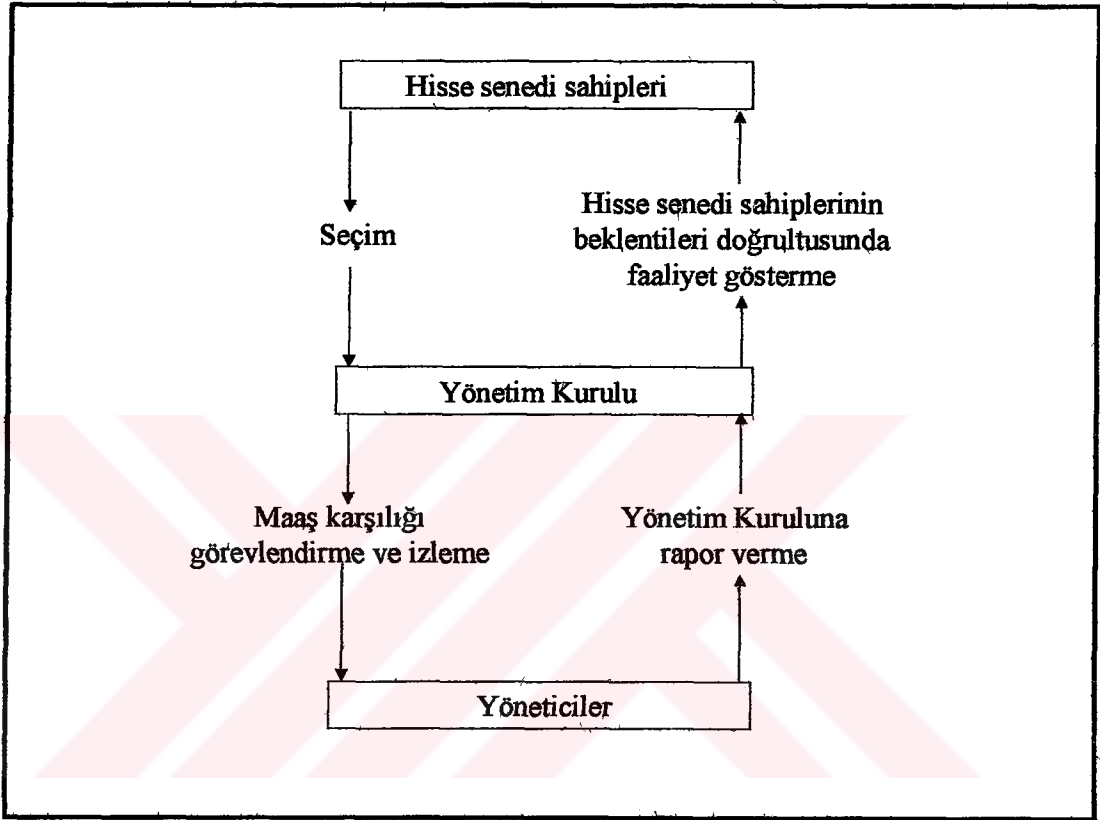
3.3.1. İzleme Maliyetleri (Monitoring Costs)

Vekâlet maliyetlerine neden olduğu kabul edilen izleme faaliyetleriyle ilgili ilk çalışma, Alchian ve Demsetz (1972) tarafından yapılmıştır. Başlangıç noktaları, ekip çalışmasına dayalı üretim sürecinde her bir çalışanın marjinal faydasının, üretimin çıktısıyla belirlenemeyeceği ve farklı bilgilenme düzeyinin, marjinal faydanın ölçümünde olumsuz etkide bulunacağıdır. Alchian ve Demsetz (1972), astların yönlendirilmesi ile gözlem ve ödüllendirmeyi içeren, etkin bir izlemenin gereğine işaret etmişlerdir. Bu, bir yerde Diacogiannis'inde (1994, s.33) önerdiği üzere, yeni bir organizasyon yapılanmasını gerektirir.

Jensen ve Meckling'in (1976) izlemeyi gerekli görmelerinin nedenini ise, hisse senedi sahiplerinin kendilerini yöneticilerin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da içeren ahlaki rizikoya karşı nasıl koruyacakları sorusu oluşturur. Önerileri, yöneticilerin izlenmesidir (s.309). Böylece, etik öğeler içeren ahlaki riziko problemi çözümlenebilir (Bolster, Chance ve Rich, 1996, s.14).

Şekil 5.'den de görülebileceği gibi; yöneticilerin izlenmesindeki en temel uygulama, yöneticilerce performanslarını gösteren raporların hazırlanmasıdır. Hem hisse senedi sahiplerinin -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 (Lafontaine ve Slade, 1996). Böyle bir izleme faaliyeti sonucu ortaya çıkan izleme maliyetleri, borç verenler için de söz konusudur. Özellikle banka ve sigorta kuruluşları, firmanın faaliyetlerini izlemekle görevli elemanlar istihdam edeceklerdir ki, bu da bir izleme maliyetidir.



Şekil.5: Yöneticilerin İzlenmesi

Firma bünyesinde hisse senedi sahiplerince seçilen Yönetim Kurulu, yöneticilerin izlenmesi görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerine izleme maliyeti oluşturacak biçimde maaş ödenir. Ancak, zaman içinde yönetim kurulu üyeleri yöneticilerle karşı karşıya gelmek yerine, hisse senedi sahiplerinin hakları üzerinden çıkar ilişkisine girebilirler. Bunu önlemek için ise, çalışanlar arasında rekabet sağlayacak biçimde izlemeyi teşvik edici bir organizasyon yapılanmasına gidilebilir. Ancak bu durumda, yeni bir organizasyon yapılanmasının getirdiği maliyetlerin yanında, rekabet halindeki yöneticilerin birbirlerinden bilgi saklamaları nedeniyle, firma performansında bir azalma söz konusu olabilir.

Piyasadaki rekabetin firmayı disipline ettiğinden hareketle ele alınabilecek bir diğer izleme yöntemi, firmanın menkul kıymet piyasalarına açılmasıdır. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar bütün yatırımcılarca izleneceğinden, firmanın piyasa değeri, özellikle yöneticiler açısından iyi bir göstergedir. Bu yüzden, genel olarak firma çıkar gruplarının tümü hareketlerinde dikkatli olmak durumundadırlar (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 üstlenmeleri söz konusu maliyetleri azaltmakta, bu yüzden de izleme açısından sermaye piyasasına girilmesi en etkili yöntem haline gelmektedir (Noronha vd., 1996, s.440). Buraya kadar anlatılan izleme faaliyetlerini, herhalde en güzel aşağıdaki şiir açıklamaktadır.

*“ELBET Bir İş tutacak insan! Uzak batıda, Gözcük'e varmadan,
Bir Gözcük Arı Gözcüsü var, İşi, gözlemek olan...
Tembel şehir arısından gözünü ayırmayacak,
Gözlenen arı da daha sıkı çalışacak.
Neyse...adam gözlemiş durmadan,
Gözlemiş ya, sıkı çalışmamış arı. Dalga geçmiş açıktan.
O zaman şöyle demiş biri:
Bizim yaşlı arı gözcüsü, pek sıkı yapmıyor gözcülüğü.
Onu da gözlemeli başka bir Gözcüklü.
Bize gereken Arı Gözcüsüne bir Gözcü.*

İŞTE BÖYLE...

*Arı Gözcüsünün Gözcüsü gözlemiş Arı Gözcüsünü.
İyi gözlememiş. Böylece gelmiş bir başka Gözcüklü:
Gözcümün Gözcüsünün Gözcüsü.
Bugün Gözcük'te yaşayan tüm Gözcüklüler
Gözcü Gözcülerini Gözleme Gözcülük'te gözcülük ederler,
Arya gözcülük eden gözcümün gözcü gözcüsüdürler.
Siz Gözcüklü değilsiniz. Gördünüz mü, talihlisiniz!” (Brealey vd., 1995, s.17)*

3.3.2. Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri (Bonding Costs)

Vekillerce yetki verenlere, yetki verenlerin zararına hareket edilmeyeceği, edildiğinde, ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik, sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir. Her ne kadar izleme maliyetlerinin yetki verenler tarafından üstlenildiği söyleniyorsa da, gerçekte yetki verenlerce üstlenilen bu faaliyetlerin yürütülmesidir. Çünkü izleme maliyetlerini; borç verenler yönetici ve hisse senedi sahiplerine, hisse senedi sahipleri de yöneticilere yüklemektedir.

Lewis ve Sappington (1989); Holmstrom ve Milgrom (1991) vekâlet problemlerinin çözümünde teşvik edici sözleşmelerin yararına değinirken; Dewatripont ve Maskin (1995) vekâlet maliyetlerinin azaltılmasında yeniden yapılandırılan, Lafontaine ve Slade (1996) ise çerçevesi genişletilen sözleşmelerin yararından bahsetmektedir. Konuya bu açıdan bakıldığında, tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşmaların yapılması, haklarını azaltan izleme maliyetlerini yüklenmelerini önleyeceğinden, vekiller açısından yararlıdır. Bir diğer ifadeyle, tazmin edici-garanti sağlayıcı sorumlulukları üstlenen vekillerin varlığında, yetki verenler daha az izleme gereği duyacaklardır.

Hisse senedi sahipleriyle ilişkisinde vekil konumunda olan yöneticilerin, işlerinden ayrılmayacaklarını (örneğin; herhangi bir firma el değiştirmesinde), ayrılmaları durumunda doğabilecek zararı ödeyeceklerini belirtmeleri, tazmin edici-garanti sağlayıcı bir maliyet yüklenmelerine neden olur (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. İçerdikleri kısıtlamalara göre tahvil anlaşmaları başlıca dört başlık altında toplanabilir:

-*Üretim-yatırım anlaşmaları*: Belirli projelerin kabul edileceği yönünde tahvil sahiplerine güvenceler verilir.

-*Temettü anlaşmaları*: Belirli oranda kâr payı ödeneceği veya hiç ödenmeyeceğine ilişkin yükümlülükler üstlenilir.

-Finansman anlaşmaları: Ek borç alınmayacağı veya yeni hisse senedi çıkarılmayacağı taahhüt edilir.

-Tazmin anlaşmaları: Diğer anlaşmalara koşul olarak uygulanır ve kısıtlamalara uyulmadığında tazminat ödenmesi kabullenilir.

Firmanın üretim-yatırım, temettü ve finansman politikaları birbirleriyle ilgilidir. Buna göre; bu politikalardan birisine kısıtlama getirildiğinde, diğer politikalar da bu uygulamalardan direkt olarak etkilenecektir.

Hem tahvil sahiplerinin ve hem de hisse senedi sahiplerinin yararına çözümler ürettiği ampirik çalışmalarla kanıtlanmış (Crabbe ve Helwege, 1994, s.3) kısa vadeli, çağrılabilir (callable) ve değiştirilebilir (convertible) tahvil çıkarımı da, vekillerce güvencesiz tahvillere göre ek yükümlülüklerin üstlenilmesini gerekli kıldığından, söz konusu maliyetlere dahil edilebilir. Ayrıca bu tür tahvil ihracı, firmaya ek bir işlem maliyeti de yükler (Barnea, Haugen ve Senbet, 1985, s.85). Ancak söz konusu tahvil çıkarımının, hisse senedi sahiplerinin fayda maksimizasyonu için de yararlı olduğu ileri sürülmektedir (Bae vd., 1995).

3.3.3. Önlenebilen Kayıplar (Residual Loss)

İzleme ve tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetlerine katlanılsa da, önlenebilen birtakım maliyetler ortaya çıkacaktır (Jensen ve Meckling, 1976, s.308). Bir diğer ifadeyle, maliyet içeren vekâlet problemlerinin azaltılması için belirli bir maliyete katlanılmakta, ne var ki bu problemler ortadan kaldırılamamaktadır. Bu durumda; firma hem vekâlet problemlerini ortadan kaldırmak için gerekli faaliyetlerde bulunmanın getirdiği maliyetleri yüklenmekte ve hem de bu maliyetlere katlanmak pahasına ortadan kaldıramadığı birtakım ek maliyetlerle karşılaşmaktadır. Söz konusu maliyetler; firma çıkar gruplarının önceliklerinin sıraya konulamamasının ve optimal dahi olsa seçilen projelerin uygun biçimde yürütülememesinin, firmaya yüklediği alternatif maliyetler olarak tanımlanır (Peterson, 1994, s.21).

Hiç kuşkusuz, bu durumda firmanın yüklendiği maliyetler daha da artacaktır. Ancak temel sorun, vekalet maliyetlerinin belirlenmesi ve tutarının saptanmasıyla ilgilidir. Yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin kendi çıkarları doğrultusunda

oluşturulmasına çalıştıkları yatırım ve sermaye yapısı kararlarının, bir diğer ifadeyle borç ve/veya özkaynak kullanımı ile kâr payı dağıtım politikalarının firmalara yüklediği vekâlet maliyetleri ölçümlenebilirken; bir bütün olarak vekâlet maliyetlerini ölçümlemek oldukça güçtür ve gerçekte vekâlet maliyetlerini ölçümleyebilecek nitelikte bir model bulunmamaktadır. Bu ise; vekâlet maliyetlerini oluşturan problemleri tam olarak tanımlayacak parametrelerin olmamasından, ya da olsa bile, kullanıldıkları modelin aşırı derecede sadeleştirilip problemi yansıtamamasından kaynaklanmaktadır¹⁴. (Mello ve Parsons, 1992, s.1887).

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

¹⁴Örneğin; Mello ve Parsons'un (1992) kendileri de, Brennan ve Schwartz'ın (1984), bir maden ocağının değerinin belirlenmesi için geliştirdikleri "Contingent Claims" modelinden çıkarımlar yaparak, vekâlet maliyetlerini ölçümlemeye çalışmış, ancak kesin bir sonuca ulaşamamışlardır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

VEKÂLET TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE FİRMA SAHİPLİK YAPISI (*SAHİPLİK VE KONTROL AYRIMI*) VE PERFORMANS İLİŞKİSİ

Firma sahiplik yapısı ve performans ilişkisini ilk olarak açıklayan Berle ve Means (1932) olmuştur. “The Modern Corporation and Private Property” adlı yayınları ile sahiplik ve kontrol ayrımını bir sorun olarak ortaya koyarlarken, sorunun teori boyutunu alacak biçimde geliştirilerek vekâlet teorisi haline gelmesi Jensen ve Meckling (1976), Fama ve Jensen (1983) ve Demsetz’in (1983) çalışmaları ile gerçekleşmiştir.

1930’lu yıllardaki modern firma yapısı, büyüyen Amerikan firmalarının ve toplum üzerindeki etkilerinin bir sonucudur. Büyüme giderek hızlanmakta ve ortak sayısı giderek artmaktadır. Berle ve Means (1932)’e göre söz konusu değişimin bir sonucu olarak; yönetim ve kontrol faaliyetleri giderek birbirlerinden ayrılmakta ve farklı kişi yada grupların elinde toplanmaktadır. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması ise değer maksimizasyonuna önceki kadar önem verilmeyeceğinin bir göstergesidir. Çünkü; modern (halka açık) firma yapısında yönetim görevini üstlenen yöneticiler (sahip-yöneticilerden farklı olarak), kendilerini firma performansından ayrı tutacak biçimde ücretle çalıştırılmaktadırlar. Buna göre; halka açık firma yapısı ekonomik ve sosyal açıdan verimsizliğe neden olacaktır.

Jensen ve Meckling’e (1976) göre sahip-yönetici firma değerini ve kullanımındaki imtiyazları arttırmaya çalışır. Buna göre halka açılma söz konusu olduğunda; yatırımcılar, imtiyaz tüketiminin arttırılarak sürdürülmeye çalışılacağını öngördüklerinden, 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 amacı ile firmayı izleyecek ve bu nedenle katlandıkları maliyetleri borç faizine yansıtacaklardır.

Yine yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelere dayalı vekâlet ilişkisinde; pozitif izleme ve garanti sağlayıcı-tazmin edici anlaşma maliyetleri söz konusu olacak ve vekilin yetki vereninkinden farklı fayda maksimizasyonuna yönelmesi, önlenemeyen kayıplara yol açacaktır. Jensen ve Meckling (1976) yukarıda yer verilen açıklamalarının ışığında, sahiplik ve kontrol ayrımının vekâlet maliyetleri nedeni ile firma piyasa değerini azaltabileceği ancak herhangi bir performans azalışına yol açmayacağını ifade etmektedirler.

Fama ve Jensen (1983) ise vekâlet maliyetlerinin varlığında, optimal organizasyon yapısının nasıl olması gerektiği üzerinde durmuşlardır. Onlara göre; sahiplik ve kontrol ölçek ekonomisinin söz konusu olmadığı, uzmanlaşmanın gerekmediği, risk üstleniminin sorun oluşturmadığı firmalarda (mal sahipliği, adi ortaklık ve küçük aile işletmeleri) tek elde toplanabilir. Uzmanlaşmış üretim süreçleri ve risk paylaşımının yararlı olduğunun bilinmesi durumunda ise firmalar (halka açık firma, profesyonel ortaklık ve yatırım ortaklıkları) sahiplik, kontrol ve risk paylaşımını birbirlerinden ayırabileceklerdir. Fama ve Jensen'e (1983) göre; söz konusu ayrım vekâlet maliyetlerini azaltacağından firma performansını artırır.

Sahiplik ve kontrol ayrımına yönelik olarak Demsetz'in (1983) açıklamaları daha çarpıcıdır. Demsetz'e (1983) göre; içsel bir konu olan sahiplik yapısı seçiminde, firmalar kendileri için en etkin çözümü sunan alternatiften yana olacaklardır.

4.1. Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Firma sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkileri ortaya koyan çalışmalar incelendiğinde; tek bir doğruya ulaşamadığı görülmektedir. Çalışmaların bazılarında halka açık firmaların, bazılarında halka kapalı firmaların performansları yüksek çıkarken, bazılarında ise herhangi bir farklılığa rastlanamamıştır. Söz konusu çalışmaların bir bölümünde sahiplik yapısının içselliği (endojenliği) varsayımının

dikkate alındığı da anlaşılmaktadır. Firma sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkileri ortaya koyan çalışmalar aşağıdaki gibi sıralanabilir¹⁵:

4.1.1, Hay ve Morris'in Çalışması (1984)

Halka kapalı firmaların karakteristiklerini belirlemeye yönelik çalışmada, 1967-1979 periyodundaki 54 firmaya ilişkin standart bilanço ve gelir tablolarından veriler toplanmış, 19 firma üst yöneticisi ile derinlemesine bir anket yapılmıştır. Verilerin derlendiği kaynaklar ise; Business Monitor M3, Company Finance ve Jordan's Top 1000 UK Private Companies yayınlarıdır. Ankette ağırlık verilen konular; sahiplik ve yönetim yapısına, teşvik unsurlarına ve fayda maksimizasyonuna ilişkindir.

İnceledikleri firmaların Yönetim Kurulu üyelerinin, çoklukla firma sahiplerinden oluşması nedeniyle, sahiplik ve kontrol arasında çok güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Halka kapalı firmalardaki temel motivasyon unsuru, firma üzerinde tam kontrol sahibi olmak ve firmayı gelecek nesle taşımaktır. Firmaların izlediği finansal politikalar çoğunlukla tutucu olup kısa vadeli kârlılık, uzun vadeli büyüme, kısa vadeli borçlanma ve kârın firmada alıkonulması biçimindedir. Halka açık firmalarda ise, yüksek net varlık getirisi ve yüksek oranlı bir büyüme söz konusudur.

¹⁵ Holderness ve Sheehan (1988) ile Morck, Shleifer ve Vishny'nin (1988) yaptıkları çalışmalar da bu kapsamda ele alınmaktadır. Holderness ve Sheehan (1988) halka açık firmalardaki yüksek paya sahip hissedarların oynadıkları rolü ve bunun firma performansı üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında, 1980-1984 periyodunda verileri elde edilen 114 firmayı analize tabi tutmuşlardır. Yaptıkları analize göre; sahiplik yapısının yaygın dağılım gösterdiği firmalarda, yönetsel ücretler daha yüksek olmakla birlikte istatistiki açıdan anlamlı değildir. Sonuçlar, ağırlıklı paya sahip hisse senedi sahiplerinin, ellerinde bulundurdukları bu gücü bireysel refahlarını arttırmak için kullanmadıklarını göstermektedir. Yaptıkları son analiz ise, performansa ilişkindir. Getiri oranı ve Tobin Q'sunu kullanarak yaptıkları karşılaştırmanın sonucu, istatistiki açıdan anlam taşımamaktadır. Onlara göre; yöneticiler ile firma sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları süreklilik arz etmemekte ve belli bir noktada çıkarlar birbirine yaklaşmaktadır.

Yönetsel sahipliğin (managerial ownership) firma değeri üzerindeki etkilerini inceleyen Morck vd. (1988) ise; yöneticilerin firma sahiplik yapısındaki payları arttığında,

-Jensen ve Meckling'in (1976) ileri sürdüğü üzere değer maksimizasyonu artmakta, aldatma azalmakta mıdır?

-Fama ve Jensen'in (1983) belirttiği gibi, daha çok imtiyaz elde etmelerine mi neden olmaktadır? sorularına cevap aramışlardır.

Büyük hissedarların isim ve sahip oldukları paylara ilişkin, 1980 yılına ait verileri içeren 371 firmayı dahil ettikleri analizlerinde, performans değişkeni olarak getiri oranı ve Tobin's Q'yu kullanarak firmaların asli kurucuları durumundaki ailelerin, firma Yönetim Kurulu üzerindeki etkilerini ölçümlemişlerdir. Ulaştıkları sonuç; yönetim kademesindekiler için hisse senedi değeri ile imtiyazların birbirini ikame etmediği, bir diğer ifadeyle aralarında doğrusal bir ilişkinin bulunmadığıdır.

4.1.2. Demsetz ve Lehn'in Çalışması (1985)

Özellikle sahiplik yapısının belirleyicileri açısından literatürdeki diğer çalışmalara temel oluşturan çalışmalarında; Berle ve Means'in (1932) halka açılmanın firmanın sosyal fonksiyonuna zarar vereceği tezini araştırmışlardır. 511 ABD firmasına ilişkin Corporate Data Exchange Directories, Compustat ve Center for Research on Security Prices yayınlarından 1980 yılına ait verilerle yaptıkları analiz iki başlıkta ele alınabilir:

- Büyüklik, kontrol potansiyeli ve organizasyon üzerindeki sahiplik dağılımının analiz edildiği Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi -SEK- (Ordinary Least Squares -OLS-) analizi,
- Sahiplik dağılımı, organizasyon, varlıkların defter değeri, sermaye, reklam ve AR-GE harcamalarının alternatif değerlerini tahminleyen ortalama getiri oranının analiz edildiği Recursive Regresyon Analizi.

Yaptıkları analizde sahiplik yapısının performans ile tek yönlü bir sebep-sonuç ilişkisi içinde olduğu varsayılmakla birlikte, firma sahipliği değer maksimizasyonu ile uyumlu olarak sistematik bir biçimde değişmektedir. Bir diğer ifadeyle; sahiplik ve kontrol ayrımı firma performansında azalmaya yol açmamaktadır. Ancak; araştırmalarında yer almayan hisse senedi sahiplerinin kimliğinin, sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini belirlemede önemli olabileceğini belirtmişlerdir.

4.1.3. Mayer ve Alexander'ın Çalışması (1991)

Menkul kıymet piyasalarına açılmanın, firmaları kısa vadeli davranmaya ittiği sorusuna cevap aradıkları çalışmalarında, 1980 Times Listing of 1000 Industrial Companies'te yer alan 56 'sı halka açık, 56 'sı halka kapalı toplam 112 büyük firmayı analizlerine konu etmişlerdir. 1980-1987 aralığına ait sahiplik bilgileri Stock Exchange List ve Who Owns Who, muhasebe ve sanayi sınıflama bilgileri Datastream'dan derlenmiştir. Daha önceden yapılan ekonometrik analizlerin varlığından yola çıkılan çalışmada; halka açık ve halka kapalı firmalar performans açısından karşılaştırılmıştır.

Araştırmanın sonuçları; halka kapalı firmalarda sahipliğin belirli kişilerin - çoklukla yöneticilerin- elinde toplandığı, satışların tutarının halka açık firmalara oranla daha düşük olduğu, halka kapalı firmaların tarım, gıda ve tütün, basım ve yayım, inşaat, toptan satış ve ulaştırma sektörlerinde yaygınlık gösterdiği, AR-GE harcamalarının özellikle yüksek teknoloji gerektiren sektörlerdeki halka açık firmalarda belirginleştiği biçimindedir.

Yine; ortalama yaş her iki tür firma içinde benzer olmakla birlikte, daha az sayıda halka kapalı firma uzun yaşam ömrüne sahiptir, halka açık firmalar yatırım tutarı ve istihdam edilen işgücü açısından daha büyüktürler. Söz konusu dönemde; firmaların kârlarında artış olmakla birlikte halka açık firmalardaki kâr marjları ve kâr payı dağıtım oranları daha yüksektir. Halka açık firmalarda sermaye artışı yüksek, büyüme hızlıdır ancak halka kapalı firmalar, varlıklarının daha büyük bir bölümünü yatırıma yöneltmektedirler.

Mayer ve Alexander'ın (1991) asıl cevabını aradıkları halka açılmanın kısa vadeli davranmaya yol açıp açmadığı sorusunda ise sonuç; halka açık firmaların sadece yüksek oranlı kâr payı ödemeleri ve firma birleşmelerinin neden olduğu yüksek harcamalar söz konusu olduğunda, kısa vadeli kârlara uzun dönemli projelerden daha çok önem verdikleridir. Sahiplik ve kontrol ayrımının halka açık firmalarda performans azalışına yol açacağı varsayımı ise, halka açık firma performanslarının halka kapalı firma performanslarına göre yüksek çıkması nedeniyle geçerli bulunmamıştır.

4.1.4. Santerre ve Neun'un Çalışması (1993)

Demsetz ve Lehn'in (1985) çalışmasını temel aldıkları çalışmalarında, Berle ve Means'in (1932) halka açılmanın sahiplik ve kontrol ayrımı nedeniyle firma performansında azalmaya yol açacağı varsayımını test etmişlerdir. Analizlerinde, finansal hizmet sektörünün dışındaki 200 büyük ABD firmasının, 1939 yılına ait verilerini kullanmışlardır. Piyasa değeri ve 20 büyük hissedara ilişkin bilgiler Temporary National Economic Committee'den, yaş, satışlardaki büyüme gibi diğer değişkenler ise Moodys Industrial Manual'dan elde edilmiştir.

Santerre ve Neun (1993), sahiplik bileşiminde ağır basan hisse senedi sahipleri ile firma performansı arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığından hareket etmişler, hisse senedi dağılımındaki yüksek sahiplik oranının ne olması gerektiğini belirlemek için, Quandt Switching Rejim modelini kullanmışlardır. Ayrıca, performansın ağırlıklı hisse senedi sahiplerinin sahiplik bileşimi aralıklarının bir fonksiyonu olarak tahmin edilebilmesi için, Picewise doğrusal regresyon modeli de analize dahil edilmiştir. Söz konusu analizde yer verilen değişkenler; Herfindahl indeksi, varlıkların defter değeri, yaş, satışlardaki büyüme ile piyasa gücünü, çıkarları ve demiryollarını gösteren kukla değişkenlerdir. Performans; sermayenin beklenen getirisi, net gelir/sermaye defter değeri, Tobin Q'su (varlık piyasa değeri/varlık defter değeri) ile hesaplanmıştır.

Sonuçları; %10'luk bir paya sahip olmadıkça hisse senedi sahiplerinin yöneticilerin davranışları üzerinde etkili olmayacağı, %10 ile %30 arasındaki sahipliğin ise etkili olacağı biçimindedir. Büyüme, performans ile anlamlı pozitif bir ilişkiye sahiptir. Sektörler ve varlıklar ile (demiryolu kukla değişkeni hariç) performans arasında, negatif bir ilişki söz konusudur. Ancak Santerre ve Neun'un (1993) güncel tekniklerle geçmiş döneme ait verileri kullanarak ulaştıkları sonuç Berle ve Means'ın (1932) tezini doğrulamakla birlikte, günümüze ait teknolojik ve sektörel farklılıklar nedeniyle sonuçların sadece o dönemin değerlendirilmesinde kullanılması daha doğru olacaktır.

4.1.5. Pagano, Panetta ve Zingales'in Çalışması (1997)

Sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisinden çok, firmaların neden halka açılmayı seçtikleri ile Avrupa ve Amerikan menkul kıymet piyasaları arasında farklılık olup olmadığı sorularına cevap arayan Pagano vd. (1997), bu sorulara cevap bulabilmek için, sahiplik yapısı seçiminde firmaların beklenen (ex-ante) ve gerçekleşen (ex-post) belirleyicilerini incelemişlerdir. Finansal hizmet sektörü dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren ve halka açılma olasılığı bulunan 2181 İtalyan firmasının, -söz konusu süre zarfında 69 firma halka açılmıştır- 1982-1992 periyodundaki verileri analize dahil edilmiştir. Bilanço ve gelir tablosu bilgileri Centrale dei Bilanci'den, 80 milyon Liretin üstünde borcu olan firmalara ilişkin bilgiler Centrale dei Rischi'den ve halka açılmak için yapılması gerekli işlemlere yönelik bilgiler Taccuino dell'azionista'dan

sağlanmıştır. Örnelemeye dahil edilecek söz konusu firmaların seçiminde, firmanın satışının ve kârının yüksek, borç seviyesinin düşük olmasına ve göreceli olarak daha çok yatırım yapmasına dikkat edilmiştir.

Probit modeli çerçevesinde firmaların beklenen belirleyicilerini kullandıkları analizlerinin ilk bölümünde firmaların halka açılma olasılığının; firma büyüklüğü, satışlar, sermaye harcamaları, büyüme, varlıkların getirisi, kaldıraç oranı, kredi maliyeti, borçların içeriği ve piyasa değeri/defter değeri oranıyla ilgili olduğunu ileri sürmüşlerdir. Analizlerinin sonuçlarına göre ise; firmaların halka açılma olasılığı kârlılık, satış ve piyasa değeri/defter değeri oranı ne kadar yüksek olursa o oranda artmaktadır.

Fixed effect regresyon modelini kullandıkları analizlerinin ikinci bölümünde ise; halka açık ve halka kapalı firmaların performans ölçütleri, kredi maliyeti, sahiplik ve kontrol ayrımı açısından karşılaştırmışlardır. Performans ve hisselerin dağılımı arasında istatistiki açıdan anlamlı olmayan negatif bir ilişki bulmuş, bunu sahiplik ve kontrol ayrımının performans azalışına yol açmadığı biçiminde yorumlamışlardır.

Analizlerinin sonuçlarına göre; halka açık firmalar daha çok vergi ödemekte, kredi maliyetleri halka açılmayı takip eden yıllarda düşmektedir. Pagano vd. (1997) kredi maliyetlerindeki azalmayı, -halka açılmanın etkin ve düşük maliyetli izlemeyi olanaklı kılması nedeniyle- kamusal bilgilenmenin firmayı güvenilir borçlu haline getirmesine ve firmanın özkaynak ile finansmanı tercih etmesine bağlamışlardır. Firmaları halka açılmaya yönelten etkenler ise; büyüklük, yaş ve halka açık firmaların piyasa değeri/defter değeri oranlarının çekiciliğidir.

4.1.6. Auchincloss'un Çalışması (1997)

Sahiplik yapısı, bileşimi ve performans ilişkisini inceleyen çalışmanın ortaya konan amacı; vekâlet teorisi çerçevesinde firmaların neden farklı sahiplik yapısı (halka açık veya halka kapalı) tercihlerinde bulduklarını belirlemek, sahiplik yapısı ve firma hisse senetlerinin dağılımını simgeleyen sahiplik bileşimi ile firmanın performansı arasındaki ilişkiyi belirlemektir.

Analize, karşılaştırma olanağı sağlaması nedeniyle, 1725'i halka açık ve 324'ü halka kapalı olmak üzere toplam 2049 büyük ölçekli İngiliz firması dahil edilmiştir. Yukarıda yer verilen çalışmaların bir sentezi olarak geliştirilen çalışmada, veri kaynağı olarak FT Extel Limited'den yararlanılmıştır. Söz konusu kaynakta yer alan halka açık firmalardan, analize dahil edileceklerin seçiminde firmaların hisse senetlerinin en az %25'ini halka açmış ve en az beş yıldır halka açılmış olmalarına, halka kapalı firmaların seçiminde ise varlık ve kâr açısından belirli bir büyüklüğe erişmiş olmalarına dikkat edilmiştir. 1994-1995 mali yılına ait yatay kesit analizi (cross-section) kullanılan söz konusu çalışmada yer verilen değişkenler:

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

Analizde, sahiplik yapısının performansı tanımlamada içsel bir değişken olduğundan hareket edilmiş, sahiplik yapısı ile performans ilişkisinin belirlenmesinde Switching Rejim Modeli kullanılmıştır. Maximum Likelihood yöntemi ile tahminlenen sahiplik yapı ve performans ilişkisi analizi sonucunda; halka açılmanın performans azalışına yol açmadığı ve firmaların, kendilerine göreceli olarak yüksek performans sağlayan sahiplik yapısını seçtikleri yargısına varılmıştır.

Analizin ikinci bölümünü oluşturan ve yine Switching Rejim Modelinin kullanıldığı sahiplik bileşimi ve performans ilişkisinin ölçülmesinde, tahminleme yöntemi olarak Two-stages Least Squares temel alınmıştır. Ulaşılan sonuç, sahiplik bileşiminin firma performansını etkilemediği gibi, sahiplik yapısından da bağımsız olduğunu göstermektedir.

4.1.7. Aydoğan ve Gürsoy'un Çalışması (1998)

Alternatif firma yönetim sistemlerinin etkinliğinin anlaşılmasında firma sahiplik yapısı ve performansı arasındaki ilişkinin öneminden hareket ederek, firma

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 sürekli halka açılmalar nedeniyle analiz donemi başında 106 iken, analiz donemi sonunda 198’e ulaşmış olup, söz konusu firmaların % 73’ü İSO Türkiye’nin 500 büyük sanayi kuruluşu sıralamalarında yer almaktadır.

Firmalara ilişkin verileri panel veri seti biçiminde düzenlemiş olup SEK regresyon tahmin yöntemiyle ulaştıkları sonuçları, GMM (Generalized Method of Moments) yöntemiyle doğrulamışlardır. Açıklanan değişken olarak kullandıkları firma performansını, muhasebe (ÖKG-Özkaynakların Getirisi ve TVG-Toplam Varlıkların Getirisi) ve piyasa (F/E-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 ölçümleyen kukla değişken olarak kullandıkları sahiplik bileşimini ise, firma ortaklarının kimliği üzerine oturtmuşlardır. Çalışmanın araştırdığı ikinci ilişkiyi oluşturan, hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşiminin firmanın riske karşı tutumu üzerindeki etkisini ölçümleyen oluşturdukları denklemlerde, açıklayıcı değişkenlerini aynı tutmuş, performans yerine, toplam risk ve piyasa riskini risk ölçütü olarak kullanmışlardır. Oluşturulan tüm denklemlerde, kaldıraç ve büyüklük kontrol değişkenleridir.

Analizlerinin sonuçları, hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşiminin Türkiye’de faaliyette bulunan halka açık firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerinde önemli etkilerde bulunduğu işaret etmektedir. Buna göre Türkiye’de faaliyette bulunan halka açık firmalar; hisse yoğunluğu arttıkça, muhasebe ölçütlerine göre düşük, piyasa ölçütlerine göre yüksek performansla sahip olmaktadır.

4.2. Sahiplik Yapısına Göre Fİrmalar Arasındaki Farklılıklar

Gerek literatürdeki açıklamalar ve gerekse de yukarıda yer verilen çalışmalardaki analiz sonuçlarının ışığında, 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 belirginken, halka kapalı firmalarda sahiplik ve kontrol iç içedir.

Sahiplik yapısına göre ayırım gösteren söz konusu firma yapıları arasında, varolduğu kabul edilen temel farklılıklar aşağıda açıklanmakta olup Tablo.4.'teki gibidir.

Tablo.4: Sahiplik Yapısına Göre Fİrmalar Arasındaki Farklılıklar

| Farklılık Konusu | Halka açık Firma | Halka kapalı Firma |
|----------------------------|------------------|--------------------|
| Sahiplik ve Kontrol Ayrımı | Yüksek | Düşük |
| Sermaye Girişi | Yüksek | Düşük |
| Borç/Özkaynak 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 |
| Yaş (Faaliyet Süresi) | Yüksek | Düşük |

Tablo.4, Auchincloss (1997, s.29)'dan esinlenerek türetilmiştir.

4.2.1. Sahiplik ve Kontrol Ayrımı

Halka açık firmalar yüksek sahiplik ve kontrol ayrımına sahip olup, sahip ve yöneticiler arasındaki ayırım belirgindir. Halka açılmamış firmalarda ise, sahiplerin aynı zamanda firma yönetim yapısında ağırlıklı rol oynadıkları görülür.

4.2.2. Borç/Özkaynak Oranı

Firmaların faaliyetlerini mevcut hisse senedi sahiplerinin koyduğu sermaye ile finanse edemediklerinde başvurabilecekleri kaynaklar; alıkonulan kazançlar, yeni hisse senedi çıkarımıyla elde edilen finansman veya borçlardan oluşur. Borçla finansman dış kaynak kullanımı anlamına gelir ki; borç verenler -rekâbet koşulları oluşmadığında faiz oranını pazarlık yapmaksızın belirleyebilmeleri, anapara ve faizin ödenmemesi durumunda firmanın tasfiyesini isteyebilmeleri ve borç geri dönüşünü garanti altına almak amacıyla izleme faaliyetlerinde bulunmaları nedenleriyle- firma politikalarını etkilerler.

Halka kapalı firmalarda maddi duran varlık düzeyi düşük, varlıkların belirli kalemlerde yoğunlaşma düzeyi yüksek olduğundan ve firmaya ilişkin bilgilere borç verenlerce tam olarak ulaşılamadığından teklif edilen faiz oranı da yüksek olacaktır (Jensen ve Meckling, 1976). Söz konusu nedenlerle, halka kapalı firmalar borçla finansmanı tercih etmezler. Bu yüzden halka kapalı firmaların borç/özkaynak oranı, halka açık firmalara oranla daha düşüktür.

4.2.3. 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.

4.2.4. Vekâlet Maliyetleri

Halka açık firma yöneticilerinin firma kaynaklarını değer maksimizasyonu için değil de, imtiyazlarını arttırmak yönünde kullanmaları, vekâlet maliyetlerine yol açar. Firma açısından, izleme ve tazmin harcamaları ile önlenemeyen kayıplar önemli birer maliyet unsuru oluşturur. Vekâlet maliyetlerinin halka kapalı firmalarda söz konusu olmayacağı kabul edilir.

4.2.5. Hisse Yoğunluğu

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

4.2.6. AR-GE Harcamaları

Firma tasfiye değeri kapsamında yer almayan AR-GE harcamaları, maddi olmayan duran varlıklar içerisinde ele alınır. Halka açık firmaların daha yüksek AR-GE harcama tutarına sahip oldukları, Mayer ve Alexander (1991) ile Yafeh ve Yosha (1996) tarafından ampirik olarak kanıtlanmıştır. Buna göre; ileri teknoloji gerektiren sektörlerde faaliyet gösteren firmalar genellikle halka açık firmalar olmaktadır.

4.2.7. Varlık Çeşitliliği

Bir firmanın sahip olduğu herhangi bir varlığın özel bir durumla ilgili olma, bir diğer ifadeyle firmanın üzerinde uzmanlaşma olasılığı ne kadar düşükse, söz konusu firmanın varlık çeşitliliği de o kadar yüksektir. Williamson'a (1988) göre varlık çeşitliliği yüksek olan bir firma, izlemeyi destekleyen bir yönetim yapısı seçmelidir. Buna göre; yüksek varlık çeşitliliği düzeyi söz konusu olduğunda, halka kapalı firma yapısında organize olmak daha iyidir.

4.2.8. Yaş (Faaliyet Süresi)

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

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, firma performansının sadece rekabet, teknoloji ve müşteri tatminiyle ilgili olmadığı, aynı zamanda firma içsel karakteristiklerinden de etkilenebildiği çıkarımında bulunulabilir.



BEŞİNCİ BÖLÜM

FİRMA SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Vekâlet teorisiyle ilgili olarak yapılan teorik ve ampirik çalışmalara yönelik açıklamaların ışığında, Türk firmalarının konu edildiği ampirik uygulama için atılan ilk adım, kullanılacak değişkenlerin belirlenerek araştırılacak ilişkinin modellenmesidir.

5.1. Araştırma Modeli

Dördüncü bölümde de belirtildiği üzere; firma sahiplik yapısı ve performans ilişkisini inceleyen çalışmaların bir bölümünde, firma sahiplik yapısı ile performans arasında eşanlı (simultaneous) bir etkileşimin olduğundan; bir bölümünde de olmadığından hareket edilerek ekonometrik analiz yapılmaktadır. Bu çalışmada da, ilişkinin modellenmesinde söz konusu iki yaklaşım göz önünde bulundurulmuştur.

1. Yaklaşım:

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasında eşanlı bir etkileşim olma olasılığı, ekonometrik modelleme aşamasında, birbirlerine göre içsel (endogenous) birer değişken olan sahiplik yapısı ve firma performansının eşanlı iki ilişki olarak tahmin edilmesini gerektirmektedir¹⁶. Buradan hareketle, ilk ilişki (1),

$$S_i = f(P_i, I_{ij}, F_i) \quad i = 1, \dots, n \text{ (firma sayısı)} \quad (1)$$

$$j = 1, \dots, m \text{ (sektör sayısı)}$$

¹⁶ Söz konusu ilişkinin kurulması ve modellenmesi aşamasında, sahiplik yapısı ve performans ilişkisini inceleyen çalışmalar ve özellikle de Auchincloss'un (1997) çalışması temel alınmıştır.

firmanın halka açık veya kapalı olma tercihinin nasıl açıklandığına yönelikken; ikinci ilişki (2),

$$P_i = f(S_i, Z_i, M_i, G_i, I_{ij}) \quad (2)$$

firma performansının sahiplik yapısından etkilenebileceği varsayımı altında oluşturulmuştur. (1) ve (2)'deki fonksiyonlarda yer alan değişkenlerden, S: sahiplik yapısını (S=1 ise halka açık firma, S=0 ise halka kapalı firma), P: firma performansını, I: sektörleri¹⁷, F: özkaynak defter değerini, Z: firma satış gelirini, M: firma maddi duran varlıklarını, G: firma yaşını ifade etmekte olup firma performansının (P) ölçütü kullanılan net sermayenin getirisidir.

Sahiplik yapısı (S) ile firma performansı (P) değişkenleri arasında eşanlı bir ilişkinin varsayılması ve S değişkeninin 1 ve 0 değerleri alan nitel bir değişken olması nedeniyle, bu iki ilişkinin ekonometrik tahmininde, Örneklem Seçim Modeli (Sample Selection Model -SSM-) yaklaşımının kullanılması uygun olmaktadır (Greene, 1993, s.710).

Bu yaklaşıma göre, SSM aşağıda gösterildiği biçimde formüle edilmektedir:

Seçim denklemi:

$$S_i^* = \gamma'W_i + u_i,$$

$$S_i = 1 \quad S_i^* > 0,$$

$$S_i = 0 \quad S_i^* \leq 0,$$

$$\text{Prob}(S_i = 1) = \phi(\gamma'W_i),$$

$$\text{Prob}(S_i = 0) = 1 - \phi(\gamma'W_i).$$

Regresyon denklemi:

$$P_i = \beta'X_i + \varepsilon_i$$

¹⁷ Sektörlere ilişkin tanımlamalar Tablo 5.'den görülebilir.

Burada, W_i ve X_i : açıklayıcı değişken matrislerini, $\text{Prob}(\cdot)$: S 'nin 1 veya 0 olma olasılığını, S_i : gözlemlenebilen seçim değişkenini, S_i^* : büyüklüğü gözlemlenemeyen fakat işareti gözlemlenebilen seçim değişkenini göstermektedir. Bu modelde, "seçim kuralı", S_i 'nin, ancak S_i^* 'nin sıfırdan büyük olması durumunda gözlemlenebilmesidir. S_i^* 'nin büyüklüğüne ilişkin bilginin olmaması, seçim denklemindeki hata terimleri varyansının tahmin edilememesine neden olmaktadır. Bu ise, seçim denkleminin, "kesikli bağımlı değişkenli (discrete dependent variable) modeller" sınıfı içinde yer alan ve "probit" adı verilen yöntem ile tahmin edilmesini gerektirmektedir (Greene, 1993, s.635).

SSM'nin parametrelerinin tahmininde Heckman'ın (1979) iki aşamalı (two-step) tahmin yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntemde göre, ilk aşamada, bir probit modeli olan seçim denklemi maksimum olabilirlik (maximum likelihood -ML-) yaklaşımı ile tahmin edilmekte, bu denklemden her gözlem için elde edilen Mills oranları¹⁸ - λ_i - (Mills' ratios), ikinci aşamada sıradan en küçük kareler yöntemi (SEK) ile tahmin edilen regresyon denkleminde, ek bir açıklayıcı değişken olarak yer almaktadır. İkinci aşamada tahmin edilen regresyon denklemi, Heckman iki aşamalı tahmin yöntemi çerçevesinde, seçim değişkeninin ifade ettiği her iki nitel durum için ayrı ayrı tahmin edilebilmektedir.

Buna göre; söz konusu tahmin yönteminin uygulandığı sahiplik yapısı ve firma performans denklemleri aşağıdaki biçimde oluşturulmaktadır:

$$S_i = \gamma_0 + \gamma_1 F_i + \gamma_2 P_{Ai} + \gamma_3 P_{Ki} + \sum_{j=1}^m \delta_j I_{ij} + u_i \quad (3)$$

$$P_{Ai} = \beta_{A0} + \beta_{A1} S_i + \beta_{A2} Z_i + \beta_{A3} M_i + \beta_{A4} G_i + \sum_{j=1}^m \delta_{Aj} I_{ij} + \varepsilon_{Ai} \quad S=1 \text{ ise} \quad (4a)$$

$$P_{Ki} = \beta_{K0} + \beta_{K1} S_i + \beta_{K2} Z_i + \beta_{K3} M_i + \beta_{K4} G_i + \sum_{j=1}^m \delta_{Kj} I_{ij} + \varepsilon_{Ki} \quad S=0 \text{ ise} \quad (4b)$$

¹⁸ İlk aşamada tahmin edilen denklemde, her gözlem için Mills oranları şöyle tahmin edilmektedir: $\hat{\lambda}_i = \frac{\theta(\hat{\gamma}'W_i)}{\phi(\hat{\gamma}'W_i)}$.

Bu denklemlerde yer alan S_i değişkeni, 1 ve 0 değerleri olarak firmanın halka açık veya kapalı olduğunu yansıtırken, P_{Ai} ve P_{Ki} değişkenleri, sırasıyla, halka açık ve kapalı olan firmaların performanslarını göstermektedir. I_{ij} ile gösterilen değişkenler ise, i firmasının faaliyet gösterdiği j sektörünü ifade eden, 1 ve 0 değerlerini alan nitel değişkenlerdir. (3) no'lu seçim denklemi; özkaynak defter değeri (F_i), firma performansı (P_{Ai} ve P_{Ki}) ve sektöre (I_{ij}) ait özelliklerin sahiplik yapısı (S_i) üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır.

(3) no'lu seçim denkleminde yer alan, halka açık ve kapalı firmaların performansları (P_{Ai} ve P_{Ki}) ise (4a) ve (4b) denklemlerinde; firma satış gelirleri (Z_i), firma maddi duran varlıkları (M_i), firma yaşı (G) ve firmaların faaliyet gösterdikleri sektörlerle (I_{ij}) ilişkin değişkenlerle açıklanmaktadır.

P_{Ai} ve P_{Ki} değişkenlerinin içsel birer değişken olmaları nedeniyle, Heckman iki aşamalı tahmin yönteminin ilk aşamasında tahmin edilecek olan (3) no'lu seçim denkleminin indirgenmiş halinin (reduced form) kullanılması gerekmektedir. İndirgenmiş denklem aşağıda gösterildiği gibidir:

$$S_i = \pi_0 + \pi_1 F_i + \pi_2 Z_i + \pi_3 M_i + \pi_4 G_i + \sum_{j=1}^m \eta_j I_{ij} + \nu_i \quad (5)$$

Aşağıda regresyon katsayıları tanımı verilen (5) no'lu denklem, artık dışsal (exogenous) değişkenlerle açıklanan indirgenmiş sahiplik yapısı denklemi halinde ifade edilmektedir.

$$\begin{aligned} \pi_0 &= (\gamma_0 + \gamma_2 \beta_{A0} + \gamma_3 \beta_{K0}) / D & \eta_j &= (\gamma_2 \delta_{Aj} + \gamma_3 \delta_{Kj} + \delta_j) / D \quad j = 1, \dots, m \\ \pi_1 &= \gamma_1 / D & \nu_i &= (\gamma_2 \varepsilon_{Ai} + \gamma_3 \varepsilon_{Ki} + u_i) / D \\ \pi_i &= (\gamma_2 \beta_{A0} + \gamma_3 \beta_{K0}) / D \quad i = 2, 3, 4 & D &= (1 - \gamma_2 \varepsilon_{Ai} - \gamma_3 \varepsilon_{Ki}) \end{aligned}$$

Böylece, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koyduğu düşünülen SSM'nin, Heckman iki aşamalı tahmin yöntemi ile tahmin edilmesi için, ilk

aşamada, bir probit yöntemi olan (5) no'lu denklem ML yaklaşımı ile tahmin edilir ve bu tahminden elde edilen Mills oranları da kullanılarak, ikinci aşamada (4a) veya (4b) no'lu denklemlerin tahmini SEK yaklaşımı ile gerçekleştirilir.

2. Yaklaşım:

Firma performansının belirlenmesinde, sahiplik yapısı ve firma performansı arasında eşanlı bir ilişki olmadığı varsayımından hareketle, yukarıda söz konusu olan çok denklemlili tahmin yaklaşımı yerine, tek denklemlili bir yaklaşım kullanılabilir.

Firma performansında, sahiplik yapısı farklılığından kaynaklanan etkilerin söz konusu olduğu, ancak sahiplik yapısının firma performansından etkilenmediği durumunu açıklayabilen tek denklemlili modelin oluşturulması, “gölge değişken (dummy variable)” kullanımı ile gerçekleştirilebilir.

$$P_{Ai} = \alpha_{A0} + \alpha_{A1}Z_i + \alpha_{A2}M_i + \alpha_{A3}G_i + \sum_{j=1}^m \delta_{Aj} I_{ij} + \varepsilon_{Ai} \quad S_i=1 \text{ ise} \quad (6a)$$

$$P_{Ki} = \alpha_{K0} + \alpha_{K1}Z_i + \alpha_{K2}M_i + \alpha_{K3}G_i + \sum_{j=1}^m \delta_{Kj} I_{ij} + \varepsilon_{Ki} \quad S_i=0 \text{ ise} \quad (6b)$$

Yukarıda, iki farklı sahiplik yapısını ifade eden performans denklemleri (6a ve 6b), S_i gölge değişkeni tanımlamak yoluyla, tek bir denklem haline dönüştürülebilir.

$$P_i = \alpha_{K0} + (\alpha_{A0} - \alpha_{K0})S_i + \alpha_{K1}Z_{Ai} + (\alpha_{A1} - \alpha_{K1})S_iZ_{Ai} + \alpha_{K2}M_{Ai} + (\alpha_{A2} - \alpha_{K2})S_iM_{Ai} + \alpha_{K3}G_{Ai} + (\alpha_{A3} - \alpha_{K3})S_iG_{Ai} + \sum_{j=1}^m \delta_j I_{ij} + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$S_i = \begin{cases} 1 & \text{halka açık firma ise} \\ 0 & \text{halka kapalı firma ise} \end{cases}$$

(7) no'lu regresyon denkleminde tek başına yer alan S_i değişkeni sabit terim gölge değişkeni (intercept dummy) olarak kullanılırken, regresyon denkleminin herhangi bir açıklayıcı değişkeni ile çarpım halinde kullanılan S_i değişkeni, eğim gölge değişkenlerini oluşturmaktadır (slope dummy). Açıklayıcı değişkenlerin, açıklanan

değişken üzerindeki etkisinin nitel durumdaki farklılıklara göre ayrıştırılması, eğitim gölge değişkenlerinin kullanılması ile mümkün olmaktadır. Sabit terim gölge değişkeni ise, nitel durum farklılıklarını açıklayıcı değişkenlerin etkisinden bağımsız olarak ortaya koymaktadır.

Fark katsayıları ($\alpha_A - \alpha_K$), sahiplik yapısı farkının performans üzerinde bir etkisinin olup olmayacağını sınanmasını sağlayan regresyon katsayılarıdır. Bu fark katsayılarının istatistiksel anlamlılığı, firmanın halka açık veya kapalı olmasının performansı farklı biçimde etkilediğinin bir göstergesidir. Bu tür denklemlerde, açıklayıcı değişkenlerin tümünün dışsal olduğu varsayımı nedeniyle, regresyon katsayılarının tahmininde SEK yaklaşımı kullanılmaktadır.

Şimdiye kadar yapılan açıklamalardan hareketle, kullanılacak ekonometrik tekniklerin; sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi açıklayabileceği düşünülmekte, sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisinin analizi sonucunda özel kesim sahipliğindeki Türk sanayi firmaları için sahiplik yapısındaki farklılığın firma performansına etkide bulunmayacağı beklenmektedir.

5.2. Evren ve Örneklem

Halka açık ve halka kapalı firmalara ilişkin karşılaştırma olanağı sağlayacak örnek büyüklüğüne ulaşabilmek amacıyla 1994-1999 yıllarını kapsayan dönem çalışma dönemi olarak belirlenmiştir

Yapılan araştırma sonucunda, 66'sı halka açık ve 48'i halka kapalı olmak üzere 114 firmanın verileri sağlanarak analize dahil edilebileceği görülmüştür. İMKB ve İSO tarafından da kullanılan Birleşmiş Milletler (BM) ISIC Revize 2 Sektör Sınıflandırma Sisteminden yararlanılarak, faaliyet gösterdikleri sektöre ve sahiplik yapısına göre ayrıma tabi tutulan firmalar Tablo.5'de gösterilmiştir.

Tablo.5: Sektörlere Göre Analize Dahil Edilecek Firma Sayısı

| Sektöre İşaret Eden Kukla Değişken | Sektörler (I) | Halka Açık Firma Sayısı | Halka Kapalı Firma Sayısı |
|------------------------------------|---|-------------------------|---------------------------|
| 1 | Gıda, İçki ve Tütün | 10 | 8 |
| 2 | Dokuma, Giyim eşyası, Deri ve Ayakkabı | 11 | 15 |
| 3 | Kağıt ve Kağıt ürünleri, Basım | 6 | 3 |
| 4 | Kimya, Petrol ürünleri, Lastik ve Plastik | 9 | 4 |
| 5 | Taş ve Toprağa Dayalı İmalat | 15 | 5 |
| 6 | Metal Ana Sanayii | 6 | 5 |
| 7 | Metal eşya, Makine ve Techizat, Otomotiv | 9 | 8 |
| Toplam | | 66 | 48 |
| Genel Toplam | | 114 | |

5.3. Kullanılan Değişkenler

5.3.1. İçsel (Açıklanan) Değişkenler

Araştırmanın içsel değişkeni performans (P) ölçütü olup; $\{FVÖK / \text{Toplam Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}\}$ formülü ile hesaplanmaktadır. Performans (P) toplam varlıklardan kısa vadeli borçlar çıkarılarak belirlenmekte ve bu oran Kullanılan Net Sermayenin Getirisi (Return on Net Capital Employed -ROCE-) olarak adlandırılmaktadır. Literatürde performans ölçütü olarak Tobin Q'sunun da kullanılıyor olduğu görülmekle birlikte, halka kapalı firmaların piyasa değerini hesaplamak oldukça zor olduğundan, bu araştırmanın performans ölçütü yukarıda da belirtildiği üzere kullanılan net sermayenin getirisi olacaktır.

5.3.2. Dışsal (Açıklayıcı) Değişkenler

Firma sahiplik yapısı (S), satışlar (Z), maddi duran varlıklar (M), firma yaşı (G) ve sektöre ilişkin kukla değişken (I) analizde kullanılan dışsal değişkenleri oluşturmaktadır. Ancak sahiplik yapısının, yukarıda sunulan bazı çalışmalardan da anlaşılacağı üzere, içsel bir değişken olarak da kullanıldığı hatırlanmalıdır. Firma performansını ölçümlemede kullanılan; satışlar, maddi duran varlıklar ve yaş, firma

büyükliğünün belirleyicileri olup tanımlayıcı değişken maddi duran varlıklardır. Söz konusu değişken, firmanın üretim sürecinde kullandığı fiziksel girdileri temsil etmektedir.

Sahiplik yapısı denkleminde kullanılan Özkaynak Defter Değeri (Sermaye + Yedekler = Özkaynak), firma finansal kaynak ihtiyacını açıklayan bir değişkendir. Finansal kaynak ihtiyacı ise, daha önce de belirtildiği üzere firma sahiplik yapısının önemli bir göstergesidir.

5.4. Veri Kaynakları

Ekonometrik modelde kullanılacak değişkenlere uygun olarak; halka açık firmalara ilişkin veriler İMKB Şirketler Yıllığı yayınları ve yine İMKB tarafından elektronik ortamda oluşturulan veri bankasından, halka kapalı firmalara ilişkin veriler ise İSO'nun Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 1994,...,1999 yayınları ile İSO 500 98 CD'si ve analiz kapsamında yer alan firmalara doğrudan gönderilen veri talep formlarından sağlanmıştır.

5.5. Verilerin Toplanması

Halka açık firmaların seçiminde, sahiplik yapılarını yansıtabilmeleri açısından en az üç yıldır hisse senetlerinin İMKB'de işlem görmesi şartı aranırken; halka kapalı firmalar için, uygun bir karşılaştırma yapabilmek ve ortaya çıkabilecek değişen varyanslılık (heteroskedasticity) sorununu en aza indirmek amacıyla, satışlar açısından belirli bir büyüklüğe sahip olmaları gereği aranmıştır. Bu nedenle halka kapalı firmalara ait veri kaynağı olarak İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu çalışmalarına başvurulmuştur. Yine, analize dahil edilecek firmaların belirlenen çalışma dönemi boyunca devamlı olarak söz konusu çalışmalarda sıralamalara girmiş olmalarına da dikkat edilmiştir. Kamu firmaları ve %50'den fazla kamu veya yabancı ortaklığı bulunan firmalar ile çalışma dönemi içinde farklı sahiplik yapılarına giden firmalar, analizin kapsamı dışında tutulmuşlardır. Analiz kapsamında yer alacak firmalar açısından, faaliyet gösterdikleri sektörlerin farklılık arz etmesi nedeni ile sektör temelinde bir eleme yapılması gereği de söz konusudur. Bu nedenle finans; elektrik, gaz

ve su, oteller ve lokantalar ile inşaat sektöründe yar alan firmalar, çalışmanın kapsamı içine alınmamıştır.

5.6. Verilerin Araştırma Modelinde Kullanıma Hazır Hale Getirilmesi

Halka açık firmalara ilişkin olarak İMKB kaynaklı toplanan; Z (Firma toplam satışları), M (Firma maddi duran varlıkları), G (Firma yaşı) verileri doğrudan analize dahil edilirken, P (Performans);

$$P = \{FVÖK / T - K\}$$

(FVÖK / Toplam varlıklar - Kısa vadeli borçlar)

formülü ile hesaplanarak analizde kullanılacak duruma getirilmiştir.

Halka kapalı firmalara ilişkin olarak ise; V (Firma vergi öncesi kârı), Z (Firma toplam satışları) ve F (Özkaynak defter değeri) verileri İSO yayınlarından sağlanmıştır. Ancak söz konusu yayınlarda yer almayan; M (Firma maddi duran varlıkları), G (Firma yaşı) ile P'nin (Performans) halka açık firma performanslarıyla benzer biçimde hesaplanması için ihtiyaç duyulan O (Finansman giderleri) ve K'ya (Kısa vadeli borçlar) ait veriler, doğrudan ilgili firmalardan elde edilmiştir.

$$P = \{V + O / T - K\}$$

(Vergi öncesi kâr + Finansman giderleri / Toplam varlıklar - Kısa vadeli Borçlar)

formülü ile hesaplanarak analizde kullanılmıştır. Sektöre ilişkin kukla değişken olan I' nın belirlenmesinde ise, BM ISIC Revize 2' ye göre gerek İMKB ve gerekse de İSO tarafından yapılan sektör sınıflandırması esas alınmıştır. Elde edilen veriler EXCEL programında yazılarak, analizde kullanılacak LIMDEP 7.0 programı için hazır hale getirilmişlerdir.

5.7. Bulgular ve Yorum

1.Yaklaşımın Sonuçları

1.yaklaşımında öngörülen modelin, Heckman iki aşamalı tahmin sonuçları Tablo 6,...,11'deki gibidir¹⁹. Her yıl için regresyon katsayı tahminleri verilen üç denklem, sırasıyla; sahiplik yapısı denklemi (6) ile açık ve kapalı firma performans denklemleridir (4a ve 4b). Tahminlerde kullanılan açıklayıcı değişkenlere ait veriler, logaritmaları alınarak doğrusallaştırılmıştır²⁰.

Regresyon denklemi tahminlerinde, 64'ü halka açık, 45'i halka kapalı olmak üzere toplam 109 firmanın 1994-1999 yıllarını kapsayan döneme ait verileri kullanılmış olup her yıl için yatay kesit (cross-section) regresyon analizi yapılmıştır.

İki aşamalı tahmin sonuçlarına göre;

- 1994 ve 1999 yılları hariç, performans (P) denklemlerinin hiç birinde katsayıları istatistiksel anlamlılığa sahip açıklayıcı değişkene rastlanamamışken, sahiplik yapısı denklemlerinin çoğunda açıklayıcı değişkenlere ait katsayıların büyük ölçüde istatistiksel anlamlılığının olduğu görülmektedir. Tahmin sonuçlarına göre, sahiplik yapısı (S) farklılığının firma performansı (P) üzerinde herhangi bir farklılığa neden olup olmadığı yönünde bir çıkarım yapmayı sağlayacak istatistiki anlamlılıkta bulgular elde edilememiştir. Bu sonuç, Holderness ve Sheehan'ın (1988) bulgularıyla tutarlıdır.

Sahiplik yapısı (S) da dahil firma performansının (P) açıklayıcıları oldukları varsayılan değişkenlerin, performans (P) üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı herhangi bir etkiye yol açmaması, aşağıda belirtilen olasılıklardan kaynaklanabilir:

¹⁹ Tablo 6,...,11'de yer alan regresyon katsayı tahminlerinin istatistiksel anlamlılıkları % 5 anlamlılık düzeyinde test edilmiştir ve anlamlılığa sahip tahminler koyu puntolarla gösterilmiştir. Tabloda yer alan; σ^2 , regresyon denklemlerinin varyansını, N gözlem sayısını, s.d. serbestlik derecesini, LR-testi ise regresyon katsayılarının genel anlamlılığının test edilmesinde kullanılan olabirlik oranını (Likelihood Ratio -LR-) ifade etmektedir.

²⁰ F değişkeni ile gösterilen özkaynak defter değerinin negatif değerlere sahip olması, logaritmik dönüşümü olanaksız kıldığı için negatif defter değerine sahip olan ikisi halka açık, üçü halka kapalı firma tahmin kapsamından çıkarılmıştır.

Tablo.6: 1994 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları

| 1994 | Sahiplik Yapısı Probit | t-istatistiği | Açık Firma Performansı SEK | t-istatistiği | Kapalı Firma Performansı SEK | t-istatistiği |
|------------|------------------------|---------------|----------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Sabit | -1.115 | -0.467 | -0.953 | -1.095 | -1.761 | -0.660 |
| F | 0.973 | 3.005 | | | | |
| Z | -0.869 | -3.231 | 0.171 | 1.551 | 0.540 | 2.164 |
| M | -0.185 | -0.670 | -0.197 | -2.277 | -0.375 | -2.597 |
| G | 1.013 | 2.810 | 0.345 | 1.884 | -0.765 | -0.316 |
| I1 | 1.154 | 2.100 | 0.408 | 1.983 | -0.599 | 1.279 |
| I2 | 0.101 | 0.225 | 0.231 | 1.244 | -0.104 | -0.313 |
| I3 | 1.108 | 1.458 | 0.370 | 1.450 | -0.567 | -0.972 |
| I4 | 0.758 | 1.370 | 0.304 | 1.435 | -0.894 | -0.180 |
| I5 | 0.418 | 0.887 | 0.367 | 2.066 | 0.339 | 0.087 |
| I6 | 0.610 | 1.021 | 0.143 | 0.653 | -0.320 | -0.714 |
| σ^2 | | | 0.056 | | 0.469 | |
| N (s.d.) | 109 | 98 | 64 | 53 | 45 | 34 |
| LR-testi | 38.89 | | 64.43 | | 39.02 | |

°Sahiplik yapısının (S) varsayıldığı gibi içsel bir değişken olmaması (en azından Türk reel kesim firmaları için) ve bu nedenle firma performansına (P) ilişkin tahmin sonuçlarında istatistiksel olarak anlamsız ilişkiler doğurması. Bu durumda, literatürde de belirtildiği üzere, sahiplik yapısının (S) firma performansı (P) için içsel bir değişken olmadığı varsayımından hareket edilerek başka bir analizin yapılması yerinde olacaktır.

Tablo.7: 1995 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları

| 1995 | Sahiplik Yapısı Probit | t-istatistiği | Açık Firma Performansı SEK | t-istatistiği | Kapalı Firma Performansı SEK | t-istatistiği |
|------------|------------------------|---------------|----------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Sabit | 0.321 | 0.131 | -0.340 | -0.239 | 8.391 | 1.044 |
| F | 0.232 | 0.814 | | | | |
| Z | -0.922 | -3.490 | -0.208 | -0.571 | -0.836 | -1.103 |
| M | 0.521 | 2.080 | 0.133 | 0.473 | 0.296 | 0.696 |
| G | 1.119 | 3.098 | 0.479 | 0.977 | 1.052 | 1.036 |
| I1 | 0.644 | 1.193 | 0.267 | 0.786 | 2.309 | 1.758 |
| I2 | -0.393 | -0.881 | -0.964 | -0.258 | -0.258 | -0.241 |
| I3 | 0.455 | 0.690 | 0.351 | 0.941 | -0.150 | -0.087 |
| I4 | 0.626 | 1.165 | 0.257 | 0.692 | 1.036 | 0.705 |
| I5 | -0.229 | -0.468 | -0.415 | -0.013 | -0.453 | -0.379 |
| I6 | 0.202 | 0.347 | 0.160 | 0.050 | -0.312 | -0.231 |
| σ^2 | | | 0.019 | | 1.995 | |
| N (s.d.) | 109 | 98 | 64 | 53 | 45 | 34 |
| LR-testi | 33.15 | | 47.78 | | 35.35 | |

°Sahiplik yapısının (S) firma performansı (P) için içsel bir değişken olup olmadığından bağımsız olarak, firma performansını (P) açıkladığı varsayılan değişkenlerin, reel kesimde faaliyet gösteren Türk firmaları için açıklayıcılığının bulunmaması. Çünkü;

“Firmaların özele inen kritik değerlendirmeler ve buna bağlı beklentiler karşısında bağımsız davrandıkları, bunun da analitik düşüncüyü ülkeden ülkeye değiştirdiği görülmüştür. Firmaların performans tanımları ülkelerin kendi yapıları içerisinde saydam bir yapı gösterirken, uluslar arası boyutlu değerlendirildiğinde tutarsız olmaktadır” (Alkan, 1997, s.41) ve *“kurulan parametrelerin ancak kurulduğu ortamlara özel uygulamalar için geçerli olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.”* (Alkan, 1997, s.69).

Eğer durum bu ise; bir başka çalışmanın konusu olacak biçimde, Türkiye’deki firma performanslarını (P) açıklayıcı değişkenlerin neler olduğu veya teorik olarak firma performansını (P) açıklayan değişkenlerin, ampirik çalışmalarda neden firma performansını (P) yansıtmadığı araştırılmalıdır.

Tablo.8: 1996 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları

| 1996 | Sahiplik Yapısı Probit | t-istatistiği | Açık Firma Performansı SEK | t-istatistiği | Kapalı Firma Performansı SEK | t-istatistiği |
|------------|------------------------|---------------|----------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Sabit | -0.966 | -0.358 | -0.410 | -0.202 | -8.218 | -1.162 |
| F | -0.392 | -0.141 | | | | |
| Z | -0.725 | -2.821 | -0.117 | -0.269 | 1.038 | 1.044 |
| M | 0.668 | 2.748 | 0.370 | 0.101 | -0.658 | -0.741 |
| G | 1.151 | 3.081 | 0.479 | 0.710 | 0.220 | 0.158 |
| I1 | 0.392 | 0.754 | 0.215 | 0.603 | 2.807 | 2.287 |
| I2 | -0.494 | -1.106 | -0.351 | -0.075 | 1.180 | 1.203 |
| I3 | 0.334 | 0.504 | 0.252 | 0.631 | 0.973 | 0.640 |
| I4 | 0.476 | 0.899 | 0.255 | 0.625 | 1.652 | 1.138 |
| I5 | -0.243 | -0.500 | 0.698 | 0.021 | 1.401 | 1.306 |
| I6 | 0.103 | 0.178 | 0.134 | 0.039 | 0.607 | 0.556 |
| σ^2 | | | 0.038 | | 2.987 | |
| N (s.d.) | 109 | 98 | 64 | 53 | 45 | 34 |
| LR-testi | 31.81 | | 53.18 | | 29 | |

•Sahiplik yapısı (S) denklemlerinde, açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı katsayılarının ortaya koyduğu ilişkiler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

°Özkaynak defter değeri (F), firma maddi duran varlıkları (M) ve firma yaşı (G) ile firmanın halka açık olması arasında doğru orantılı bir ilişki söz konusudur. Bir diğer ifadeyle, yüksek özkaynak defter değeri (F) ve maddi duran varlıklara (M) sahip olup faaliyet süreleri (G) uzun olan firmalar genellikle halka açık firmalardır. Pagano vd.'nin (1997) ulaştıkları sonuçta aynı yöndedir.

°Firma satışları (Z) ile halka açık olma durumu arasında ise ters orantılı bir ilişki vardır. Buna göre; satış gelirleri (Z) yüksek olan firmalar yatırımlarını özkaynakları ile karşılama gücüne sahip olduklarından halka açılmayı tercih etmemektedirler. Bu durum firmaların Finansman Hiyerarşisi Teorisiyle uyumlu olarak finansman tercihinde bulduklarını yansıtmaktadır.

Tablo.9: 1997 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları

| 1997 | Sahiplik Yapısı Probit | t-istatistiği | Açık Firma Performansı SEK | t-istatistiği | Kapalı Firma Performansı SEK | t-istatistiği |
|-----------------|------------------------|---------------|----------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Sabit | -0.335 | -0.116 | -1.021 | -0.154 | -2.197 | -0.457 |
| F | -0.116 | -0.041 | | | | |
| Z | -0.708 | -2.638 | -0.632 | -0.355 | 0.436 | 0.685 |
| M | 0.590 | 2.333 | 0.377 | 0.262 | -0.341 | -0.614 |
| G | 1.094 | 2.874 | 1.366 | 0.519 | 0.413 | 0.431 |
| I1 | 0.491 | 0.962 | 0.463 | 0.327 | 0.992 | 1.135 |
| I2 | -0.493 | -1.103 | -0.754 | -0.417 | -0.776 | -0.120 |
| I3 | 0.346 | 0.521 | 0.370 | 0.277 | -0.361 | -0.354 |
| I4 | 0.408 | 0.787 | 0.493 | 0.365 | 0.673 | 0.707 |
| I5 | -0.624 | -0.131 | -0.244 | -0.025 | -0.447 | -0.069 |
| I6 | 0.187 | 0.342 | 0.560 | 0.485 | -0.379 | -0.553 |
| σ^2 | | | 0.145 | | 1.113 | |
| N (s.d.) | 109 | 98 | 64 | 53 | 45 | 34 |
| LR-testi | 26.66 | | 47.94 | | 30.44 | |

Buna karşın, halka açılmayı seçen firmaların yeni finansal kaynak bulmak amacıyla, halka açılma tercihinde buldukları öne sürülebilir. Mayer ve Alexander (1991) ve Pagano vd.'nin (1997) bulguları ise halka açık firma satışlarının (Z) daha yüksek olduğu yönündedir.

Tablo.10: 1998 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları

| 1998 | Sahiplik Yapısı Probit | t-istatistiği | Açık Firma Performansı SEK | t-istatistiği | Kapalı Firma Performansı SEK | t-istatistiği |
|------------|------------------------|---------------|----------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Sabit | -1.487 | -0.501 | -4.234 | -0.271 | -2.654 | -0.640 |
| F | 0.839 | 0.329 | | | | |
| Z | -0.405 | -1.897 | -0.132 | -0.074 | 0.979 | 0.208 |
| M | 0.267 | 1.270 | 0.247 | 0.016 | 0.350 | 0.094 |
| G | 0.917 | 2.422 | 1.269 | 0.300 | 0.525 | 0.549 |
| I1 | 0.485 | 0.992 | 0.502 | 0.206 | 1.304 | 1.720 |
| I2 | -0.439 | -0.963 | -1.099 | -0.408 | -0.482 | -0.083 |
| I3 | 0.529 | 0.779 | 0.847 | 0.308 | 0.248 | 0.243 |
| I4 | 0.501 | 0.980 | 0.643 | 0.251 | 1.123 | 1.373 |
| I5 | 0.165 | 0.357 | 0.388 | 0.260 | 0.751 | 0.137 |
| I6 | 0.967 | 0.184 | -0.245 | -0.169 | -0.149 | -0.264 |
| σ^2 | | | 0.306 | | 0.588 | |
| N (s.d.) | 109 | 98 | 64 | 53 | 45 | 34 |
| LR-testi | 20.32 | | 38.73 | | 28.88 | |

Ancak bu durumun, çalışmaya konu olan halka kapalı firmaların belirlenmesinde temel alınan İSO'nun 500 Büyük Sanayi Kuruluşu çalışmalarının firma satışlarının büyüklüğüne göre yapılmasından kaynaklanma olasılığı da söz konusudur.

Tablo.11: 1999 Yılına İlişkin Heckman İki Aşamalı Tahmin Sonuçları

| 1999 | Sahiplik Yapısı Probit | t-istatistiği | Açık Firma Performansı SEK | t-istatistiği | Kapalı Firma Performansı SEK | t-istatistiği |
|------------|------------------------|---------------|----------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| Sabit | 2.693 | 0.860 | 1.111 | 0.714 | -4.021 | -1.175 |
| F | 0.913 | 3.122 | | | | |
| Z | -1.126 | -3.715 | 0.139 | 1.128 | 0.234 | 0.937 |
| M | -0.437 | -0.195 | -0.211 | -2.010 | -0.524 | -0.359 |
| G | 0.898 | 2.112 | 0.106 | 0.358 | 0.520 | 1.572 |
| I1 | 0.643 | 1.184 | -0.327 | -1.034 | 0.521 | 1.236 |
| I2 | -0.720 | -1.489 | -0.434 | -1.394 | 0.133 | 0.383 |
| I3 | -0.222 | 0.327 | -0.286 | -0.787 | 0.228 | 0.434 |
| I4 | 0.815 | 1.428 | -0.180 | -0.551 | 1.178 | 2.579 |
| I5 | -0.187 | -0.375 | -0.411 | -1.538 | 0.217 | 0.590 |
| I6 | 0.215 | 0.375 | -0.261 | -0.793 | -0.899 | -0.221 |
| σ^2 | | | 0.337 | | 0.288 | |
| N (s.d.) | 109 | 98 | 64 | 53 | 45 | 34 |
| LR-testi | 37.68 | | 26.1 | | 38.94 | |

°Sektörel farklılıkların (I) sahiplik yapısı (S) üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Bu durum ise, sektörel farklılıklardan çok, Türkiye'nin genel ekonomik yapısının sanayi firmalarını etkilediği sonucunu doğurmaktadır.

2.Yaklaşımın Sonuçları

2.yaklaşımın temelini oluşturan firma sahiplik yapısının performanstan etkilenmediği varsayımı altında, sahiplik yapısındaki farklılığın firma performansı üzerinde bir etkisi olup olmadığı tek denklemlerle bir model (7) yardımıyla incelenmiştir. Bu modelin tahmininde, verilerin zaman serisi (time series) ve yatay kesit boyutları birlikte gözönünde tutularak panel veri (panel data) ile tahmin yaklaşımı kullanılmıştır. Söz konusu yaklaşım çerçevesinde (7)'de sunulan performans denkleminin, panel veri regresyon denklemi biçimindeki gösterimi aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$P_{it} = \alpha'X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad \begin{array}{l} i = 1, \dots, n \\ t = 1, \dots, T \end{array} \quad (7')$$

Yukarıdaki denklemde, X_{it} , i firmasının t yılındaki performansını belirleyen açıklayıcı değişken vektörünü gösterirken, μ_i , regresyon denklemi hata teriminin bir parçası olan ve veri setinde gözlemlenemeyen firmaya özgü (firm-specific) etkileri ifade eden zaman boyutu olmayan bir değişkendir. (7')no'lu regresyon denklemi, rassal etkiler (random effects -RE-) modeli varsayımları altında iki aşamalı genelleştirilmiş en küçük kareler (Feasible Two-step Generalized Least Squares -GLS-) yöntemi ile tahmin edilerek Tablo 12'deki tahmin sonuçları elde edilmiştir²¹.

Firma performansının (P), firma sahiplik yapısının (S) dışsal bir değişken olarak varsayıldığı bir başka modelle tahmin edilmesinin nedeni; literatürde yer alan çalışmalarla uyum göstermenin yanı sıra, 1.yaklaşım sonuçlarında belirtilen sahiplik

²¹ Bu çalışmadaki panel veri regresyon tahmininde, sabit etkiler (Fixed Effects -FE-) modeline ilişkin sonuçların yer almamasının nedeni; FE modelinde μ_i ile yansıtılan firmaya özgü etkilerin, modele yatay kesit sayısı kadar gölge değişken eklenerek ifade edilmesine bağlı olarak iki önemli soruna yol açmasıdır: Fazla sayıda gölge değişken kullanımına bağlı olarak serbestlik derecesi kaybı ve çoklu doğrusallık (multi-collinearity) sorunu (Baltagi, 1995, ss.11-12). Nitekim bu çalışmada da, regresyon analizine dahil edilmesi gereken sektör gölge değişkenleri ile sabit etkiler gölge değişkenleri arasında ortaya çıkan çoklu doğrusallık sorunu nedeniyle, FE modeline göre regresyon katsayıları tahmin edilememiştir.

yapısının (S) firma performansı (P) için içsel bir değişken olmayabileceği olasılığını dikkate almaktır.

Tablo.12: Rassel Etkiler Modeline Göre Performans Denklemi Tahmin Sonuçları
1994-1999 Yıllarına Ait Dönem

| Değişkenler | Değişken Katsayıları | t-istatistiği |
|------------------|----------------------|---------------|
| Sabit | 1.783 | 2.620 |
| S ₁ | -1.534 | -1.569 |
| Z | 0.343 | 4.441 |
| S ₁ Z | -0.072 | -0.699 |
| M | -0.436 | -6.863 |
| S ₁ M | 0.144 | 1.651 |
| G | -0.147 | -0.760 |
| S ₁ G | 0.174 | 0.557 |
| I ₁ | 0.265 | 1.109 |
| I ₂ | 0.099 | 0.454 |
| I ₃ | -0.101 | +0.341 |
| I ₄ | 0.111 | 0.440 |
| I ₅ | 0.059 | 0.266 |
| I ₆ | 0.045 | -0.166 |

RE modelini, klasik regresyon modeliyle karşılaştıran, Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (Langrange Multiplier-LM_{BP}) istatistiğinin LM_{BP}: 355.26 > χ_1^2 olması RE modelinin uygunluğunu göstermektedir.

Bu sonuçlara göre;

- Regresyon denkleminde S₁, S₁Z, S₁M ve S₁G değişkenlerine ait katsayıların istatistiksel olarak anlamsız bulunması, sahiplik yapısındaki (S) farklılığın firma performansını (P) etkilemediği sonucuna işaret etmektedir. Sahiplik yapısı (S) farklılığının firma performansını (P) etkilememesi, Türk reel kesim firmaları için vekâlet maliyetlerinin söz konusu olmadığını göstermektedir.

- 1.yaklaşım ile yapılan tahminlerde firma performansının (P) kullanılan hiç bir açıklayıcı değişkenle açıklanamadığı sonucuna varılırken; 2. yaklaşım tahminlerinde, Z (firma satışları) ve M (firma maddi duran varlıkları) değişkenlerinin firma performansını (P) istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde açıkladığı görülmektedir. Bu değişkenlerin katsayı tahminlerine göre, halka açık ve kapalı firmaların satışlarındaki (Z) bir artışın firma performansını (P) pozitif yönde etkilediği, maddi duran varlıklardaki (M) bir artışın ise performansı (P) negatif yönde etkilediği anlaşılmaktadır.

Maddi duran varlıklar (M) ile firma performansı (P) arasındaki negatif ilişki Santerre ve Neun (1993) tarafından da belirlenmiştir.

Bu durum; firma performansının (P) sahiplik yapısı (S) farklılığından etkilenmediğinin varsayılması ve panel veri regresyon tahmin yönteminin kullanılmasının bulguları güçlendirici yönde etkide bulunduğu biçiminde yorumlanabilir.

•1.yaklaşımında kullanılan Heckman iki aşamalı tahmin yöntemiyle firma performansı (P) ve firma sahiplik yapısı (S) arasında istatistiki anlamlılıkta herhangi bir sonuca ulaşılamazken burada ulaşılması, 1.yaklaşım sonuçlarında belirtilen firma sahiplik yapısının (S) firma performansı (P) için içsel bir değişken olmadığı olasılığını doğrulamakta ve sahiplik yapısının (S) içsel bir değişken olduğu varsayımı altında kurgulanmış olan Heckman iki aşamalı örneklem seçim modelinin neden istatistiki anlamlılığa sahip sonuçlar vermediğini kanıtlamaktadır.

•Firmaların faaliyet gösterdikleri sektörler (I), firma performansı (P) üzerinde etkili olmamaktadır. Bu durum; 1.yaklaşımına ait bulgularla aynı yöndedir.

Buraya kadar anlatılan çalışmanın genel sonuçları üzerinden, sahiplik yapısına göre özel kesim sahipliğindeki Türk sanayi firmalarının temel özellikleri Tablo.13'deki gibi özetlenebilir.

Tablo.13: Sahiplik Yapısına Göre Türk Sanayi Firmalarının Temel Özellikleri

| Temel Özellik Konusu | Halka açık Firma | Halka kapalı Firma |
|------------------------|------------------|--------------------|
| Özkaynak Defter Değeri | Yüksek | Düşük |
| Maddi Duran Varlıklar | Yüksek | Düşük |
| Yaş (Faaliyet Süresi) | Yüksek | Düşük |
| Vekâlet Maliyetleri | Yok | Yok |

Buna göre; analizde incelenen değişkenler itibariyle, sahiplik yapısına göre özel kesim sahipliğindeki Türk firmalarının ayırt edici özellikleri, literatürde belirtilen firma

özellikleriyle (Tablo.4) büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Vekâlet maliyetleri halka açık ve halka kapalı firma yapılarının her ikisinde de söz konusu olmazken, özkaynak defter değeri, maddi duran varlıklar ve faaliyet süresi halka açık firmalarda daha yüksektir. Söz konusu duruma ilişkin istatistiki ortalamalar Ek.9'dan izlenebilir.



ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ, YARGI VE ÖNERİLER

Çeşitli çıkar gruplarının ve özellikle de yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenler olarak tanımlanan firma hak sahiplerinin kendi çıkarlarını maksimize etmek için firma politikalarını etkilemeye çalışmalarından kaynaklanan problemler ve firmanın devamlılığının sağlanması amacıyla söz konusu problemlerin önlenmesine yönelik olarak katlanılan maliyetlerin konusunu oluşturduğu vekâlet teorisi, finans disiplininin ilgilendiği önemli konulardan birisidir. Yetki devrinin yol açtığı sahiplik ve kontrol ayrımından kaynaklanan vekâlet teorisi, pek çok kavramla ilişkilendirilmiştir. Modern firma, firma yönetimi, farklı sahiplik yapısı, yetki devri, farklı düzeyde bilgilenme, ahlâki riziko, yanlış seçim ve hazır konanlar problemi söz konusu kavramların bazılarıdır.

Modern firma yapısının bir sonucu olarak, halka açılmanın firmanın kâr amacıyla açıklanan işlevinde bozulmaya yol açacağı endişesiyle Berle ve Means (1932) tarafından gündeme getirilen vekâlete dayalı ilişki, başta Jensen ve Meckling (1976), Fama ve Jensen (1983), Jensen ve Smith (1985) ve Jensen'in (1986) çalışmaları olmak üzere pek çok gelişmeye karşın temel olarak yine Berle ve Means'in (1932) tezleri üzerinden değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Bu ise, bir bütün olarak vekâlet maliyetlerini ölçümlemenin zorluğundan kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmanın analiz bölümü de aynı nedenden ötürü, Berle ve Means'ın (1932) halka açık firmalarda yetki devriyle ortaya çıkan sahiplik ve kontrol ayrımının firma performansında azalmaya yol açacağı tezini sınamaya yönelik olarak planlanmıştır. Bu amaçla konuyla ilgili çalışmalardan hareket edilerek, özel kesim sahipliğindeki halka açık ve halka kapalı Türk sanayi firmaları karşılaştırılmış ve vekâlet maliyetlerinden kaynaklanan bir performans azalışının söz konusu olup olmadığı araştırılmıştır.

Konuyla ilgili çalışmalar incelenerek, firma sahiplik yapısındaki farklılığın firma performansı üzerinde etkisinin bulunup bulunmadığını belirleyebilecek ekonometrik 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 (1932) tezini reddetmektedir.

Çalışmanın diğer sonuçları ise; firma sahiplik yapısının içsel bir değişken olmadığı ve bu nedenle halka açılma tercihinin firma performansından kaynaklanmadığı ve ayrıca sahiplik yapısı farklılığına göre Türk firmalarına ait temel özelliklerin literatürde belirtilen firma özellikleriyle benzerlik gösterdiğiidir. Buna göre; halka açık Türk firmalarının maddi duran varlıklar, özkaynak 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.

Çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde yer alan halka açık firmaların sermaye kapitalizasyon oranları ortalaması % 33’tür. Ancak, SPK gibi düzenleyici otoritelerin ve yatırımcıların korunmasına dair ilkelerin varlığına rağmen, firma hisse senetlerine yatırım yapan hak sahiplerinin haklarının yeterince korunamadığı da bir gerçektir. Çünkü; halka açık Türk firmalarında sözü edilen hak sahipleri firma yönetim kurullarında yeterince temsil edilememekte, Aydoğan ve Gürsoy’un da vurguladığı üzere; genellikle aynı aile veya aile grubunun sahipliğindeki grup firmalarıyla bağlantılı olup holding biçiminde yapılanan Türk firmaları, her ne kadar profesyonel yöneticilerce yönetilseler de kurucu ortaklar ve/veya aile üyeleri günlük kararlarda olduğu gibi stratejik kararlarda da hayli aktif rol oynamaktadırlar (1998, s.4). Bu ise; hisse senedi yatırımcısı hak sahiplerinin birtakım maliyetlerle karşı karşıya olabileceği olasılığını kuvvetlendirmektedir. Bu nedenle, *halka kapalı firmaların da dahil edileceği* ayrı bir çalışmanın konusu olacak biçimde, firma hisse senedi sahiplerinin sahip oldukları hisse senedi oranından hareketle, firma performansı ile firma sahiplik bileşimi arasındaki

ilişkinin incelenmesi yerinde olacaktır. Böylece; Türk firmaları için vekâlet maliyetlerinin söz konusu olup olmadığı daha geniş bir açıdan görülebilecektir.



KAYNAKLAR

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

Alanson, P. Minkler (1993), "The Problem With Dispersed Knowledge: Firms in Theory and Practice," *Kyklos*, 46(4), ss.569-587.

Alchian, A.A., W.R.Allen (1969), *Exchange and Production: Theory in Use*, Wadsworth, Belmont, CA.

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

Alkan, Levent (1997), "Sanayii Şirketlerinin Performanslarının Finansal Göstergelerle Tahmini," *İMKB Dergisi*, 1(4), ss.41-71.

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

Arnott, Richard, Joseph E. Stiglitz (1991), "Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding out or Peer Monitoring?," *The American Economic Review*, 81(1), ss.179-190.

Arnott, Richard, Bruce Greenwald, Joseph E. Stiglitz (1993), "Information and Economic Efficiency", *NBER Working Paper Series*, 4533 (November), Cambridge, MA.

Auchincloss, Lauren Moores (1997), *Corporate Governance and Corporate Performance*, Doktora Tezi, Brown University.

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

Bae, Sung, Daniel Klein, Raj Padmaraj (1994), "Event Risk Bond Covenants, Agency Cost of Debt and Equity, and Stockholder Wealth," *Financial Management*, 23(4), ss.28-41.

Baltagi, B.H. (1995), *Econometric Analysis of Panel Data*, Chichester:Wiley.

Barnea, A., R. A. Haugen, L. W. Senbet (1985), *Agency Problem and Financial Contracting*, Englewood Cliffs, New Jersey:Prentice-Hall.

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

Berle, A.A., Gardiner C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, (19.baskı, New York:Mc Millan, 1962).

Bernanke, Ben, Mark Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *The American Economic Review*, 79(1), ss.14-31.

Bernstein, Peter, L. (1993), *Capital Ideas - The Improbable Origins of Modern Wall Street* (Çev. S. Grtunca, SPK, yayın no: 66), New York:The Free Press.

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

Brealey, R.A., Stewart C. Myers (1988), *Principles of Corporate Finance*, (3.baskı), New York:McGraw-Hill.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (1995), *Fundamentals of Corporate Finance*, International Edition, McGraw-Hill.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (1995), *Fundamentals of Corporate Finance*, (Çev.:. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğukanlı), New York:McGraw-Hill.

Brennan, M, E. Schwartz (1984), "Optimal Financial Policy and Firm Valuation," *Journal of Finance*, 39, ss.593-607.

Canbaş, Serpil, Hatice Doğukanlı (1995), *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Ankara.

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

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

Demsetz, Harold (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 26, ss.375-390.

Demsetz, Harold ve Kenneth Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93 (6), ss. 1155-1177.

Dewatripont, M., E. Maskin (1995), "Contractual Contingencies and Renegotiation," *RAND*, ss.704-719.

Diacogiannis, George P. (1994), *Financial Management: A Modelling Approach Using Spreadsheets*, Maidenhead, Berkshire:McGraw Hill.

Dinçer, mer (1991), *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul.

Dixit, A.K., Nalebuff, B.J. (1991), *Thinking Strategically*, New York:Norton.

Dye, R.A. (1988), "Earnings Management in an Overlapping Generations Model," *Journal of Accounting Research*, 26, ss.195-235.

Easterbrook, Frank (1984), "Two Agency-cost explanations of Dividends," *The American Economic Review*, 74(4), ss.650-659.

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

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

Encaoua, D., P. Geroski, A. Jacquemin (1986), "Strategic Competition and the Persistence of Dominant Firms: A Survey," *New Development in the Analysis of Market Structure*, Derl.: Stiglitz, J.E., F. Mathewson (London:MacMillan).

Eren, Erol (1990), *İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim*, Cilt 1, Yenilenmiş 3.Baskı, İstanbul.

Fama, Eugene F., Michael C. Jensen (1983), "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law & Economics*, 26, ss.327-349.

Firchau, V. (1997), "Information Systems for Principal-Agent Problems," *Agency Theory, Information, and Incentives*, Derl.: Günter Bamberg, Klaus Spremann (Berlin:Springer Verlag), ss.81-92.

Francis, Jack Clark (1993), *Managements of Investments*, 3.baskı, New York:McGraw-Hill.

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

Greene, William H. (1993), *Econometric Analysis*, (2.baskı), New York:MacMillan.

Greenwald, C. Bruce, Joseph E. Stiglitz (1990), "Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior", *The American Economic Review-Papers and Proceedings*, 80 (2), ss. 160-165.

Haugen, R.A. (1996), "Finance From a New Perspective," *Financial Management*, 25 (1), ss.86-97.

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

Heckman, J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error", *Econometrica*, 47, ss.153-161.

Holderness, Clifford G., Dennis P. Sheehan (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations," *Journal of Financial Economics*, 20, ss.317-341.

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

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

İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu '98 CD (1999), İSO, İstanbul.

İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu (1995), İSO, Sayı:354, İstanbul.

İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu (1998), İSO, Sayı:401, İstanbul.

İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu (2000), İSO, Sayı:413, İstanbul.

İSO Türkiye'nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu (2000), İSO, Sayı:414, İstanbul.

Jensen, M.C., William A. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, ss.305-360.

Jensen, Michael, Clifford Smith (1985), "Stockholders, Managers and, Creditor Interests: Applications of Agency Theory," *Recent Advances in Corporate Finance* Derl.: E.I. Altman, M.G. Subrahmanyam, (Homewood, IL:Irwin), ss.95-131.

Jensen, M.C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Market for Takeovers," *The American Economic Review*, May, ss.323-329.

Kara, Hatice (1990), *Şirket El Değiştirmeleri, Yeterlilik Etüdü*, SPK, Ankara.

Kochhar, Rahul (1996), "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory Vs. Transactions Costs Economics," *Strategic Management Journal*, 17, ss.713-728.

Koçel, Tamer (1989), *İşletme Yöneticiliği*, İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayın no:205, İstanbul.

Laffont, J. J., J. Tirole (1993), "Cost Padding, Auditing and Collusion," *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Derl.: J. J. Laffont, J. Tirole (Cambridge, Mass:MIT Press).

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

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

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (1998), "Corporate Ownership Around The World", *NBER Working Paper Series*, 6625 (June), Cambridge, MA.

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

Maggi, Giovanni, Andres Rodriguez-Clare (1995), "Costly Distortion of Information in Agency Problems," *The Rand Journal Of Economics*, 26(4), ss.675-689.

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

Maksimovic, Vojislav, Josef Zechner (1991), "Debt, Agency Costs and Industry Equilibrium," *The Journal of Finance*, 46(5), ss.1619-1643.

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

Mass-Colell, A., M.D. Whinston, J.R.Green (1995), *Microeconomic Theory*, New York:Oxford University Press.

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

Mello, Antonio S., John E. Parsons (1992), "Measuring the Agency Costs Of Debt," *The Journal of Finance*, 47(5), ss.1887-1904.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (1988), "Management Ownership and the Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, ss.293-315.

Myers, Stewart, C., Nichalos S. Majluf (1984), "Stock Issues and Investment Policy When Firms Have Information that Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, ss.187-221.

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

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

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

Penrose, Edith Tilton (1959), *The Theory of The Growth of The Firm*, New York:Wiley.

Peterson, Pamela P. (1994), *Financial Management and Analysis*. International Edition, New York:McGraw-Hill.

Ramakrishnan, Ram T.S., Anjon V. Thakor (1982), "Moral Hazard, Agency Costs, and Asset Prices in a Competitive Equilibrium," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17(4), ss.503-532.

Ross, S.A. (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principals Problems," *The American Economic Review*, 63, ss.134-139.

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

Schanze, E. (1997), "Contract, Agency, and the Delegation of Decision Making," *Agency Theory, Information, and Incentives*, Derl.: Günter Bamberg, Klaus Spremann (Berlin:Springer-Verlag), ss.461-479.

Schwab, Stewart, J. (1993), "Coase's Twin Towers: The Relation Between The Nature of the Firm and The Problem of Social Cost", *Journal of Corporation Law*, 18(2), ss.359-370.

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

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

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

Smith, Adam (1776), *The Wealth of Nations*, Derl.: Edwin Cannan (New York:Modern Library, 1973).

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

Spremann, K. (1997), "Agent and Principal," *Agency Theory, Information, and Incentives*, Derl.: Günter Bamberg, Klaus Spremann (Berlin: Springer Verlag), ss.3-35.

Şirketler Yıllığı- Yearbook of Companies '97, Genel Bilgiler ve Mali Tablolar (1997), IMKB Süreli Yayını, İstanbul.

Tosun, Kemal (1986), *İşletme Yönetimi: Genel Esaslar*, İstanbul.

Tosun, Kemal (1990), *Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul.

Van Horne, James C. (1995), *Financial Management and Policy*, Englewood Cliffs, New Jersey:Prentice-Hall.

Vickers, John, George Yarrow (1988), *Privatization: An Economic Analysis*, London: The MIT Press.

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

Williamson, Oliver E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York:Free Press.

Williamson, Oliver E. (1979), "Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations," *Journal of Law and Economics*, 22, ss.233-261.

Williamson, Oliver E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York:Free Press.

Williamson, Oliver E. (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance*, 43, ss.567-591.

Yafeh, Yishay, Oved Yosha (1996), "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?", *Manuscript*, Hebrew University, Jerusalem, Israel.



EK.1: Araştırma Kapsamındaki Halka Açık Firmalar

| Sıra No | Firma Unvanı | Periyot Süresince ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Sayısı | 1999 Yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı (%) |
|--|--|---|--|
| <p>Analize Dahil Edilen Toplam Halka Açık Firma Sayısı:66 Analize Dahil Edilen Halka Açık Firmaların Periyot Süresince ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:4.31 Analize Dahil Edilen Halka Açık Firmaların 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%33</p> | | | |
| <p>Sektörü: Gıda, İçki ve Tütün Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):1 Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:5 Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%34 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:10</p> | | | |
| 1 | Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. | 6 | 47 |
| 2 | Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. | 6 | 34 |
| 3 | Güney Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. | 6 | 40 |
| 4 | Kent Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 15 |
| 5 | Maret Marmara Besicilik ve Et Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 32 |
| 6 | Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş. | 6 | 30 |
| 7 | Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 0 | 31 |
| 8 | Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş. | 6 | 32 |
| 9 | Pınar Un ve Tarım Ürünleri Sanayii A.Ş. | 0 | 35 |
| 10 | Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş. | 6 | 40 |
| <p>Sektörü: Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):2 Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:4.5 Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%24 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:11</p> | | | |
| 11 | Ak-Al Tekstil Sanayi A.Ş. | 6 | 31 |
| 12 | Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş. | 6 | 20 |
| 13 | Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri San.veTic. A.Ş. | 0 | 15 |
| 14 | Edip İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 18 |
| 15 | Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 13 |
| 16 | Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.Ş. | 0 | 22 |
| 17 | Okan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 0 | 43 |
| 18 | Polylen Sentetik İplik Sanayii A.Ş. | 6 | 44 |
| 19 | Sifaş Sentetik İplik Fabrikaları A.Ş. | 6 | 41 |
| 20 | Sönmez Filament Sentetik İplik ve Elyaf Sanayi A.Ş. | 6 | 06 |

| | | | |
|---|--|---|----|
| 21 | Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 11 |
| <p>Sektörü: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım, Mobilya Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):3 Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:4 Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%48 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:6</p> | | | |
| 22 | Gentaş Genel Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 0 | 50 |
| 23 | Kelebek Mobilya ve Kontrplak Sanayi A.Ş. | 6 | 18 |
| 24 | Duran Ofset Matbaacılık ve Ambalaj Sanayi A.Ş. | 0 | 32 |
| 25 | Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 56 |
| 26 | Sabah Yayıncılık A.Ş. | 6 | 52 |
| 27 | Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt San. A.Ş. | 6 | 82 |
| <p>Sektörü: Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):4 Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:5.22 Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%35 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:9</p> | | | |
| 28 | Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. | 6 | 33 |
| 29 | Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş. | 6 | 64 |
| 30 | Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş. | 6 | 09 |
| 31 | Deva Holding A.Ş. | 6 | 49 |
| 32 | Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 23 |
| 33 | Ege Gübre Sanayii A.Ş. | 4 | 40 |
| 34 | Gübre Fabrikaları A.Ş. | 6 | 16 |
| 35 | Hektaş Ticaret A.Ş. | 1 | 41 |
| 36 | Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 40 |
| <p>Sektörü: Taş ve Toprağa Dayalı İmalat Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):5 Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:3.86 Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%32 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:15</p> | | | |
| 37 | Adana Çimento Sanayii A.Ş. | 6 | 44 |
| 38 | Anadolu Cam Sanayii A.Ş. | 6 | 26 |
| 39 | Bolu Çimento Sanayii A.Ş. | 6 | 50 |
| 40 | Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. | 5 | 35 |
| 41 | Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş. | 6 | 41 |
| 42 | Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 23 |
| 43 | Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş. | 0 | 37 |
| 44 | Doğusan Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş. | 0 | 33 |
| 45 | Gorbon Işıl Seramik A.Ş. | 0 | 38 |
| 46 | İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş. | 6 | 35 |
| 47 | Kütahya Porselen Sanayi A.Ş. | 0 | 22 |

| | | | |
|----|--|---|----|
| 48 | Mardin Çimento Sanayii ve Ticareti A.Ş. | 5 | 49 |
| 49 | Oysa-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş. | 0 | 12 |
| 50 | Trakya Cam Sanayi A.Ş. | 6 | 29 |
| 51 | Ünye Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş. | 6 | 10 |

Sektörü: Metal Ana Sanayii

Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):6

Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:5

Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%36

Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:6

| | | | |
|----|---|---|----|
| 52 | Çelik Halat ve Tel Sanayii A.Ş. | 6 | 36 |
| 53 | Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş. | 6 | 28 |
| 54 | Feniş Alüminyum Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 15 |
| 55 | İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. | 6 | 41 |
| 56 | Metaş İzmir Metalurji Fabrikası A.Ş. | 0 | 41 |
| 57 | Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 53 |

Sektörü: Metal Eşya, Makine ve Teçhizat, Otomotiv

Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):7

Sektöre İlişkin ISO 500 Büyük Sıralamasında Yer alma Ortalaması:3.33

Sektöre İlişkin 1999 yılı İtibariyle Halka Açıklık Oranı Ortalaması:%30

Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Halka Açık Firma Sayısı:9

| | | | |
|----|--|---|----|
| 58 | Arçelik A.Ş. | 6 | 18 |
| 59 | Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 6 | 15 |
| 60 | Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş. | 0 | 48 |
| 61 | Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş. | 6 | 31 |
| 62 | Makine Takım Endüstrisi A.Ş. | 0 | 70 |
| 63 | Parsan Makine Parçaları Sanayii A.Ş. | 0 | 14 |
| 64 | Tezsan Takım Tezgahları Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 0 | 30 |
| 65 | Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. | 6 | 21 |
| 66 | Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş. | 6 | 19 |

EK.2: Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalar

| Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı :48 | |
|--|---|
| Sıra No | Firma Unvanı |
| Sektörü: Gıda,İçki ve Tütün Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):1 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:8 | |
| 1 | Amasya Şeker Fabrikası A.Ş. |
| 2 | Cidersan Cider Yağ ve Yem Sanayii A.Ş. |
| 3 | Edirne Yağ Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 4 | Eti Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 5 | Oltan Gıda Maddeleri İhracat İthalat ve Ticaret Ltd. Şti. |
| 6 | Ova Un Fabrikası A.Ş. |
| 7 | Özlem Tarım Ürünleri A.Ş. |
| 8 | Söke Değirmencilik ve Ticaret A.Ş. |
| Sektörü: Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):2 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:15 | |
| 9 | Anateks Anadolu Tekstil A.Ş. |
| 10 | Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş. |
| 11 | Bilkont Dış Ticaret ve Tekstil Sanayi A.Ş. |
| 12 | Birko Birleşik Koyunlular Mensucat Ticaret Sanayi A.Ş. |
| 13 | Çukurova Sanayi İşletmeleri T.A.Ş. |
| 14 | Denizli Basma ve Boya Sanayi A.Ş. |
| 15 | Kipaş-Kahramanmaraş İplik Pamuk Ticaret ve Sanayi A.Ş. |
| 16 | Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 17 | Modavizyon Tekstil A.Ş. |
| 18 | Orta Anadolu Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş. |
| 19 | Özbucak Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 20 | Pagmat-Pamuk Tekstil Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 21 | Samur Halıları Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 22 | Saray Halı A.Ş. |
| 23 | Şahinler Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş. |

| | |
|--|--|
| Sektörü: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım, Mobilya Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):3 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:3 | |
| 24 | Çamsan Ağaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 25 | Orma-Orman Mahsulleri Entegre Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 26 | Süntaş Sünger ve Yatak Sanayi ticaret A.Ş. |
| Sektörü: Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):4 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:4 | |
| 27 | Fako İlaçları A.Ş. |
| 28 | Hayat Kimya Sanayi A.Ş. |
| 29 | İlsan İlaç ve Hammaddeleri Sanayi A.Ş. |
| 30 | Soda Sanayii A.Ş. |
| Sektörü: Taş ve Toprağa Dayalı İmalat Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):5 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:5 | |
| 31 | Cam Elyaf Sanayii A.Ş. |
| 32 | Çayırova Cam Sanayi A.Ş. |
| 33 | Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. |
| 34 | Nuh Çimento Sanayii A.Ş. |
| 35 | Set Beton Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| Sektörü: Metal Ana Sanayii Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):6 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:5 | |
| 36 | Assan Demir ve Sac Sanayii A.Ş. |
| 37 | Çebitaş Demir Çelik Endüstrisi A.Ş. |
| 38 | Çolakoğlu Metalurji A.Ş. |
| 39 | Ege Metal Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 40 | Sevil Boru Profil Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| Sektörü: Metal Eşya, Makine ve Teçhizat, Otomotiv Sektöre İlişkin Kukla Değişken (I):7 Sektöre İlişkin Analize Dahil Edilen Toplam Halka Kapalı Firma Sayısı:8 | |
| 41 | Chreysler Kamyon İmalat ve Ticaret A.Ş. |
| 42 | Er-Bakır Elektrolitik Bakır Mamulleri A.Ş. |

| | |
|----|--|
| 43 | Gaz Aletleri A.Ş. |
| 44 | Hema Dişli Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 45 | Hema Endüstri A.Ş. |
| 46 | Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. |
| 47 | Temsa Termo Mekanik Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| 48 | Türk Elektrik Endüstrisi A.Ş. |



EK.3: Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Mektubu I

Mersin, 13/08/2000

Sayın,.....

Fakültemiz İşletme Bölümü Araştırma Görevlisi Tuncay Turan TURABOĞLU "Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması" konulu doktora tezi çalışması yapmaktadır.

Tezin amacı; firmalarda sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrılmasını Vekâlet Teorisi çerçevesinde değerlendirerek, menkul kıymetler borsasına koteli ve kotesiz firmalar arasında anlamlı bir performans farklılığının olup olmadığını belirlemektir.

Bu amaca yönelik olarak 70'i İMKB'ye koteli, 105'i kotesiz toplam 175 büyük ölçekli firma analize dahil edilmektedir. 1994-1999 aralığına ait İMKB'ye koteli firmaların tüm verileri temin edilmiş olup, firmanızın da dahil olduğu kotesiz firmalara ilişkin verilerin;

*Vergi öncesi bilanço kârı,*Net aktifler,*Satış hasılatı,*Özsermaye,*Faaliyet gösterilen sektör ve *Sahiplik yapısı ile ilgili olanları "İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu" dergilerinden derlenmiştir.

Ancak söz konusu analizin bilimsel açıdan sağlıklı yapılabilmesi için, tekdüzen muhasebe sistemine göre düzenlenmiş firmanız bilanço ve gelir tablolarından elde edilebilecek 1994-1999 aralığına ait;

Kısa vadeli borçlar,Maddi duran varlıklar((-)birikmiş amortismanlar olarak), **Finansman giderleri ve **Firma kuruluş tarihi bilgilerine ihtiyaç duyulmaktadır.

Firmanız 1994-1998(9) aralığında sürekli olarak "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu" içinde yer aldığı için analizin kapsamına alınmış olup, vereceğiniz bilgiler toplu olarak analize dahil edilecek, bir bilimsel çalışma gereği olarak firmanıza ait adres ve veriler özenle gizli tutulacaktır.

Firmanızın da ilk talep mektubuna olumlu yanıt veren diğer 28 büyük kotesiz firmanın yanında yer alması hususunda gerekli niyeti esirgemeyeceğiniz umudu ile şimdiden teşekkür eder, çalışmalarınızda başarılar dilerim.

Prof. Dr. Tayfur ÖZŞEN
DEKAN

EK.4: Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Mektubu II

Mersin, 25/01/2001

Sayın,

İlgi: Mersin Üniversitesi İ.İ.B.F. Dekanlığı'nın 03/08/2000 tarihli yazısı.

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde yürütülmekte olan "Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması" konulu doktora tezi kapsamında ekonometrik bir analiz yapılmaktadır. Analiz için İMKB'ye koteli ve kotesiz firmalardan bir örnek kütle oluşturulmuştur. Koteli firmalarla ilgili örnek kütle oluşturulmasında İMKB yayınlarından yararlanılmış olup aşağıda sıralanan koteli firmalara ilişkin verilerin tümü elde edilmiştir.

*Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.,*Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.,*Güney Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.,*Kent Gıda Maddeleri San. ve Tic. A.Ş.,*Maret Marmara Besicilik ve Et San. ve Tic. A.Ş.,*Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş.,*Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.,*Pınar Un ve Tarım Ürünleri San. A.Ş.,*Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş.,*Ak-Al Tekstil Sanayi A.Ş.,*Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fab. A.Ş.,*Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri San. ve Tic. A.Ş.,*Edip İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Köytaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Lüks Kadife Ticaret ve San. A.Ş.,*Okan Tekstil San. ve Tic. A.Ş.,*Polylen Sentetik İplik Sanayii A.Ş.,*Sifaş Sentetik İplik Fabrikaları A.Ş.,*Sökse-Sinop Örmé ve Konfeksiyon San. ve Tic. A.Ş.,*Sönmez Filament Sentetik İplik ve Elyaf Sanayi A.Ş.,*Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Gentaş Genel Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Kelebek Mobilya ve Kontrplak Sanayi A.Ş.,*Duran Ofset Matbaacılık ve Ambalaj Sanayi A.Ş.,*Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Kav Orman Sanayii A.Ş.,*Sabah Yayıncılık A.Ş.,*Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayii A.Ş.,*Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.,*Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.,*Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş.,*Deva Holding A.Ş.,*Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Ege Gübre Sanayii A.Ş.,*Gübre Fabrikaları A.Ş.,*Hektaş Ticaret A.Ş.,*Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Adana Çimento Sanayii T.A.Ş.,*Anadolu Cam Sanayii A.Ş.,*Bolu Çimento Sanayii A.Ş.,*Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.,*Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş.,*Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş.,*Doğusan Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş.,*Gorbon Işıl Seramik A.Ş.,*İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.,*Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.,*Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.,*Oysa-Niğde Çimento Sanayii ve Tic. A.Ş.,*Trakya Cam Sanayi A.Ş.,*Ünye Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.,*Çelik Halat ve Tel Sanayii A.Ş.,*Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.,*Feniş Alüminyum Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.,*Metaş İzmir Metalurji Fabrikası T.A.Ş.,*Sarkuysan Elektrolitik Bakır San. ve Ticaret A.Ş.,*Arçelik A.Ş.,*Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş.,*Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş.,*İstanbul Motor Piston ve Pim Sanayi A.Ş.,*Makina Takım Endüstrisi A.Ş.,*Parsan Makina Parçaları Sanayii A.Ş.,*Tezsan Takım Tezgahları Sanayi ve Ticaret A.Ş.,*Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.,*Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.

İçinde firmanızın da yer aldığı kotesiz firmalarla ilgili örnek kütle oluşturulurken ise "İSO Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu" dergilerinden yararlanılmıştır. Kotesiz firmalarla ilgili olarak herhangi bir kaynaktan doğrudan elde edilemeyen **Kısa Vadeli Borçlar, **Maddi Duran Varlıklar, **Finansman Giderleri, **Firma Kuruluş Tarihi bilgilerinin temini için öncelikle ilgili kuruluşlardan bilgi derlenmek istenmiş ancak gerekli olan düzeyde sonuç elde edilememiştir. Bunun üzerine 105 kotesiz firmayla doğrudan irtibata geçilmiş ve aşağıda sıralanan 28 firmadan istenilen verilerin yer aldığı yanıtlar alınmıştır.

Amasya Şeker Fabrikası A.Ş.,Cidersan Cider Yağ ve Yem Sanayii A.Ş.,**Eti Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.,**Nuh Ticaret ve Sanayi A.Ş.,**Oltan Gıda Mad. İhr. İth. ve Tic. Ltd. Şti.,**Özlem Tarım Ürünleri A.Ş.,**Söke Değirmencilik ve Ticaret A.Ş.,**Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.,**Bilkont Dış Ticaret ve Tekstil San. A.Ş.,**Birko Birleşik Koyunlular Mensucat Tic. San. A.Ş.,**Çukurova Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.,**Kıpaş-Kahramanmaraş İplik Pamuk Tic. ve San. A.Ş.,**Pagnat-Pamuk Tekstil Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.,**Şahinler Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş.,**Çamsan Ağaç Sanayi ve Tic. A.Ş.,**Süntaş Sünger ve Yatak San. Tic. A.Ş.,**İlsan İlaç ve Hammaddeleri San. A.Ş.,**Cam Elyaf Sanayii A.Ş.,**Nuh Çimento Sanayii A.Ş.,**Assan Demir ve Sac San. A.Ş.,**Çebitaş Demir Çelik Endüstrisi A.Ş.,**Chrysler Kamyon İmalat ve Ticaret A.Ş.,**Gaz Aletleri

A.Ş., **Hema Dış San. ve Tic. A.Ş., **Hema Endüstri A.Ş., **Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş., **Er-Bakır Elektrolitik Bakır Mamulleri A.Ş., **T.E.E. A.Ş.

Firmanızın da yer aldığı aşağıda sıralanan 77 kotesiz firmadan ise şu ana kadar herhangi bir yanıt gelmemiştir.

Abaloğlu Yem, Soya ve Tekstil Sanayii A.Ş.,Ankara Un Sanayii A.Ş.,***Aroma Bursa Meyva Suları ve Gıda San. A.Ş.,***Edirne Yağ Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Maktaş Makamacılık ve Tic. T.A.Ş.,***Osman Akça Tarım Ürünleri İthalat-İhracat San. ve Tic. A.Ş.,***Ova Un Fabrikası A.Ş.,***Penguen Gıda San. A.Ş.,***Anateks Anadolu Tekstil A.Ş.,***Ataç Hikmet Ataman ve Ortakları A.Ş.,***Atlas Halıçılık İşletmesi A.Ş.,***Beyteks Konfeksiyon İmalat İhracat ve Tic. A.Ş.,***Çetinkaya Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Denizli Basma ve Boya San. A.Ş.,***Emboy-Yüntaş Tekstil A.Ş.,***Erak Giyim San. ve Tic. Ltd. Şti.,***Ete Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Görkem Giyim San. ve Tic. A.Ş.,***İ.G.S. İstanbul Giyim San. A.Ş.,***İsko Dokuma San. ve Tic. A.Ş.,***İtalteks Ekspo Grup Tekstil A.Ş.,***İzmir Pamuk Mensucatı T.A.Ş.,***Kilim Grubu Kartaltepe Mensucat Fab. T.A.Ş.,***Korteks Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Küçükler Tekstil Sanayi ve Tic. A.Ş.,***Menderes Tekstil San. ve Tic. A.Ş.,***Modavizyon Tekstil A.Ş.,***Orta Anadolu Tic. ve San. İşl. T.A.Ş.,***Özbucak Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Öztek Giyim San. ve Tic. A.Ş.,***Samur Halıları Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Saray Hah A.Ş.,***Sönmez A.S.F. İplik Dokuma ve Boya Sanayii A.Ş.,***Tekstiplik San. ve Tic. A.Ş.,***Tüp Merserize Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Vakko Tekstil ve Hazır Giyim San. İşl. A.Ş.,***Yalova Elyaf ve İplik San. ve Tic. A.Ş.,***Yeşim Tekstil A.Ş.,***Meteksan Matbaacılık ve Teknik Sanayi Tic. A.Ş.,***Mopak Kağıt Karton San. ve Tic. A.Ş.,***Orma-Orman Mahsulleri Entegre San. ve Tic. A.Ş.,***Rotopak Matbaacılık Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.,***Ak-Kim Kimya San. ve Tic. A.Ş.,***Alemdar Kimya Endüstrisi A.Ş.,***Bilim İlaç San. ve Tic. A.Ş.,***Fako İlaçları A.Ş.,***Fırat Plastik Kauçuk San. ve Tic. A.Ş.,***Hayat Kimya Sanayi A.Ş.,***İ.E.Ulagay İlaç Sanayii Türk A.Ş.,***Koroza Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.,***Pilsa Plastik Sanayi A.Ş.,***Soda Sanayii A.Ş.,***Çanakkale Seramik Fab. A.Ş.,***Çayrova Cam San. A.Ş.,***EKS Eczacıbaşı Karo Seramik San. ve Tic. A.Ş.,***Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.,***Paşabahçe Cam Sanayii A.Ş.,***Set Beton Madencilik San. ve Tic. A.Ş.,***Topkapı Şişe Sanayii A.Ş.,***Birik Galvaniz Sac San. ve Tic. A.Ş.,***Çolakoğlu Metalurji A.Ş.,***Diler Demir Çelik Endüstrisi ve Ticaret A.Ş.,***Ege Metal Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.,***Ekinciler Demir ve Çelik San. A.Ş.,***İçdaş Çelik Enerji Tersane ve Ulaşım San. A.Ş.,***Kaptan Demir Çelik End. ve Tic. A.Ş.,***Kroman Çelik Sanayii A.Ş.,***Özkan Demir Çelik San. A.Ş.,***Sevil Boru Profil San. ve Tic. A.Ş.,***Ümrân Çelik Boru Sanayii A.Ş.,***Yazıcı Demir Çelik San. ve Tic. A.Ş.,***BMC Sanayii ve Ticaret A.Ş.,***Demirer Kablo Tesisleri A.Ş.,***Elektropak Elektrik San. A.Ş.,***Günköl Güneş Enerjisi ve Klima San. A.Ş.,***HES Hacılar Elektrik San. ve Tic. A.Ş.,***Temsa Termo Mekanik San. ve Tic. A.Ş.

Beş yıllık bir süreyi kapsayan bu doktora çalışmasının sonuç aşamasında söz konusu verilerin temini oldukça büyük önem arz etmektedir.

Hazırlanmakta olan doktora tezinde bilimsel etik gereği firmanızın sadece adı yer alacak, veriler toplu olarak analize dahil edilerek firmanızın verileri özenle gizli tutulacaktır.

Dünyada ve ülkemizde yeni bir konu olan “Vekâlet Teorisi” konusundaki bu özgün çalışmanın amacına ulaşması için göstereceğiniz ilgiye şimdiden teşekkür eder, içten saygılarımı sunarım.

Tuncay Turan TURABOĞLU
Arş.Gör.

İrtibat Adresleri:

*Arş.Gör. Tuncay Turan TURABOĞLU
Mersin Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
Çiftlikköy Merkez Kampüsü - 33342
MERSİN.

*İş Tel: 0-324-3610001-10 / 177

İş Fax:0-324-3610056

Ev Tel:0-324-3265152

*e-mail: bronzemooon@superonline.com

NOT: Verileri işleyeceğimiz veri formu ekte sunulmuş olup, geri dönüşler için size gönderilen mektubun içerisinde yer alan dönüş zarfını, fax veya e-mail'i kullanabilirsiniz.

EK.5: Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Mektubu III

Mersin, 05/04/2001

Sayın;

İlgi:-Mersin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dekanlığı'nın
13-08-2000 ve,
-ME.Ü. İ.İ.B.F. İşletme Bölümü Araştırma Görevlisi Tuncay Turan
Turaboğlu'nun 25-01-2001 tarihli yazıları.

“Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması” konulu doktora tezim kapsamında yapmakta olduğum analiz ile ilgili olarak, ilişikte yer alan tabloda belirtilen firmanıza ait verilere olan ihtiyacım devam etmektedir.

Bilimsel çalışma yöntemi gereğince firmanıza ait veriler özenle gizli tutulacak olup söz konusu verileri göndereceğiniz beklentisi ile şimdiden teşekkür eder, içten saygılarımı sunarım.

Arş. Gör.
Tuncay Turan TURABOğLU

Haberleşme Adresleri:

*Arş. Gör. Tuncay Turan TURABOğLU
Mersin Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
Çiftlikköy Merkez Kampüsü – 33342 MERSİN

*İş Tel: 0-324-3610001-10/177

İş Fax: 0-324-3610056

Ev Tel:0-324-3265152

*e-mail: bronzemoon@superonline.com

EK.6: Analize Dahil Edilen Halka Kapalı Firmalara İlişkin Veri Talep Tablosu

.....
 FIRMA KURULUŞ TARİHİ:.....

| VERİLER YILLAR | KISA VADELİ BORÇLAR | MADDİ DURAN VARLIKLAR* | FINANSMAN GİDERLERİ |
|-------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| 1994 | | | |
| 1995 | | | |
| 1996 | | | |
| 1997 | | | |
| 1998 | | | |
| 1999 | | | |

* (-) Birikmiş Amortismanlar Olarak

EK.7: Araştırma Kapsamındaki Halka Açık Firma Verileri
(Milyon TL. olarak)

| Halka Açık Firmalar | Yıl | P | S | Z | M | G | I | F |
|---------------------|------|--------|---|-------------|------------|----|---|-------------|
| Adana Çimento | 1994 | 0,6183 | 1 | 2.366.300 | 733.839 | 40 | 5 | 677.106 |
| | 1995 | 0,2491 | 1 | 4.063.455 | 1.556.623 | 41 | 5 | 3.035.590 |
| | 1996 | 0,1383 | 1 | 7.253.052 | 5.603.868 | 42 | 5 | 5.696.570 |
| | 1997 | 0,1722 | 1 | 18.287.419 | 8.464.403 | 43 | 5 | 14.969.490 |
| | 1998 | 0,2034 | 1 | 31.810.293 | 13.895.667 | 44 | 5 | 22.405.893 |
| | 1999 | 0,2607 | 1 | 49.517.933 | 22.026.321 | 45 | 5 | 66.723.936 |
| Akal Tekstil | 1994 | 0,3319 | 1 | 3.360.097 | 682.641 | 20 | 2 | 834.829 |
| | 1995 | 0,4081 | 1 | 6.540.157 | 1.059.880 | 21 | 2 | 1.803.394 |
| | 1996 | 0,3915 | 1 | 11.285.342 | 2.792.817 | 22 | 2 | 2.952.010 |
| | 1997 | 0,2615 | 1 | 20.523.257 | 4.583.644 | 23 | 2 | 6.133.576 |
| | 1998 | 0,2045 | 1 | 28.919.745 | 6.645.839 | 24 | 2 | 11.356.900 |
| | 1999 | 0,1890 | 1 | 39.303.807 | 8.971.898 | 25 | 2 | 16.654.122 |
| Aksa | 1994 | 0,8259 | 1 | 9.576.641 | 1.025.653 | 26 | 4 | 1.744.878 |
| | 1995 | 0,6231 | 1 | 18.698.417 | 1.410.006 | 27 | 4 | 4.570.492 |
| | 1996 | 0,6704 | 1 | 28.312.792 | 2.305.821 | 28 | 4 | 7.555.973 |
| | 1997 | 0,6796 | 1 | 59.948.686 | 5.773.735 | 29 | 4 | 13.557.177 |
| | 1998 | 0,3592 | 1 | 70.760.870 | 8.571.825 | 30 | 4 | 28.354.868 |
| | 1999 | 0,4878 | 1 | 111.442.278 | 12.275.733 | 31 | 4 | 42.263.764 |
| Altınyıldız | 1994 | 0,5231 | 1 | 1.676.564 | 473.950 | 42 | 2 | 547.176 |
| | 1995 | 0,5163 | 1 | 4.224.814 | 1.101.368 | 43 | 2 | 1.160.458 |
| | 1996 | 0,5397 | 1 | 8.360.919 | 1.805.474 | 44 | 2 | 2.371.790 |
| | 1997 | 0,6428 | 1 | 15.912.153 | 3.191.607 | 45 | 2 | 4.108.351 |
| | 1998 | 0,6381 | 1 | 27.831.072 | 5.336.954 | 46 | 2 | 7.616.809 |
| | 1999 | 0,6444 | 1 | 42.708.246 | 10.211.748 | 47 | 2 | 11.244.618 |
| Anadolu Cam | 1994 | 0,4396 | 1 | 891.656 | 327.455 | 25 | 5 | 268.775 |
| | 1995 | 0,2607 | 1 | 1.722.341 | 492.067 | 26 | 5 | 508.992 |
| | 1996 | 0,1801 | 1 | 3.358.604 | 7.417.163 | 27 | 5 | 1.446.943 |
| | 1997 | 0,0472 | 1 | 8.076.454 | 12.755.432 | 28 | 5 | 3.805.457 |
| | 1998 | 0,0886 | 1 | 15.980.763 | 26.167.568 | 29 | 5 | 16.672.834 |
| | 1999 | 0,1185 | 1 | 28.250.340 | 38.099.920 | 30 | 5 | 29.345.107 |
| Arçelik | 1994 | 0,5652 | 1 | 24.917.937 | 2.237.845 | 39 | 7 | 4.189.879 |
| | 1995 | 0,4562 | 1 | 49.472.329 | 3.891.176 | 40 | 7 | 7.789.419 |
| | 1996 | 0,4449 | 1 | 87.448.801 | 10.242.272 | 41 | 7 | 13.369.874 |
| | 1997 | 0,4629 | 1 | 165.285.988 | 20.169.374 | 42 | 7 | 28.841.138 |
| | 1998 | 0,3767 | 1 | 274.200.747 | 34.320.797 | 43 | 7 | 60.461.105 |
| | 1999 | 0,4304 | 1 | 569.304.286 | 63.933.506 | 44 | 7 | 142.783.635 |
| Aselsan | 1994 | 0,3168 | 1 | 3.860.592 | 1.458.097 | 19 | 7 | 1.401.818 |
| | 1995 | 0,3268 | 1 | 6.728.061 | 2.854.250 | 20 | 7 | 3.060.801 |
| | 1996 | 0,4428 | 1 | 12.583.876 | 4.801.627 | 21 | 7 | 5.598.569 |
| | 1997 | 0,4613 | 1 | 26.202.647 | 8.925.164 | 22 | 7 | 10.352.847 |
| | 1998 | 0,2730 | 1 | 45.488.626 | 15.487.503 | 23 | 7 | 19.168.830 |
| | 1999 | 0,3770 | 1 | 82.053.106 | 24.402.112 | 24 | 7 | 29.941.298 |
| Bağfaş | 1994 | 0,7893 | 1 | 2.940.377 | 488.662 | 24 | 4 | 649.318 |
| | 1995 | 0,5425 | 1 | 5.793.297 | 985.137 | 25 | 4 | 1.222.136 |
| | 1996 | 0,3108 | 1 | 9.481.568 | 2.617.118 | 26 | 4 | 1.842.651 |
| | 1997 | 0,5829 | 1 | 21.940.300 | 3.784.613 | 27 | 4 | 3.962.316 |
| | 1998 | 0,3747 | 1 | 28.743.996 | 6.955.506 | 28 | 4 | 7.770.976 |
| | 1999 | 0,4857 | 1 | 40.062.159 | 9.829.205 | 29 | 4 | 12.284.336 |
| Bolu Çimento | 1994 | 0,2601 | 1 | 311.400 | 1.127.379 | 26 | 5 | 1.235.507 |

| | | | | | | | | |
|---------------|------|--------|---|------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,3459 | 1 | 856.871 | 2.206.348 | 27 | 5 | 2.677.604 |
| | 1996 | 0,3162 | 1 | 1.845.031 | 3.710.496 | 28 | 5 | 4.570.995 |
| | 1997 | 0,3535 | 1 | 11.961.774 | 7.471.944 | 29 | 5 | 7.599.419 |
| | 1998 | 0,3175 | 1 | 23.565.643 | 12.688.484 | 30 | 5 | 14.453.881 |
| | 1999 | 0,2204 | 1 | 34.209.306 | 17.635.577 | 31 | 5 | 22.669.409 |
| Brisa | 1994 | 0,3880 | 1 | 5.443.179 | 2.330.054 | 20 | 4 | 2.756.035 |
| | 1995 | 0,4863 | 1 | 12.782.931 | 4.155.010 | 21 | 4 | 5.292.279 |
| | 1996 | 0,6305 | 1 | 24.571.051 | 7.083.442 | 22 | 4 | 9.388.016 |
| | 1997 | 0,5794 | 1 | 46.065.876 | 15.720.243 | 23 | 4 | 17.656.924 |
| | 1998 | 0,3525 | 1 | 71.562.339 | 26.761.771 | 24 | 4 | 32.548.145 |
| | 1999 | 0,2944 | 1 | 90.555.580 | 35.908.525 | 25 | 4 | 51.308.161 |
| Bursa Çimento | 1994 | 0,6084 | 1 | 1.459.080 | 381.033 | 28 | 5 | 557.413 |
| | 1995 | 0,5358 | 1 | 2.471.414 | 907.552 | 29 | 5 | 1.313.500 |
| | 1996 | 0,2920 | 1 | 4.554.472 | 1.978.955 | 30 | 5 | 2.075.495 |
| | 1997 | 0,5804 | 1 | 10.887.501 | 3.131.346 | 31 | 5 | 3.863.603 |
| | 1998 | 0,4870 | 1 | 17.744.903 | 7.375.839 | 32 | 5 | 7.059.837 |
| | 1999 | 0,2651 | 1 | 22.721.859 | 10.972.776 | 33 | 5 | 12.916.661 |
| Çelik Halat | 1994 | 0,2896 | 1 | 831.357 | 234.460 | 32 | 6 | 346.755 |
| | 1995 | 0,3888 | 1 | 1.841.429 | 415.308 | 33 | 6 | 613.515 |
| | 1996 | 0,4587 | 1 | 2.875.840 | 745.887 | 34 | 6 | 1.018.851 |
| | 1997 | 0,4613 | 1 | 4.972.374 | 1.280.121 | 35 | 6 | 1.836.812 |
| | 1998 | 0,4218 | 1 | 9.685.598 | 1.903.792 | 36 | 6 | 2.901.620 |
| | 1999 | 0,3734 | 1 | 16.445.915 | 2.512.432 | 37 | 6 | 3.936.806 |
| Çimentaş | 1994 | 0,5715 | 1 | 2.143.512 | 493.642 | 44 | 5 | 1.143.825 |
| | 1995 | 0,4101 | 1 | 3.447.507 | 1.799.787 | 45 | 5 | 1.905.578 |
| | 1996 | 0,2363 | 1 | 6.698.332 | 4.561.178 | 46 | 5 | 3.245.031 |
| | 1997 | 0,3924 | 1 | 14.142.100 | 7.749.493 | 47 | 5 | 7.783.594 |
| | 1998 | 0,3759 | 1 | 24.858.922 | 11.233.180 | 48 | 5 | 12.942.784 |
| | 1999 | 0,2460 | 1 | 33.843.514 | 14.455.723 | 49 | 5 | 25.461.385 |
| Çimsa | 1994 | 0,7270 | 1 | 2.413.194 | 653.796 | 22 | 5 | 966.482 |
| | 1995 | 0,4505 | 1 | 4.267.814 | 2.185.190 | 23 | 5 | 1.856.868 |
| | 1996 | 0,3944 | 1 | 9.174.549 | 3.604.019 | 24 | 5 | 4.304.362 |
| | 1997 | 0,3649 | 1 | 18.676.424 | 6.707.884 | 25 | 5 | 10.513.258 |
| | 1998 | 0,3374 | 1 | 31.385.646 | 16.370.632 | 26 | 5 | 20.818.132 |
| | 1999 | 0,2308 | 1 | 48.756.566 | 34.827.148 | 27 | 5 | 32.361.940 |
| Denizli Cam | 1994 | 1,0611 | 1 | 414.046 | 65.588 | 21 | 5 | 55.213 |
| | 1995 | 0,4757 | 1 | 789.404 | 235.487 | 22 | 5 | 244.275 |
| | 1996 | 0,2799 | 1 | 1.568.728 | 597.243 | 23 | 5 | 476.359 |
| | 1997 | 0,4567 | 1 | 3.484.570 | 859.686 | 24 | 5 | 931.340 |
| | 1998 | 0,3187 | 1 | 5.846.514 | 1.197.888 | 25 | 5 | 1.609.892 |
| | 1999 | 0,3104 | 1 | 9.541.336 | 1.463.045 | 26 | 5 | 2.303.655 |
| Derimod | 1994 | 0,7962 | 1 | 374.255 | 41.125 | 19 | 2 | 49.989 |
| | 1995 | 0,6797 | 1 | 658.811 | 117.841 | 20 | 2 | 96.171 |
| | 1996 | 0,9018 | 1 | 2.190.078 | 271.088 | 21 | 2 | 237.382 |
| | 1997 | 1,9676 | 1 | 4.722.291 | 518.868 | 22 | 2 | 526.171 |
| | 1998 | 1,2228 | 1 | 4.443.050 | 772.544 | 23 | 2 | 1.204.902 |
| | 1999 | 0,4779 | 1 | 5.165.479 | 968.467 | 24 | 2 | 1.601.985 |
| Deva Holding | 1994 | 0,7907 | 1 | 1.222.472 | 199.649 | 36 | 4 | 443.393 |
| | 1995 | 0,3040 | 1 | 3.342.711 | 539.496 | 37 | 4 | 2.625.334 |
| | 1996 | 0,1790 | 1 | 6.164.676 | 1.054.293 | 38 | 4 | 3.257.750 |
| | 1997 | 0,3509 | 1 | 9.975.615 | 2.184.481 | 39 | 4 | 5.948.219 |
| | 1998 | 0,5394 | 1 | 19.600.756 | 3.743.885 | 40 | 4 | 7.365.736 |
| | 1999 | 0,9559 | 1 | 42.626.016 | 5.238.721 | 41 | 4 | 8.114.402 |
| Ditaş Doğan | 1994 | 0,3630 | 1 | 128.495 | 42.480 | 22 | 7 | 65.370 |

| | | | | | | | | |
|---------------|------|---------|---|------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,4814 | 1 | 395.029 | 60.866 | 23 | 7 | 136.910 |
| | 1996 | 0,2189 | 1 | 897.220 | 310.446 | 24 | 7 | 248.682 |
| | 1997 | 0,2423 | 1 | 2.206.940 | 841.456 | 25 | 7 | 497.614 |
| | 1998 | 0,2259 | 1 | 3.856.770 | 1.829.326 | 26 | 7 | 1.208.612 |
| | 1999 | 0,1232 | 1 | 4.140.824 | 2.293.277 | 27 | 7 | 2.145.775 |
| Doğusan | 1994 | -0,1504 | 1 | 105.197 | 86.604 | 20 | 5 | 62.055 |
| | 1995 | 0,1271 | 1 | 248.030 | 168.506 | 21 | 5 | 169.194 |
| | 1996 | 0,0882 | 1 | 526.579 | 272.790 | 22 | 5 | 285.987 |
| | 1997 | -0,1505 | 1 | 897.814 | 478.370 | 23 | 5 | 456.993 |
| | 1998 | -0,1344 | 1 | 1.265.938 | 762.862 | 24 | 5 | 1.008.074 |
| | 1999 | -1,5324 | 1 | 1.247.149 | 1.034.107 | 25 | 5 | 204.142 |
| Döktaş | 1994 | 0,4015 | 1 | 1.229.357 | 344.439 | 21 | 6 | 435.156 |
| | 1995 | 0,3585 | 1 | 3.089.313 | 682.631 | 22 | 6 | 881.363 |
| | 1996 | 0,1038 | 1 | 6.065.185 | 2.607.634 | 23 | 6 | 1.551.743 |
| | 1997 | 0,2396 | 1 | 15.248.801 | 5.051.795 | 24 | 6 | 4.618.779 |
| | 1998 | 0,2962 | 1 | 24.434.386 | 10.911.476 | 25 | 6 | 8.898.312 |
| | 1999 | 0,1858 | 1 | 37.109.797 | 21.875.288 | 26 | 6 | 14.540.972 |
| Duran Ofset | 1994 | 0,9118 | 1 | 383.127 | 56.112 | 19 | 3 | 50.866 |
| | 1995 | 0,1817 | 1 | 818.612 | 271.738 | 20 | 3 | 208.848 |
| | 1996 | -0,0331 | 1 | 1.296.505 | 439.872 | 21 | 3 | 213.151 |
| | 1997 | 0,4490 | 1 | 3.110.910 | 731.310 | 22 | 3 | 552.173 |
| | 1998 | -0,0032 | 1 | 4.626.016 | 1.159.512 | 23 | 3 | 287.965 |
| | 1999 | -0,7028 | 1 | 5.517.961 | 1.345.284 | 24 | 3 | -1.178.143 |
| Eczacı İlaç | 1994 | 0,5939 | 1 | 3.347.438 | 1.191.642 | 43 | 4 | 1.912.713 |
| | 1995 | 0,3396 | 1 | 5.872.344 | 2.065.530 | 44 | 4 | 3.865.400 |
| | 1996 | 0,3446 | 1 | 12.447.486 | 3.461.884 | 45 | 4 | 6.041.119 |
| | 1997 | 0,4171 | 1 | 24.921.704 | 7.262.776 | 46 | 4 | 9.723.928 |
| | 1998 | 0,3515 | 1 | 44.654.361 | 13.362.611 | 47 | 4 | 23.480.985 |
| | 1999 | 0,4423 | 1 | 72.969.229 | 18.959.639 | 48 | 4 | 40.787.920 |
| Edip İplik | 1994 | 1,0314 | 1 | 1.214.607 | 260.845 | 23 | 2 | 220.508 |
| | 1995 | 0,3484 | 1 | 1.979.932 | 670.737 | 24 | 2 | 543.989 |
| | 1996 | 0,2958 | 1 | 3.577.760 | 1.790.875 | 25 | 2 | 1.173.732 |
| | 1997 | 0,1175 | 1 | 5.915.238 | 4.465.757 | 26 | 2 | 2.061.841 |
| | 1998 | 0,1448 | 1 | 10.189.297 | 9.115.475 | 27 | 2 | 4.854.619 |
| | 1999 | 0,1656 | 1 | 16.149.442 | 15.207.851 | 28 | 2 | 8.445.327 |
| Ege Biracılık | 1994 | 0,5853 | 1 | 2.484.435 | 2.018.269 | 27 | 1 | 1.210.604 |
| | 1995 | 0,3635 | 1 | 4.893.893 | 3.430.796 | 28 | 1 | 2.536.545 |
| | 1996 | 0,3422 | 1 | 10.899.892 | 4.704.677 | 29 | 1 | 6.037.490 |
| | 1997 | 0,3000 | 1 | 16.407.835 | 6.276.222 | 30 | 1 | 10.624.647 |
| | 1998 | 0,3897 | 1 | 31.310.660 | 8.194.134 | 31 | 1 | 18.224.376 |
| | 1999 | 0,3272 | 1 | 40.274.282 | 8.297.075 | 32 | 1 | 28.396.657 |
| Ege Endüstri | 1994 | 0,7150 | 1 | 538.213 | 76.401 | 30 | 7 | 141.922 |
| | 1995 | 0,7292 | 1 | 1.905.209 | 114.261 | 31 | 7 | 250.622 |
| | 1996 | 0,5918 | 1 | 2.518.985 | 356.353 | 32 | 7 | 511.570 |
| | 1997 | 0,9395 | 1 | 7.446.363 | 740.348 | 33 | 7 | 909.112 |
| | 1998 | 0,6918 | 1 | 16.131.886 | 1.350.607 | 34 | 7 | 1.910.656 |
| | 1999 | 0,5452 | 1 | 11.962.287 | 1.588.421 | 35 | 7 | 3.548.636 |
| Ege Gübre | 1994 | 0,5933 | 1 | 951.607 | 120.159 | 21 | 4 | 188.995 |
| | 1995 | 0,3194 | 1 | 2.001.226 | 233.762 | 22 | 4 | 378.599 |
| | 1996 | 0,1778 | 1 | 2.648.814 | 499.064 | 23 | 4 | 547.641 |
| | 1997 | 0,3118 | 1 | 5.216.762 | 864.791 | 24 | 4 | 921.152 |
| | 1998 | 0,4457 | 1 | 11.301.752 | 1.707.019 | 25 | 4 | 1.564.108 |
| | 1999 | 0,5648 | 1 | 18.091.919 | 2.626.449 | 26 | 4 | 2.587.167 |
| Erciyas Bira | 1994 | 0,7155 | 1 | 2.621.629 | 418.559 | 28 | 1 | 694.348 |

| | | | | | | | | |
|-------------------|------|--------|---|------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,4859 | 1 | 5.334.707 | 663.729 | 29 | 1 | 3.744.717 |
| | 1996 | 0,5472 | 1 | 9.934.219 | 1.312.217 | 30 | 1 | 4.729.117 |
| | 1997 | 0,3161 | 1 | 16.373.255 | 2.057.894 | 31 | 1 | 8.345.290 |
| | 1998 | 0,1463 | 1 | 34.031.990 | 10.328.174 | 32 | 1 | 12.832.765 |
| | 1999 | 0,3028 | 1 | 38.655.203 | 14.199.853 | 33 | 1 | 12.639.480 |
| Feniş Aliminyum | 1994 | 0,1085 | 1 | 1.187.726 | 1.092.919 | 26 | 6 | 1.050.382 |
| | 1995 | 0,1023 | 1 | 1.960.007 | 2.345.896 | 27 | 6 | 2.306.153 |
| | 1996 | 0,0473 | 1 | 3.086.206 | 5.006.445 | 28 | 6 | 4.912.589 |
| | 1997 | 3,4414 | 1 | 6.665.633 | 599.041 | 29 | 6 | 464.077 |
| | 1998 | 2,3875 | 1 | 11.978.478 | 1.159.243 | 30 | 6 | 872.178 |
| | 1999 | 1,9753 | 1 | 17.763.061 | 1.534.098 | 31 | 6 | 2.080.967 |
| Gentaş | 1994 | 0,4749 | 1 | 266.288 | 86.592 | 22 | 3 | 145.479 |
| | 1995 | 0,7278 | 1 | 689.723 | 232.787 | 23 | 3 | 264.715 |
| | 1996 | 0,5968 | 1 | 1.288.552 | 553.207 | 24 | 3 | 680.496 |
| | 1997 | 0,5149 | 1 | 2.364.034 | 1.415.484 | 25 | 3 | 1.624.683 |
| | 1998 | 0,3293 | 1 | 4.874.223 | 2.765.259 | 26 | 3 | 3.384.949 |
| | 1999 | 0,2335 | 1 | 8.021.616 | 3.687.242 | 27 | 3 | 6.099.464 |
| Gorbon İşıl | 1994 | 2,3824 | 1 | 110.700 | 3.999 | 31 | 5 | 8.504 |
| | 1995 | 1,0304 | 1 | 206.778 | 15.925 | 32 | 5 | 22.982 |
| | 1996 | 1,3492 | 1 | 416.322 | 37.084 | 33 | 5 | 32.317 |
| | 1997 | 1,3087 | 1 | 925.758 | 73.110 | 34 | 5 | 73.457 |
| | 1998 | 1,2895 | 1 | 1.309.760 | 111.370 | 35 | 5 | 149.270 |
| | 1999 | 1,0449 | 1 | 2.260.329 | 131.892 | 36 | 5 | 316.256 |
| Gübre Fabrikaları | 1994 | 0,8767 | 1 | 3.743.931 | 338.306 | 41 | 4 | 842.625 |
| | 1995 | 0,3504 | 1 | 7.084.504 | 638.839 | 42 | 4 | 1.228.856 |
| | 1996 | 0,7207 | 1 | 16.752.209 | 912.201 | 43 | 4 | 1.674.899 |
| | 1997 | 0,6825 | 1 | 24.724.173 | 1.335.161 | 44 | 4 | 2.595.103 |
| | 1998 | 0,5264 | 1 | 30.540.797 | 2.079.881 | 45 | 4 | 3.823.972 |
| | 1999 | 0,5757 | 1 | 59.708.285 | 2.832.779 | 46 | 4 | 7.251.888 |
| Güney Biracılık | 1994 | 0,5398 | 1 | 1.297.444 | 938.631 | 25 | 1 | 408.301 |
| | 1995 | 0,4846 | 1 | 2.492.046 | 1.859.956 | 26 | 1 | 864.560 |
| | 1996 | 0,5587 | 1 | 4.969.716 | 3.724.464 | 27 | 1 | 1.439.101 |
| | 1997 | 0,4632 | 1 | 6.718.516 | 1.091.167 | 28 | 1 | 2.341.784 |
| | 1998 | 0,4932 | 1 | 16.167.648 | 1.915.908 | 29 | 1 | 5.506.367 |
| | 1999 | 0,4324 | 1 | 15.379.417 | 2.954.062 | 30 | 1 | 7.943.884 |
| Hektaş | 1994 | 0,2703 | 1 | 1.011.574 | 280.067 | 38 | 4 | 401.894 |
| | 1995 | 0,6385 | 1 | 2.692.329 | 561.688 | 39 | 4 | 740.133 |
| | 1996 | 0,5359 | 1 | 4.315.431 | 1.100.949 | 40 | 4 | 1.421.852 |
| | 1997 | 0,3344 | 1 | 6.798.085 | 2.675.199 | 41 | 4 | 2.559.586 |
| | 1998 | 0,2999 | 1 | 11.779.392 | 5.513.712 | 42 | 4 | 4.825.935 |
| | 1999 | 0,0925 | 1 | 13.950.760 | 7.093.228 | 43 | 4 | 7.101.963 |
| İzmir Demir-Çelik | 1994 | 0,3333 | 1 | 5.978.436 | 3.267.508 | 19 | 6 | 3.758.414 |
| | 1995 | 0,1815 | 1 | 7.914.168 | 5.929.820 | 20 | 6 | 6.896.808 |
| | 1996 | 0,0991 | 1 | 16.869.996 | 10.385.855 | 21 | 6 | 12.726.363 |
| | 1997 | 0,1353 | 1 | 31.596.271 | 18.266.519 | 22 | 6 | 21.195.563 |
| | 1998 | 0,0791 | 1 | 37.378.146 | 30.052.889 | 23 | 6 | 40.026.218 |
| | 1999 | 0,0639 | 1 | 61.507.005 | 50.457.066 | 24 | 6 | 58.490.349 |
| İzocam | 1994 | 0,4242 | 1 | 937.260 | 259.038 | 29 | 5 | 403.316 |
| | 1995 | 0,2334 | 1 | 1.887.991 | 650.786 | 30 | 5 | 748.651 |
| | 1996 | 0,4034 | 1 | 3.546.721 | 866.082 | 31 | 5 | 1.382.383 |
| | 1997 | 0,3146 | 1 | 6.945.001 | 2.108.664 | 32 | 5 | 2.412.378 |
| | 1998 | 0,3163 | 1 | 12.775.097 | 3.890.429 | 33 | 5 | 4.609.483 |
| | 1999 | 0,3121 | 1 | 18.690.151 | 5.586.063 | 34 | 5 | 7.409.938 |
| Kartonsan | 1994 | 0,4666 | 1 | 2.167.267 | 999.730 | 27 | 3 | 1.217.634 |

| | | | | | | | | |
|------------------|------|---------|---|------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,5983 | 1 | 5.086.185 | 1.774.776 | 28 | 3 | 2.607.906 |
| | 1996 | 0,4986 | 1 | 5.709.489 | 3.781.110 | 29 | 3 | 4.947.026 |
| | 1997 | 0,4783 | 1 | 11.867.699 | 7.190.193 | 30 | 3 | 8.631.440 |
| | 1998 | 0,3821 | 1 | 15.662.265 | 12.977.308 | 31 | 3 | 15.050.332 |
| | 1999 | 0,1692 | 1 | 27.856.091 | 17.272.364 | 32 | 3 | 23.207.307 |
| Kelebek Mobilya | 1994 | 0,5848 | 1 | 690.702 | 59.272 | 59 | 3 | 106.196 |
| | 1995 | 0,4907 | 1 | 1.445.404 | 119.202 | 60 | 3 | 204.120 |
| | 1996 | 0,5176 | 1 | 2.950.847 | 266.741 | 61 | 3 | 360.342 |
| | 1997 | 0,4533 | 1 | 5.597.833 | 675.502 | 62 | 3 | 785.193 |
| | 1998 | 0,4543 | 1 | 9.672.959 | 1.020.456 | 63 | 3 | 1.619.180 |
| | 1999 | 0,4035 | 1 | 12.888.774 | 1.319.181 | 64 | 3 | 2.304.347 |
| Kent Gıda | 1994 | 1,6501 | 1 | 2.617.473 | 290.336 | 38 | 1 | 319.992 |
| | 1995 | 0,7657 | 1 | 5.563.078 | 992.678 | 39 | 1 | 623.720 |
| | 1996 | 0,2185 | 1 | 10.542.848 | 4.050.993 | 40 | 1 | 1.696.860 |
| | 1997 | 0,5976 | 1 | 20.501.597 | 9.094.514 | 41 | 1 | 3.593.525 |
| | 1998 | 0,4382 | 1 | 30.574.607 | 15.999.131 | 42 | 1 | 9.146.280 |
| | 1999 | 0,4020 | 1 | 38.556.930 | 21.739.721 | 43 | 1 | 11.869.779 |
| Kordsa | 1994 | 0,8544 | 1 | 3.500.162 | 506.705 | 21 | 2 | 975.736 |
| | 1995 | 0,6471 | 1 | 7.835.577 | 935.303 | 22 | 2 | 1.885.835 |
| | 1996 | 0,7647 | 1 | 15.747.944 | 1.841.031 | 23 | 2 | 3.113.202 |
| | 1997 | 1,0075 | 1 | 25.729.316 | 3.578.482 | 24 | 2 | 7.216.791 |
| | 1998 | 0,4713 | 1 | 38.273.786 | 7.266.133 | 25 | 2 | 17.285.630 |
| | 1999 | 0,2299 | 1 | 61.780.337 | 29.852.708 | 26 | 2 | 44.381.157 |
| Kütahya Porselen | 1994 | 0,4569 | 1 | 865.228 | 281.247 | 29 | 5 | 273.161 |
| | 1995 | 0,1662 | 1 | 1.736.188 | 975.480 | 30 | 5 | 888.834 |
| | 1996 | 0,1144 | 1 | 3.323.079 | 1.665.034 | 31 | 5 | 1.728.407 |
| | 1997 | 0,3183 | 1 | 8.943.516 | 2.321.324 | 32 | 5 | 3.060.354 |
| | 1998 | 0,2225 | 1 | 13.956.947 | 4.054.481 | 33 | 5 | 5.250.182 |
| | 1999 | 0,0496 | 1 | 22.719.286 | 7.389.977 | 34 | 5 | 6.575.256 |
| Lüks Kadife | 1994 | 1,0539 | 1 | 315.036 | 20.098 | 22 | 2 | 37.322 |
| | 1995 | 0,6145 | 1 | 448.500 | 38.835 | 23 | 2 | 95.518 |
| | 1996 | 0,6787 | 1 | 904.664 | 142.187 | 24 | 2 | 153.721 |
| | 1997 | 0,5217 | 1 | 2.009.768 | 463.769 | 25 | 2 | 399.048 |
| | 1998 | 0,2029 | 1 | 1.973.063 | 597.569 | 26 | 2 | 1.085.002 |
| | 1999 | -0,0308 | 1 | 1.938.609 | 681.819 | 27 | 2 | 942.930 |
| Makine Takım | 1994 | 0,5407 | 1 | 606.652 | 28.326 | 37 | 7 | 263.832 |
| | 1995 | 0,2090 | 1 | 1.109.929 | 57.180 | 38 | 7 | 804.391 |
| | 1996 | 0,3009 | 1 | 2.427.352 | 181.233 | 39 | 7 | 893.148 |
| | 1997 | 0,4285 | 1 | 5.454.417 | 437.019 | 40 | 7 | 2.921.771 |
| | 1998 | 0,3062 | 1 | 10.369.036 | 1.577.625 | 41 | 7 | 9.044.594 |
| | 1999 | 0,4349 | 1 | 11.956.008 | 2.265.244 | 42 | 7 | 10.687.829 |
| Mardin Çimento | 1994 | 0,6605 | 1 | 623.002 | 184.393 | 25 | 5 | 264.040 |
| | 1995 | 0,4693 | 1 | 1.054.425 | 582.981 | 26 | 5 | 620.039 |
| | 1996 | 0,3516 | 1 | 1.950.552 | 804.266 | 27 | 5 | 1.173.493 |
| | 1997 | 0,4955 | 1 | 4.297.779 | 1.933.842 | 28 | 5 | 2.387.120 |
| | 1998 | 0,4911 | 1 | 8.592.214 | 4.160.589 | 29 | 5 | 4.510.227 |
| | 1999 | 0,5668 | 1 | 14.808.093 | 6.783.454 | 30 | 5 | 9.490.886 |
| Maret | 1994 | 0,1635 | 1 | 1.306.846 | 328.854 | 10 | 1 | 445.371 |
| | 1995 | 0,2958 | 1 | 2.969.187 | 654.879 | 11 | 1 | 785.948 |
| | 1996 | 0,2409 | 1 | 4.715.094 | 1.163.608 | 12 | 1 | 1.332.390 |
| | 1997 | 0,1885 | 1 | 11.151.904 | 2.083.763 | 13 | 1 | 2.402.573 |
| | 1998 | 0,2296 | 1 | 19.637.062 | 3.608.773 | 14 | 1 | 4.168.028 |
| | 1999 | 0,2305 | 1 | 27.519.484 | 5.220.920 | 15 | 1 | 7.338.334 |
| Metaş | 1994 | 0,2824 | 1 | 4.505.542 | 728.772 | 38 | 6 | 1.219.506 |

| | | | | | | | | |
|--------------------|------|---------|---|------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,1660 | 1 | 4.656.758 | 1.089.106 | 39 | 6 | 1.860.989 |
| | 1996 | 0,2414 | 1 | 7.271.245 | 1.737.556 | 40 | 6 | 2.540.732 |
| | 1997 | 0,1388 | 1 | 6.361.169 | 2.065.882 | 41 | 6 | 2.444.290 |
| | 1998 | -2,7865 | 1 | 2.850.451 | 2.339.964 | 42 | 6 | 393.802 |
| | 1999 | -0,9905 | 1 | 276.855 | 8.834.013 | 43 | 6 | 1.887.408 |
| Okan Tekstil | 1994 | 0,1444 | 1 | 512.323 | 683.776 | 9 | 2 | 703.180 |
| | 1995 | 0,0665 | 1 | 695.427 | 1.210.208 | 10 | 2 | 1.364.648 |
| | 1996 | 0,0585 | 1 | 1.304.323 | 1.901.921 | 11 | 2 | 2.141.933 |
| | 1997 | 0,0605 | 1 | 2.788.481 | 3.234.957 | 12 | 2 | 3.982.240 |
| | 1998 | -0,0456 | 1 | 3.760.797 | 5.272.481 | 13 | 2 | 5.520.539 |
| | 1999 | 0,0257 | 1 | 6.897.423 | 7.448.369 | 14 | 2 | 7.069.589 |
| Oysa-Niğde Çimento | 1994 | 0,6268 | 1 | 588.367 | 184.003 | 37 | 5 | 141.232 |
| | 1995 | 0,3017 | 1 | 1.034.092 | 343.112 | 38 | 5 | 366.152 |
| | 1996 | 0,4172 | 1 | 2.025.980 | 829.170 | 39 | 5 | 732.494 |
| | 1997 | 0,5361 | 1 | 3.986.140 | 965.834 | 40 | 5 | 1.111.311 |
| | 1998 | 0,7186 | 1 | 7.211.980 | 1.702.934 | 41 | 5 | 1.903.603 |
| | 1999 | 0,6729 | 1 | 9.483.565 | 2.383.699 | 42 | 5 | 2.963.312 |
| Parsan | 1994 | 0,3927 | 1 | 564.566 | 233.950 | 26 | 7 | 141.040 |
| | 1995 | 0,3574 | 1 | 1.328.509 | 396.208 | 27 | 7 | 348.541 |
| | 1996 | 0,3787 | 1 | 2.172.770 | 781.203 | 28 | 7 | 684.233 |
| | 1997 | 0,4959 | 1 | 4.902.063 | 1.742.988 | 29 | 7 | 1.358.951 |
| | 1998 | 0,2922 | 1 | 7.252.313 | 3.359.113 | 30 | 7 | 3.272.401 |
| | 1999 | 0,2771 | 1 | 8.236.459 | 4.464.548 | 31 | 7 | 5.898.916 |
| Pınar Entegre Et | 1994 | 0,2771 | 1 | 1.852.724 | 783.164 | 9 | 1 | 601.323 |
| | 1995 | 0,2603 | 1 | 5.010.696 | 1.475.876 | 10 | 1 | 1.354.065 |
| | 1996 | 0,2764 | 1 | 8.275.008 | 2.334.416 | 11 | 1 | 2.797.457 |
| | 1997 | 0,2748 | 1 | 18.880.656 | 5.289.645 | 12 | 1 | 4.774.606 |
| | 1998 | 0,2674 | 1 | 41.120.581 | 9.183.550 | 13 | 1 | 9.549.175 |
| | 1999 | 0,2430 | 1 | 60.262.209 | 12.135.646 | 14 | 1 | 14.561.413 |
| Pınar Su | 1994 | 0,2510 | 1 | 324.161 | 64.623 | 12 | 1 | 72.647 |
| | 1995 | 0,2138 | 1 | 579.771 | 114.548 | 13 | 1 | 126.150 |
| | 1996 | 0,1410 | 1 | 1.066.005 | 1.074.921 | 14 | 1 | 230.037 |
| | 1997 | 0,1525 | 1 | 2.823.464 | 1.730.139 | 15 | 1 | 285.166 |
| | 1998 | 0,5313 | 1 | 5.905.530 | 2.646.487 | 16 | 1 | 1.546.169 |
| | 1999 | 0,4206 | 1 | 7.722.152 | 4.036.503 | 17 | 1 | 2.584.921 |
| Pınar Süt | 1994 | 0,7706 | 1 | 2.499.056 | 351.005 | 21 | 1 | 215.764 |
| | 1995 | 0,5710 | 1 | 5.494.631 | 633.488 | 22 | 1 | 516.323 |
| | 1996 | 0,4270 | 1 | 11.248.964 | 1.957.157 | 23 | 1 | 1.577.791 |
| | 1997 | 0,6235 | 1 | 24.483.963 | 3.525.515 | 24 | 1 | 3.218.174 |
| | 1998 | 0,6209 | 1 | 45.300.727 | 6.441.774 | 25 | 1 | 7.087.180 |
| | 1999 | 0,3886 | 1 | 72.447.259 | 10.778.417 | 26 | 1 | 11.636.894 |
| Pınar Un | 1994 | 0,5831 | 1 | 214.853 | 29.858 | 18 | 1 | 35.898 |
| | 1995 | 0,4800 | 1 | 440.678 | 56.613 | 19 | 1 | 83.168 |
| | 1996 | 0,7743 | 1 | 814.892 | 91.926 | 20 | 1 | 129.470 |
| | 1997 | 0,4001 | 1 | 1.345.063 | 167.027 | 21 | 1 | 210.525 |
| | 1998 | 0,2790 | 1 | 2.033.972 | 266.689 | 22 | 1 | 355.253 |
| | 1999 | 0,2621 | 1 | 2.809.985 | 382.091 | 23 | 1 | 515.672 |
| Polylen | 1994 | 0,8559 | 1 | 1.253.542 | 516.148 | 27 | 2 | 368.841 |
| | 1995 | 0,5315 | 1 | 3.634.603 | 1.480.306 | 28 | 2 | 806.914 |
| | 1996 | 1,4039 | 1 | 8.510.903 | 1.633.139 | 29 | 2 | 971.081 |
| | 1997 | 0,7146 | 1 | 23.963.252 | 3.424.955 | 30 | 2 | 2.591.397 |
| | 1998 | 0,4980 | 1 | 30.060.654 | 7.557.260 | 31 | 2 | 4.668.268 |
| | 1999 | 1,0405 | 1 | 12.891.525 | 10.378.126 | 32 | 2 | 2.433.527 |
| Sabah Yayıncılık | 1994 | 0,3290 | 1 | 4.655.403 | 2.210.100 | 9 | 3 | 2.132.379 |

| | | | | | | | | |
|-----------------------|------|---------|---|-------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,2374 | 1 | 10.823.021 | 4.489.207 | 10 | 3 | 5.140.716 |
| | 1996 | 0,2824 | 1 | 17.895.607 | 6.660.365 | 11 | 3 | 5.107.488 |
| | 1997 | 0,3501 | 1 | 39.496.148 | 11.234.024 | 12 | 3 | 10.709.017 |
| | 1998 | 0,3047 | 1 | 51.285.636 | 24.756.037 | 13 | 3 | 21.679.922 |
| | 1999 | 0,5570 | 1 | 73.964.751 | 52.734.027 | 14 | 3 | 38.429.193 |
| Sarkuysan | 1994 | 0,9067 | 1 | 4.682.111 | 400.730 | 22 | 6 | 522.384 |
| | 1995 | 0,6356 | 1 | 9.893.645 | 856.275 | 23 | 6 | 1.331.709 |
| | 1996 | 0,5354 | 1 | 15.228.411 | 1.884.072 | 24 | 6 | 2.624.785 |
| | 1997 | 0,6217 | 1 | 33.842.105 | 3.665.054 | 25 | 6 | 4.364.165 |
| | 1998 | 0,4570 | 1 | 48.178.208 | 7.499.816 | 26 | 6 | 9.800.981 |
| | 1999 | 0,3706 | 1 | 71.080.000 | 10.040.596 | 27 | 6 | 19.426.814 |
| Sifaş | 1994 | 0,6823 | 1 | 2.062.192 | 607.590 | 32 | 2 | 430.620 |
| | 1995 | 0,7537 | 1 | 5.274.930 | 1.038.243 | 33 | 2 | 1.075.911 |
| | 1996 | 1,0858 | 1 | 10.164.918 | 1.045.520 | 34 | 2 | 1.444.143 |
| | 1997 | 0,6184 | 1 | 31.649.874 | 5.890.165 | 35 | 2 | 2.753.068 |
| | 1998 | 0,5236 | 1 | 36.701.681 | 8.193.289 | 36 | 2 | 3.568.927 |
| | 1999 | 1,3376 | 1 | 22.837.117 | 10.247.315 | 37 | 2 | -1.239.654 |
| Sönmez Filament | 1994 | 0,5553 | 1 | 2.023.838 | 345.475 | 22 | 2 | 671.065 |
| | 1995 | 0,3864 | 1 | 3.451.355 | 492.660 | 23 | 2 | 1.018.111 |
| | 1996 | 0,2554 | 1 | 5.565.475 | 1.600.149 | 24 | 2 | 1.877.591 |
| | 1997 | 0,5047 | 1 | 13.007.554 | 3.810.382 | 25 | 2 | 3.049.556 |
| | 1998 | 0,0666 | 1 | 12.618.058 | 6.222.010 | 26 | 2 | 6.782.237 |
| | 1999 | 0,0010 | 1 | 12.695.166 | 6.824.014 | 27 | 2 | 6.602.090 |
| Tezsan | 1994 | 0,5037 | 1 | 144.080 | 20.909 | 25 | 7 | 83.470 |
| | 1995 | 0,5058 | 1 | 382.062 | 42.447 | 26 | 7 | 145.065 |
| | 1996 | 0,8507 | 1 | 1.422.232 | 157.268 | 27 | 7 | 251.383 |
| | 1997 | 1,7323 | 1 | 3.900.924 | 340.111 | 28 | 7 | 461.460 |
| | 1998 | 3,8492 | 1 | 6.375.977 | 590.509 | 29 | 7 | 390.678 |
| | 1999 | 4,2787 | 1 | 2.943.822 | 1.431.873 | 30 | 7 | 450.641 |
| Tire Kutsan | 1994 | 0,8477 | 1 | 1.189.738 | 231.580 | 20 | 3 | 269.951 |
| | 1995 | 0,6679 | 1 | 2.604.090 | 1.109.545 | 21 | 3 | 797.605 |
| | 1996 | 0,2913 | 1 | 3.713.184 | 1.843.693 | 22 | 3 | 1.969.608 |
| | 1997 | 0,1569 | 1 | 6.686.614 | 3.198.958 | 23 | 3 | 3.904.575 |
| | 1998 | 0,1043 | 1 | 10.242.747 | 5.020.463 | 24 | 3 | 6.571.741 |
| | 1999 | 0,1481 | 1 | 17.143.457 | 5.777.385 | 25 | 3 | 9.156.002 |
| Tofaş Oto Fabrikaları | 1994 | 0,6114 | 1 | 19.519.052 | 4.459.251 | 26 | 7 | 5.448.397 |
| | 1995 | 0,3302 | 1 | 41.597.672 | 6.745.343 | 27 | 7 | 12.759.687 |
| | 1996 | 0,2655 | 1 | 63.400.093 | 7.853.249 | 28 | 7 | 19.766.012 |
| | 1997 | 0,3207 | 1 | 112.264.368 | 24.787.527 | 29 | 7 | 28.864.729 |
| | 1998 | -0,1141 | 1 | 167.625.459 | 49.384.535 | 30 | 7 | 39.309.124 |
| | 1999 | -0,1411 | 1 | 223.639.250 | 98.104.165 | 31 | 7 | 59.241.431 |
| Trakya Cam | 1994 | 0,4257 | 1 | 3.821.623 | 2.047.378 | 16 | 5 | 2.574.846 |
| | 1995 | 0,4882 | 1 | 8.827.861 | 8.553.389 | 17 | 5 | 5.481.364 |
| | 1996 | 0,1918 | 1 | 15.257.192 | 11.911.069 | 18 | 5 | 11.571.650 |
| | 1997 | 0,2121 | 1 | 30.768.200 | 21.800.314 | 19 | 5 | 21.327.406 |
| | 1998 | 0,2434 | 1 | 54.645.564 | 45.134.656 | 20 | 5 | 38.848.603 |
| | 1999 | 0,1947 | 1 | 77.568.478 | 72.000.778 | 21 | 5 | 72.552.917 |
| Türk Demirdöküm | 1994 | 0,4175 | 1 | 3.249.406 | 825.460 | 40 | 7 | 1.007.553 |
| | 1995 | 0,5028 | 1 | 7.597.440 | 1.322.945 | 41 | 7 | 2.037.920 |
| | 1996 | 0,4922 | 1 | 14.438.339 | 2.323.036 | 42 | 7 | 3.381.782 |
| | 1997 | 0,4548 | 1 | 30.609.162 | 5.420.904 | 43 | 7 | 5.772.558 |
| | 1998 | 0,4429 | 1 | 51.173.188 | 10.444.072 | 44 | 7 | 11.092.882 |
| | 1999 | 0,3429 | 1 | 63.160.830 | 13.715.331 | 45 | 7 | 13.327.316 |
| Türk Tuborg | 1994 | 0,3871 | 1 | 1.493.846 | 843.337 | 27 | 1 | 782.148 |

| | | | | | | | | |
|---------------------|------|--------|---|------------|------------|----|---|------------|
| | 1995 | 0,3401 | 1 | 2.996.135 | 1.249.613 | 28 | 1 | 1.483.401 |
| | 1996 | 0,3578 | 1 | 4.249.849 | 2.098.221 | 29 | 1 | 3.013.399 |
| | 1997 | 0,4808 | 1 | 7.012.878 | 3.024.645 | 30 | 1 | 4.416.391 |
| | 1998 | 0,2664 | 1 | 10.006.950 | 4.713.269 | 31 | 1 | 7.063.596 |
| | 1999 | 0,3466 | 1 | 16.332.678 | 7.939.479 | 32 | 1 | 9.396.498 |
| Ünye Çimento | 1994 | 0,5381 | 1 | 786.595 | 266.847 | 25 | 5 | 287.643 |
| | 1995 | 0,4313 | 1 | 1.566.135 | 563.975 | 26 | 5 | 672.229 |
| | 1996 | 0,4315 | 1 | 2.805.237 | 983.382 | 27 | 5 | 1.285.999 |
| | 1997 | 0,5481 | 1 | 7.020.563 | 2.308.757 | 28 | 5 | 2.353.293 |
| | 1998 | 0,4079 | 1 | 12.707.635 | 4.042.333 | 29 | 5 | 6.893.505 |
| | 1999 | 0,2091 | 1 | 18.125.707 | 16.454.935 | 30 | 5 | 17.758.493 |
| Yasaş | 1994 | 0,6363 | 1 | 1.670.115 | 362.974 | 15 | 4 | 366.994 |
| | 1995 | 0,3244 | 1 | 3.482.864 | 725.054 | 16 | 4 | 769.190 |
| | 1996 | 0,8764 | 1 | 7.636.748 | 1.197.260 | 17 | 4 | 1.250.376 |
| | 1997 | 1,0160 | 1 | 16.958.362 | 2.939.072 | 18 | 4 | 2.446.699 |
| | 1998 | 0,7401 | 1 | 24.649.973 | 4.203.459 | 19 | 4 | 5.302.730 |
| | 1999 | 0,7860 | 1 | 44.354.141 | 6.201.653 | 20 | 4 | 8.235.396 |
| Yünsa | 1994 | 0,8529 | 1 | 1.865.608 | 282.905 | 21 | 2 | 731.753 |
| | 1995 | 0,7541 | 1 | 3.857.069 | 684.414 | 22 | 2 | 1.011.842 |
| | 1996 | 0,6336 | 1 | 6.551.132 | 1.675.051 | 23 | 2 | 2.441.004 |
| | 1997 | 0,7295 | 1 | 12.075.577 | 2.918.723 | 24 | 2 | 4.123.625 |
| | 1998 | 0,6102 | 1 | 17.096.109 | 5.583.682 | 25 | 2 | 6.917.748 |
| | 1999 | 0,8445 | 1 | 28.075.923 | 8.166.511 | 26 | 2 | 10.360.333 |

EK.8: Araştırma Kapsamındaki Halka Kapalı Firma Verileri

(Halka kapalı firma verilerinden M'a (Maddi Duran Varlıklar) ait olanlar, analizde kullanılmakla birlikte herhangi bir biçimde gösterilmeyeceği ilgili firmalara söz verilerek temin edildiğinden, bilimsel etik gereği olarak aşağıdaki listede belirtilmemiştir).

(Milyon TL. olarak)

| Halka Kapalı Firmalar | Yıl | P | S | Z | M | G | I | F |
|--|------|---------|---|-------------|---|----|---|------------|
| Amasya Şeker Fabrikası A.Ş. | 1994 | 0,6370 | 0 | 1.155.847 | | 42 | 1 | 158.163 |
| | 1995 | 0,4631 | 0 | 3.669.561 | | 43 | 1 | 808.570 |
| | 1996 | 0,5638 | 0 | 5.947.422 | | 44 | 1 | 1.092.632 |
| | 1997 | -1,2158 | 0 | 13.714.245 | | 45 | 1 | -1.104.303 |
| | 1998 | -0,0625 | 0 | 25.119.663 | | 46 | 1 | -7.750.772 |
| | 1999 | -3,6045 | 0 | 30.345.404 | | 47 | 1 | -6.245.168 |
| Anateks Anadolu Tekstil Fabrikaları A.Ş. | 1994 | 0,3813 | 0 | 1.270.323 | | 10 | 2 | 695.088 |
| | 1995 | 4,9145 | 0 | 1.295.509 | | 11 | 2 | 912.214 |
| | 1996 | 0,0253 | 0 | 3.898.771 | | 12 | 2 | 2.589.529 |
| | 1997 | 0,0422 | 0 | 7.202.121 | | 13 | 2 | 3.620.777 |
| | 1998 | -0,1436 | 0 | 13.945.631 | | 14 | 2 | 2.908.100 |
| | 1999 | -0,1415 | 0 | 11.391.884 | | 15 | 2 | 2.321.264 |
| Arsan Tekstil Tic. ve San. A.Ş. | 1994 | 0,4157 | 0 | 1.426.394 | | 10 | 2 | 649.402 |
| | 1995 | 0,1947 | 0 | 2.889.088 | | 11 | 2 | 1.508.225 |
| | 1996 | 0,0849 | 0 | 4.935.671 | | 12 | 2 | 2.520.732 |
| | 1997 | 0,2865 | 0 | 13.451.437 | | 13 | 2 | 7.598.557 |
| | 1998 | 0,0886 | 0 | 20.058.679 | | 14 | 2 | 16.617.973 |
| | 1999 | 0,1599 | 0 | 30.997.505 | | 15 | 2 | 21.433.358 |
| Assan Demir ve Saç San. A.Ş. | 1994 | 0,8400 | 0 | 4.952.943 | | 17 | 6 | 722.063 |
| | 1995 | 0,7444 | 0 | 15.501.768 | | 18 | 6 | 1.501.659 |
| | 1996 | 0,8482 | 0 | 33.085.045 | | 19 | 6 | 2.951.001 |
| | 1997 | 0,4559 | 0 | 38.633.743 | | 20 | 6 | 6.200.791 |
| | 1998 | 0,3868 | 0 | 59.341.917 | | 21 | 6 | 10.979.672 |
| | 1999 | 0,3304 | 0 | 107.738.875 | | 22 | 6 | 18.384.287 |
| Bilkont Dış Ticaret ve Tekstil San. A.Ş. | 1994 | 1,2166 | 0 | 7.825.276 | | 9 | 2 | 282.947 |
| | 1995 | 0,8507 | 0 | 15.518.413 | | 10 | 2 | 1.774.826 |
| | 1996 | 0,8623 | 0 | 31.287.573 | | 11 | 2 | 3.804.470 |
| | 1997 | 1,3657 | 0 | 53.248.164 | | 12 | 2 | 4.132.213 |
| | 1998 | 1,4676 | 0 | 82.139.090 | | 13 | 2 | 8.217.688 |
| | 1999 | 1,5662 | 0 | 127.451.054 | | 14 | 2 | 6.608.002 |
| Birko Birleşik Koyunlular Mensucat A.Ş. | 1994 | 0,7798 | 0 | 2.250.846 | | 22 | 2 | 314.136 |
| | 1995 | 0,5388 | 0 | 3.874.359 | | 23 | 2 | 1.166.700 |
| | 1996 | 0,4371 | 0 | 6.300.353 | | 24 | 2 | 1.794.965 |
| | 1997 | 0,4902 | 0 | 10.778.829 | | 25 | 2 | 3.289.087 |
| | 1998 | 0,2510 | 0 | 14.101.119 | | 26 | 2 | 7.422.782 |
| | 1999 | 0,2193 | 0 | 18.392.341 | | 27 | 2 | 8.455.067 |
| Cam Elyaf San. A.Ş. | 1994 | 0,6387 | 0 | 840.203 | | 23 | 5 | 426.699 |
| | 1995 | 0,6719 | 0 | 1.941.812 | | 24 | 5 | 1.241.183 |
| | 1996 | 0,2277 | 0 | 3.048.748 | | 25 | 5 | 2.517.276 |
| | 1997 | 0,2641 | 0 | 6.740.284 | | 26 | 5 | 4.077.953 |
| | 1998 | 0,3081 | 0 | 11.873.558 | | 27 | 5 | 6.612.550 |
| | 1999 | 0,3180 | 0 | 17.953.710 | | 28 | 5 | 8.507.777 |
| Chrysler Kamyon İmalat ve Tic. A.Ş. | 1994 | 2,8414 | 0 | 1.599.600 | | 32 | 7 | 108.899 |
| | 1995 | 1,6880 | 0 | 5.070.630 | | 33 | 7 | 549.829 |
| | 1996 | 1,8711 | 0 | 14.158.723 | | 34 | 7 | 1.550.042 |
| | 1997 | 2,1791 | 0 | 39.176.158 | | 35 | 7 | 3.699.779 |

| | | | | | | | |
|--|------|---------|---|-------------|----|---|------------|
| | 1998 | 0,6078 | 0 | 43.955.170 | 36 | 7 | 4.392.678 |
| | 1999 | 0,3308 | 0 | 39.376.244 | 37 | 7 | 5.108.444 |
| Cidersan Cidar Yağ ve Yem San. A.Ş. | 1994 | 0,1859 | 0 | 928.913 | 20 | 1 | 32.140 |
| | 1995 | 1,6809 | 0 | 2.231.804 | 21 | 1 | 112.390 |
| | 1996 | 1,4961 | 0 | 3.426.070 | 22 | 1 | 201.063 |
| | 1997 | 1,3978 | 0 | 6.958.045 | 23 | 1 | 498.452 |
| | 1998 | 1,0849 | 0 | 9.658.654 | 24 | 1 | 810.428 |
| | 1999 | 0,2057 | 0 | 18.234.349 | 25 | 1 | 1.480.522 |
| Çamsan Ağaç San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,3963 | 0 | 672.988 | 16 | 5 | 219.152 |
| | 1995 | -0,0919 | 0 | 1.668.122 | 17 | 5 | 671.852 |
| | 1996 | 0,1979 | 0 | 3.739.855 | 18 | 5 | 1.158.354 |
| | 1997 | 0,2542 | 0 | 7.326.637 | 19 | 5 | 2.162.969 |
| | 1998 | 0,5362 | 0 | 15.188.827 | 20 | 5 | 7.783.176 |
| | 1999 | 0,3707 | 0 | 21.647.035 | 21 | 5 | 8.764.602 |
| Çayırova Cam San. A.Ş. | 1994 | 0,6285 | 0 | 870.284 | 22 | 5 | 346.528 |
| | 1995 | 0,8564 | 0 | 2.024.729 | 23 | 5 | 743.226 |
| | 1996 | 0,2843 | 0 | 3.370.866 | 24 | 5 | 1.266.815 |
| | 1997 | 0,4054 | 0 | 5.786.131 | 25 | 5 | 2.292.128 |
| | 1998 | 0,1900 | 0 | 8.521.392 | 26 | 5 | 8.463.783 |
| | 1999 | 0,2344 | 0 | 15.149.908 | 27 | 5 | 9.983.823 |
| Çebitaş Demir Çelik Endüstrisi A.Ş. | 1994 | 0,6480 | 0 | 2.416.778 | 13 | 6 | 553.095 |
| | 1995 | 0,0237 | 0 | 2.570.675 | 14 | 6 | 1.282.053 |
| | 1996 | 0,1831 | 0 | 9.408.908 | 15 | 6 | 3.147.225 |
| | 1997 | 0,3933 | 0 | 18.755.039 | 16 | 6 | 4.767.154 |
| | 1998 | 0,2305 | 0 | 27.970.181 | 17 | 6 | 8.427.529 |
| | 1999 | 0,1889 | 0 | 34.489.647 | 18 | 6 | 10.366.208 |
| Çolakoğlu Metalurji A.Ş. | 1994 | 1,0856 | 0 | 10.778.638 | 26 | 6 | 1.526.325 |
| | 1995 | 0,3942 | 0 | 17.073.161 | 27 | 6 | 3.818.890 |
| | 1996 | 0,4070 | 0 | 31.115.910 | 28 | 6 | 5.423.637 |
| | 1997 | 0,5581 | 0 | 68.198.421 | 29 | 6 | 12.295.731 |
| | 1998 | 0,5135 | 0 | 105.428.884 | 30 | 6 | 28.641.489 |
| | 1999 | 0,4761 | 0 | 150.858.877 | 31 | 6 | 35.889.319 |
| Çukurova Sanayi İşletmeleri T.A.Ş. | 1994 | 0,6854 | 0 | 2.767.103 | 52 | 2 | 871.918 |
| | 1995 | 0,5504 | 0 | 5.748.839 | 53 | 2 | 1.234.699 |
| | 1996 | 0,2348 | 0 | 9.042.086 | 54 | 2 | 4.455.819 |
| | 1997 | 0,5093 | 0 | 27.778.379 | 55 | 2 | 7.077.467 |
| | 1998 | 0,1284 | 0 | 22.559.422 | 56 | 2 | 15.477.189 |
| | 1999 | 0,1830 | 0 | 20.964.835 | 57 | 2 | 27.068.816 |
| Denizli Basma ve Boya San. A.Ş. | 1994 | 1,0098 | 0 | 1.287.834 | 22 | 2 | 213.694 |
| | 1995 | 1,2040 | 0 | 3.149.000 | 23 | 2 | 607.531 |
| | 1996 | 1,3045 | 0 | 5.370.588 | 24 | 2 | 892.433 |
| | 1997 | 0,4957 | 0 | 7.966.025 | 25 | 2 | 2.037.869 |
| | 1998 | 0,1566 | 0 | 14.976.303 | 26 | 2 | 2.427.708 |
| | 1999 | 0,3122 | 0 | 24.007.942 | 27 | 2 | 4.699.091 |
| Edirne Yağ Sanayi ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,8692 | 0 | 887.843 | 22 | 1 | 113.674 |
| | 1995 | 0,3691 | 0 | 1.816.942 | 23 | 1 | 210.136 |
| | 1996 | 0,8705 | 0 | 2.988.117 | 24 | 1 | 339.589 |
| | 1997 | 0,8886 | 0 | 7.567.118 | 25 | 1 | 752.284 |
| | 1998 | 0,8494 | 0 | 12.468.238 | 26 | 1 | 1.541.375 |
| | 1999 | 0,4922 | 0 | 14.710.112 | 27 | 1 | 1.937.659 |
| Egemetal Demir Çelik San.ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,3439 | 0 | 1.831.194 | 9 | 6 | 112.582 |
| | 1995 | 0,8156 | 0 | 5.058.761 | 10 | 6 | 313.300 |
| | 1996 | 1,0576 | 0 | 11.026.604 | 11 | 6 | 1.111.132 |
| | 1997 | 0,3131 | 0 | 21.021.184 | 12 | 6 | 3.618.486 |

| | | | | | | | |
|---|------|---------|---|------------|----|---|------------|
| | 1998 | 0,0160 | 0 | 25.760.611 | 13 | 6 | 6.685.523 |
| | 1999 | -0,0106 | 0 | 31.468.483 | 14 | 6 | 4.628.755 |
| EKS Eczacıbaşı Karo Seramik San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,3160 | 0 | 1.059.275 | 4 | 5 | 601.834 |
| | 1995 | 0,1370 | 0 | 2.136.971 | 5 | 5 | 1.740.427 |
| | 1996 | 0,1755 | 0 | 4.151.315 | 6 | 5 | 2.662.601 |
| | 1997 | 0,2374 | 0 | 9.023.931 | 7 | 5 | 4.779.360 |
| | 1998 | 0,1988 | 0 | 15.589.990 | 8 | 5 | 7.726.866 |
| | 1999 | 0,2525 | 0 | 28.070.686 | 9 | 5 | 12.539.999 |
| Erbakır Elektrolitik Bakır Mamulleri A.Ş. | 1994 | 0,9184 | 0 | 1.454.534 | 13 | 7 | 236.014 |
| | 1995 | 0,7476 | 0 | 3.832.615 | 14 | 7 | 811.874 |
| | 1996 | -5,8758 | 0 | 3.649.363 | 15 | 7 | 639.701 |
| | 1997 | 0,4301 | 0 | 15.379.408 | 16 | 7 | 2.707.091 |
| | 1998 | 0,3293 | 0 | 21.559.341 | 17 | 7 | 4.254.345 |
| | 1999 | 0,1776 | 0 | 37.255.743 | 18 | 7 | 5.879.348 |
| Eti Gıda San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,7932 | 0 | 1.348.235 | 22 | 1 | 174.191 |
| | 1995 | 0,5940 | 0 | 2.875.726 | 23 | 1 | 734.139 |
| | 1996 | 0,4901 | 0 | 5.223.492 | 24 | 1 | 1.537.132 |
| | 1997 | 0,4287 | 0 | 9.101.891 | 25 | 1 | 3.183.292 |
| | 1998 | 0,3306 | 0 | 16.381.829 | 26 | 1 | 5.669.028 |
| | 1999 | 0,2123 | 0 | 24.404.233 | 27 | 1 | 6.611.231 |
| Fako İlaçları A.Ş. | 1994 | 1,2210 | 0 | 1.694.080 | 28 | 4 | 419.863 |
| | 1995 | 0,9166 | 0 | 5.872.956 | 29 | 4 | 756.512 |
| | 1996 | 0,9360 | 0 | 8.536.489 | 30 | 4 | 662.987 |
| | 1997 | 0,7867 | 0 | 17.743.374 | 31 | 4 | 1.523.500 |
| | 1998 | 2,2536 | 0 | 28.798.946 | 32 | 4 | 1.673.651 |
| | 1999 | 3,4012 | 0 | 41.340.298 | 33 | 4 | 757.276 |
| Gaz Aletleri A.Ş. | 1994 | 0,4062 | 0 | 1.262.089 | 32 | 7 | 353.940 |
| | 1995 | 0,2961 | 0 | 2.365.451 | 33 | 7 | 843.253 |
| | 1996 | 0,6653 | 0 | 4.514.677 | 34 | 7 | 1.552.325 |
| | 1997 | 0,4669 | 0 | 6.888.893 | 35 | 7 | 2.216.971 |
| | 1998 | 0,1019 | 0 | 10.267.132 | 36 | 7 | 2.665.498 |
| | 1999 | 0,3356 | 0 | 16.198.609 | 37 | 7 | 3.822.586 |
| Hayat Kimya ve Mensucat San. A.Ş. | 1994 | 2,2635 | 0 | 1.359.974 | 7 | 4 | 57.974 |
| | 1995 | 3,2520 | 0 | 3.006.230 | 8 | 4 | 136.308 |
| | 1996 | 1,9382 | 0 | 5.188.443 | 9 | 4 | 284.754 |
| | 1997 | -0,7997 | 0 | 14.443.196 | 10 | 4 | -469.695 |
| | 1998 | 0,6826 | 0 | 23.895.299 | 11 | 4 | 990.354 |
| | 1999 | 0,3388 | 0 | 42.342.802 | 12 | 4 | 1.428.714 |
| Hema Dişli San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,4986 | 0 | 656.690 | 20 | 7 | 312.703 |
| | 1995 | 0,6882 | 0 | 2.305.326 | 21 | 7 | 624.365 |
| | 1996 | 0,0365 | 0 | 4.641.053 | 22 | 7 | 1.166.031 |
| | 1997 | 0,8222 | 0 | 13.524.343 | 23 | 7 | -3.214.577 |
| | 1998 | 0,6411 | 0 | 21.248.340 | 24 | 7 | -8.996.296 |
| | 1999 | 0,4105 | 0 | 14.229.052 | 25 | 7 | -4.908.559 |
| Hema Endüstri A. Ş. | 1994 | 0,1268 | 0 | 686.915 | 21 | 7 | 1.050.287 |
| | 1995 | 0,0806 | 0 | 1.985.127 | 22 | 7 | 1.926.595 |
| | 1996 | 0,1754 | 0 | 4.276.477 | 23 | 7 | 3.384.953 |
| | 1997 | 0,3140 | 0 | 8.777.042 | 24 | 7 | 6.067.472 |
| | 1998 | 0,2167 | 0 | 14.679.450 | 25 | 7 | 11.506.255 |
| | 1999 | 0,2036 | 0 | 19.303.384 | 26 | 7 | 16.485.965 |
| İlsan İlaç ve Hammaddeleri San. A.Ş. | 1994 | 0,4843 | 0 | 1.145.601 | 30 | 4 | 15.022 |
| | 1995 | 1,2853 | 0 | 2.152.920 | 31 | 4 | 66.935 |
| | 1996 | 1,5204 | 0 | 4.301.445 | 32 | 4 | 234.254 |
| | 1997 | 1,6214 | 0 | 8.977.139 | 33 | 4 | 683.669 |

| | | | | | | | |
|--|------|--------|---|------------|----|---|------------|
| | 1998 | 1,2063 | 0 | 15.057.547 | 34 | 4 | 1.347.941 |
| | 1999 | 0,5775 | 0 | 25.059.799 | 35 | 4 | 2.755.670 |
| Kalebodur Seramik San. A.Ş. | 1994 | 0,7318 | 0 | 2.804.557 | 20 | 5 | 644.668 |
| | 1995 | 0,2325 | 0 | 4.745.437 | 21 | 5 | 3.268.161 |
| | 1996 | 0,2706 | 0 | 7.933.353 | 22 | 5 | 4.826.291 |
| | 1997 | 0,3945 | 0 | 16.055.399 | 23 | 5 | 8.307.999 |
| | 1998 | 0,2864 | 0 | 27.445.976 | 24 | 5 | 16.708.279 |
| | 1999 | 0,1674 | 0 | 41.396.894 | 25 | 5 | 23.986.411 |
| Karsan Otomotiv San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,1462 | 0 | 991.659 | 28 | 7 | 208.709 |
| | 1995 | 0,5107 | 0 | 2.251.140 | 29 | 7 | 427.562 |
| | 1996 | 0,7320 | 0 | 5.063.439 | 30 | 7 | 969.148 |
| | 1997 | 0,9077 | 0 | 12.942.670 | 31 | 7 | 2.273.310 |
| | 1998 | 0,6201 | 0 | 27.262.240 | 32 | 7 | 5.091.028 |
| | 1999 | 0,4796 | 0 | 50.845.905 | 33 | 7 | 5.440.038 |
| Kipaş K.Maraş İptik Pamuk Tic. ve San. A.Ş. | 1994 | 0,3288 | 0 | 934.257 | 10 | 2 | 551.616 |
| | 1995 | 0,2194 | 0 | 1.770.811 | 11 | 2 | 1.700.416 |
| | 1996 | 0,1285 | 0 | 3.101.871 | 12 | 2 | 4.330.424 |
| | 1997 | 0,1152 | 0 | 6.762.048 | 13 | 2 | 7.626.013 |
| | 1998 | 0,1500 | 0 | 13.495.984 | 14 | 2 | 13.511.625 |
| | 1999 | 0,0698 | 0 | 23.100.727 | 15 | 2 | 17.572.801 |
| Modavizyon Tekstil San. Ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,7940 | 0 | 785.913 | 3 | 2 | 27.007 |
| | 1995 | 0,4076 | 0 | 1.786.388 | 4 | 2 | 166.864 |
| | 1996 | 0,3275 | 0 | 3.174.037 | 5 | 2 | 373.974 |
| | 1997 | 0,6317 | 0 | 7.035.648 | 6 | 2 | 557.946 |
| | 1998 | 0,2624 | 0 | 12.699.090 | 7 | 2 | 469.806 |
| | 1999 | 0,2745 | 0 | 17.481.999 | 8 | 2 | 310.881 |
| Nuh Çimento San. A.Ş. | 1994 | 0,6192 | 0 | 3.158.373 | 28 | 5 | 810.721 |
| | 1995 | 0,4247 | 0 | 5.877.095 | 29 | 5 | 2.254.989 |
| | 1996 | 0,4889 | 0 | 9.567.129 | 30 | 5 | 6.323.517 |
| | 1997 | 0,5744 | 0 | 20.405.278 | 31 | 5 | 12.187.793 |
| | 1998 | 0,4191 | 0 | 29.736.392 | 32 | 5 | 25.898.323 |
| | 1999 | 0,4890 | 0 | 37.386.563 | 33 | 5 | 22.006.723 |
| Oltan Gıda Maddeleri İhr. İth. ve Tic. Ltd. Şti. | 1994 | 4,8093 | 0 | 940.720 | 10 | 1 | 7.103 |
| | 1995 | 4,1927 | 0 | 1.630.239 | 11 | 1 | 40.672 |
| | 1996 | 0,5999 | 0 | 2.969.345 | 12 | 1 | 99.294 |
| | 1997 | 0,2873 | 0 | 9.672.615 | 13 | 1 | 250.886 |
| | 1998 | 0,7498 | 0 | 17.893.695 | 14 | 1 | 559.524 |
| | 1999 | 0,1601 | 0 | 28.779.553 | 15 | 1 | 802.449 |
| Orta Anadolu Tic. ve San. İşl. T.A.Ş. | 1994 | 0,9278 | 0 | 3.190.170 | 41 | 2 | 496.793 |
| | 1995 | 0,6772 | 0 | 5.887.523 | 42 | 2 | 2.503.243 |
| | 1996 | 0,7262 | 0 | 11.948.545 | 43 | 2 | 5.542.425 |
| | 1997 | 0,5190 | 0 | 19.235.480 | 44 | 2 | 8.068.661 |
| | 1998 | 0,4224 | 0 | 25.584.150 | 45 | 2 | 11.355.793 |
| | 1999 | 0,2996 | 0 | 35.507.077 | 46 | 2 | 14.419.062 |
| Ova Un Fabrikası A.Ş. | 1994 | 0,9085 | 0 | 557.395 | 41 | 1 | 34.812 |
| | 1995 | 1,2153 | 0 | 1.425.231 | 42 | 1 | 103.378 |
| | 1996 | 0,7049 | 0 | 3.109.258 | 43 | 1 | 224.621 |
| | 1997 | 0,7409 | 0 | 5.500.783 | 44 | 1 | 452.249 |
| | 1998 | 0,5039 | 0 | 8.530.113 | 45 | 1 | 817.620 |
| | 1999 | 0,6471 | 0 | 12.565.105 | 46 | 1 | 596.944 |
| Özbucak San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,8712 | 0 | 741.768 | 41 | 2 | 32.153 |
| | 1995 | 0,8579 | 0 | 1.534.272 | 42 | 2 | 384.483 |
| | 1996 | 0,3420 | 0 | 2.626.034 | 43 | 2 | 971.535 |
| | 1997 | 0,5830 | 0 | 5.595.400 | 44 | 2 | 1.816.293 |

| | | | | | | | |
|---|------|---------|---|------------|----|---|------------|
| | 1998 | 0,6045 | 0 | 9.711.789 | 45 | 2 | 3.600.359 |
| | 1999 | 0,6133 | 0 | 14.159.150 | 46 | 2 | 4.349.448 |
| Özlem Tarım Ürünleri A.Ş. | 1994 | 4,1891 | 0 | 777.175 | 17 | 1 | 12.013 |
| | 1995 | 11,4262 | 0 | 1.407.854 | 18 | 1 | 14.332 |
| | 1996 | 12,5428 | 0 | 4.135.190 | 19 | 1 | 45.176 |
| | 1997 | 8,7723 | 0 | 8.011.358 | 20 | 1 | 126.919 |
| | 1998 | 5,8713 | 0 | 13.128.420 | 21 | 1 | 237.786 |
| | 1999 | 3,5723 | 0 | 25.564.801 | 22 | 1 | 122.052 |
| Pagmat Pamuk Gıda Maddeleri Tic. ve San. A.Ş. | 1994 | 1,7498 | 0 | 1.012.386 | 15 | 2 | 32.211 |
| | 1995 | 1,5472 | 0 | 1.517.082 | 16 | 2 | 214.510 |
| | 1996 | 0,4661 | 0 | 2.529.802 | 17 | 2 | 856.948 |
| | 1997 | 0,3503 | 0 | 5.322.484 | 18 | 2 | 1.221.569 |
| | 1998 | 0,3361 | 0 | 10.571.517 | 19 | 2 | 3.562.973 |
| | 1999 | 0,2993 | 0 | 15.144.831 | 20 | 2 | 6.166.711 |
| Samur Halıları San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,2754 | 0 | 611.909 | 21 | 2 | 336.790 |
| | 1995 | 0,1766 | 0 | 1.315.305 | 22 | 2 | 805.182 |
| | 1996 | 0,0820 | 0 | 2.440.242 | 23 | 2 | 1.368.785 |
| | 1997 | 0,0845 | 0 | 5.208.327 | 24 | 2 | 2.114.324 |
| | 1998 | 0,3481 | 0 | 8.749.554 | 25 | 2 | 4.633.571 |
| | 1999 | 0,2378 | 0 | 14.589.326 | 26 | 2 | 7.111.192 |
| Set Beton San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,0763 | 0 | 1.323.236 | 17 | 5 | 222.653 |
| | 1995 | 0,0209 | 0 | 2.990.297 | 18 | 5 | 509.003 |
| | 1996 | 0,0936 | 0 | 5.106.187 | 19 | 5 | 988.837 |
| | 1997 | 0,0554 | 0 | 13.182.989 | 20 | 5 | 2.237.205 |
| | 1998 | -0,0483 | 0 | 25.032.252 | 21 | 5 | 1.563.596 |
| | 1999 | -0,0863 | 0 | 32.268.769 | 22 | 5 | 1.394.278 |
| Sevil Boru Profil San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,5804 | 0 | 1.344.921 | 13 | 6 | 122.518 |
| | 1995 | 0,4440 | 0 | 3.154.031 | 14 | 6 | 218.425 |
| | 1996 | 0,6417 | 0 | 3.829.371 | 15 | 6 | 410.921 |
| | 1997 | 0,6869 | 0 | 7.799.795 | 16 | 6 | 990.342 |
| | 1998 | 0,4353 | 0 | 11.299.441 | 17 | 6 | 1.975.884 |
| | 1999 | 0,5783 | 0 | 21.637.385 | 18 | 6 | 2.908.524 |
| Soda San. A.Ş. | 1994 | 0,5654 | 0 | 2.977.378 | 25 | 4 | 1.575.244 |
| | 1995 | 0,5979 | 0 | 6.369.634 | 26 | 4 | 3.776.909 |
| | 1996 | 1,4715 | 0 | 11.854.317 | 27 | 4 | 7.440.304 |
| | 1997 | 0,6140 | 0 | 21.349.698 | 28 | 4 | 11.814.313 |
| | 1998 | 0,3727 | 0 | 37.008.733 | 29 | 4 | 22.664.073 |
| | 1999 | 0,4743 | 0 | 62.140.298 | 30 | 4 | 25.929.598 |
| Süntaş Sünger ve Yatak San. Tic. A.Ş. | 1994 | 0,5642 | 0 | 719.491 | 18 | 3 | 130.197 |
| | 1995 | 0,6642 | 0 | 1.991.136 | 19 | 3 | 485.524 |
| | 1996 | 0,4939 | 0 | 3.978.343 | 20 | 3 | 978.317 |
| | 1997 | 0,4402 | 0 | 7.457.188 | 21 | 3 | 2.063.434 |
| | 1998 | 0,3645 | 0 | 11.934.083 | 22 | 3 | 3.249.084 |
| | 1999 | 0,2573 | 0 | 20.742.275 | 23 | 3 | 3.952.654 |
| Şahinler Mensucat San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,3159 | 0 | 2.179.193 | 8 | 2 | 321.718 |
| | 1995 | 0,2727 | 0 | 3.425.121 | 9 | 2 | 936.163 |
| | 1996 | 0,3203 | 0 | 6.831.120 | 10 | 2 | 1.434.010 |
| | 1997 | 0,7993 | 0 | 11.986.818 | 11 | 2 | 1.628.047 |
| | 1998 | 1,4732 | 0 | 23.028.617 | 12 | 2 | 1.663.064 |
| | 1999 | 1,1954 | 0 | 33.827.920 | 13 | 2 | 1.053.581 |
| Temsa Termo Mekanik San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,4449 | 0 | 3.367.042 | 26 | 7 | 479.881 |
| | 1995 | 1,1127 | 0 | 8.586.133 | 27 | 7 | 1.578.830 |
| | 1996 | 1,5414 | 0 | 30.028.595 | 28 | 7 | 5.534.625 |
| | 1997 | 1,7909 | 0 | 81.922.216 | 29 | 7 | 10.398.167 |

| | | | | | | | |
|---|------|--------|---|-------------|----|---|------------|
| | 1998 | 1,6103 | 0 | 144.299.843 | 30 | 7 | 11.838.537 |
| | 1999 | 1,4248 | 0 | 116.916.110 | 31 | 7 | 6.507.338 |
| Türk Elektrik Endüstrisi A.Ş. | 1994 | 0,3563 | 0 | 3.195.853 | 29 | 7 | 852.321 |
| | 1995 | 0,3118 | 0 | 7.613.156 | 30 | 7 | 2.383.592 |
| | 1996 | 0,1932 | 0 | 13.010.349 | 31 | 7 | 3.705.401 |
| | 1997 | 0,2929 | 0 | 27.002.735 | 32 | 7 | 5.838.610 |
| | 1998 | 0,2066 | 0 | 40.053.045 | 33 | 7 | 9.814.897 |
| | 1999 | 0,1384 | 0 | 53.953.424 | 34 | 7 | 12.819.347 |
| Menderes Tekstil San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,8867 | 0 | 1.098.852 | 10 | 2 | 231.184 |
| | 1995 | 0,5447 | 0 | 1.848.598 | 11 | 2 | 348.425 |
| | 1996 | 0,0356 | 0 | 5.440.712 | 12 | 2 | 596.811 |
| | 1997 | 0,6626 | 0 | 13.088.179 | 13 | 2 | 1.613.608 |
| | 1998 | 0,3197 | 0 | 20.727.850 | 14 | 2 | 5.602.807 |
| | 1999 | 0,3376 | 0 | 32.920.459 | 15 | 2 | 9.717.779 |
| ORMA-Orman Mahsulleri İntegre San. ve Tic. A.Ş. | 1994 | 0,2052 | 0 | 751.976 | 24 | 3 | 97.900 |
| | 1995 | 0,4422 | 0 | 1.699.703 | 25 | 3 | 217.198 |
| | 1996 | 0,4824 | 0 | 2.287.868 | 26 | 3 | 595.269 |
| | 1997 | 0,2965 | 0 | 4.381.776 | 27 | 3 | 827.589 |
| | 1998 | 0,5593 | 0 | 8.573.037 | 28 | 3 | 2.590.421 |
| | 1999 | 0,5083 | 0 | 13.423.850 | 29 | 3 | 2.053.146 |
| Saray Halı A.Ş. | 1994 | 0,3400 | 0 | 968.095 | 22 | 2 | 338.978 |
| | 1995 | 0,2098 | 0 | 2.255.565 | 23 | 2 | 766.714 |
| | 1996 | 0,4706 | 0 | 4.998.058 | 24 | 2 | 1.700.157 |
| | 1997 | 1,2141 | 0 | 10.266.121 | 25 | 2 | 4.289.189 |
| | 1998 | 0,5736 | 0 | 15.099.900 | 26 | 2 | 6.822.715 |
| | 1999 | 0,4329 | 0 | 20.952.943 | 27 | 2 | 6.372.750 |

EK.9: Halka Açık ve Halka Kapalı Özel Kesim Sahipliğindeki Türk Sanayi Firmalarının Temel Özelliklerine İlişkin İstatistikî Ortalamalar (milyon TL.).

I-Halka Açık Firmalar

| Yıl | Temel Özellik Konusu | | |
|------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Özkaynak Defter Değeri | Maddi Duran Varlıklar | Yaş (Faaliyet Süresi) |
| 1994 | 796.693 | 652.519 | 26 |
| 1995 | 1.736.871 | 1.322.950 | 27 |
| 1996 | 3.003.150 | 2.530.376 | 28 |
| 1997 | 5.458.922 | 4.710.168 | 29 |
| 1998 | 10.270.614 | 8.658.485 | 30 |
| 1999 | 17.265.779 | 14.218.810 | 31 |

II-Halka Kapalı Firmalar

| Yıl | Temel Özellik Konusu | | |
|------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Özkaynak Defter Değeri | Maddi Duran Varlıklar | Yaş (Faaliyet Süresi) |
| 1994 | 377.823 | 430.685 | 21 |
| 1995 | 1.025.047 | 761.743 | 22 |
| 1996 | 2.047.046 | 1.526.140 | 23 |
| 1997 | 3.566.645 | 3.225.147 | 24 |
| 1998 | 6.473.506 | 6.915.775 | 25 |
| 1999 | 8.132.453 | 11.855.301 | 26 |

ÖZGEÇMİŞ

ADI ve SOYADI :Tuncay Turan TURABOĞLU

DOĞUM YERİ ve YILI :Kalkandere/Rize 15-01-1969

ADRES BİLGİLERİ

EV :Adnan Menderes Bulv. Eğriçam Mah. 138/8 33160
Yenişehir / MERSİN
Tel.: 0-324-3265152
e-posta: bronzemooon@superonline.com

İŞ :Mersin Üniversitesi İ.İ.B.F. Çiftlikköy/MERSİN
Tel.: 0-324-3610001

EĞİTİM DURUMU

| | | |
|---------------|---|------|
| Doktora | :Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü | 2002 |
| Yüksek lisans | :İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü | 1994 |
| Lisans | :İ.Ü. İşletme Fakültesi | 1990 |
| Lise | :Mersin Özel İçel Lisesi | 1986 |

İŞ TECRÜBESİ

Arş. Gör.,
ME.Ü. İ.İ.B.F. İşletme Bl., Mersin 1996-2002

Crew Member,
McDonald's Rests. Ltd., Londra 1991-1992

Memur,
Migros Türk A.Ş., İstanbul 1990-1991

YABANCI DİL :İngilizce

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**