

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

İŞLETMELERDE TEMSİL MALİYETLERİNİN TEST EDİLMESİ: TÜRK İMALAT SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Caner SÖYLEMEZ

Ankara-2007

İÇİNDEKİLER

TEZ İÇ KAPAK.....	iv
TEZ JÜRİ ONAY FORMU.....	v
EKLER LİSTESİ	vi
1-GİRİŞ.....	1
2-TEMSİL TEORİSİNİN (AGENCY THEORY) GENEL ÇERÇEVESİ	4
2.1- TEMSİL İLİŞKİSİ (AGENCY RELATIONSHIP)	4
2.1.1- Temsil İlişkisinin Tanımı	4
2.1.2- Temsil İlişkisinin Çeşitleri	5
2.1.2.1- Finansman Politikası Açısından Temsil İlişkisi	5
2.1.2.2- Temettü Politikası Açısından Temsil İlişkisi.....	5
2.1.2.3- Yatırım Politikası Açısından Temsil İlişkisi	6
2.1.2.4- Sermaye Piyasası İşlemleri Bakımından Temsil İlişkisi	6
2.2- TEMSİL TEORİSİ	7
2.3- FİRMA İÇİ ÇIKAR GRUPLARI	10
2.3.1- YÖNETİCİLER	12
2.3.2- HİSSEDARLAR	13
2.3.3- BORÇ VERENLER.....	15
2.4- TEMSİL PROBLEMİ	17
2.4.1- YÖNETİCİLERDEN KAYNAKLANAN TEMSİL PROBLEMLERİ	20
2.4.1.1- Aldatma-Kaytarma (Shirking).....	21
2.4.1.2- Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması (Underinvestment Problem)	21
2.4.1.3- Varlık İkamesine Gidilmesi (Asset Substitution Problem)	23
2.4.1.4- Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması.....	23
2.4.1.5- Firma El Değiştirmelerinde Yetki Verenlerin Aleyhine Hareket Edilmesi	24
2.4.2- HİSSEDARLARDAN KAYNAKLANAN TEMSİL PROBLEMLERİ	26
2.4.2.1-Firmanın Zararına Olacak Biçimde Temettü Ödenmesi.....	27
2.4.2.2- Hakların Sulandırılması (Dilution of Rights)	27
2.4.2.3- Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması	27
2.4.2.4- Varlık İkamesine Gidilmesi.....	28
2.4.3- BORÇ VERENLERDEN KAYNAKLANAN TEMSİL PROBLEMLERİ.....	29
2.4.3.1- Hakların Sulandırılması.....	29
2.4.3.2- Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması	29
2.4.3.3- Firmanın Tasfiye Edilmesi (Liquidation).....	29
3-TEMSİL MALİYETLERİ (AGENCY COSTS)	31
3.1-TEMSİL MALİYETLERİNİN KAPSAMI.....	31
3.1.1- İZLEME MALİYETLERİ (MONİTORİNG COSTS).....	31
3.1.2- TAZMİN EDİCİ-GARANTİ SAĞLAĞICI ANLAŞMA MALİYETLERİ (BONDİNG COSTS)	33
3.1.3- ÖNLENEMEYEN KAYIPLAR (RESİDUAL LOSS)	35
3.2- FİRMA ÇIKAR GRUPLARI VE TEMSİL MALİYETİ İLİŞKİSİ.....	36
3.2.1- SERAYENİN TEMSİL MALİYETİ (AGENCY COST OF EQUİTY)	36
3.2.2- BORCUN TEMSİL MALİYETİ (AGENCY COST OF DEBT).....	37

4- FİNANSAL POLİTİKALAR, SERMAYE YAPISI VE TEMSİL MALİYETLERİ İLİŞKİSİ.....	39
4.1- SAHİPLİK YAPISI (OWNERSHIP STRUCTURE) VE TEMSİL MALİYETLERİ.....	39
4.2- BORÇLANMA POLİTİKASI VE TEMSİL MALİYETLERİ	40
4.3- TEMETTÜ POLİTİKASI VE TEMSİL MALİYETLERİ	41
4.4- LİTERATÜR TARAMASI.....	42
5- DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI, METODOLOJİ VE AMPİRİK BULGULAR	63
5.1- BAĞIMLI (İÇSEL) DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI.....	63
5.2- BAĞIMSIZ (DIŞSAL) DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI.....	65
5.2.1 - KONTROL DEĞİŞKENLERİ.....	65
5.2.2 – SAHİPLİK YAPISI DEĞİŞKENLERİ	67
5.2.3 – TEMETTÜ DEĞİŞKENLERİ.....	68
5.2.4 – BORÇLANMA DEĞİŞKENLERİ.....	69
5.2.5 – YATIRIMCI PROFİLİ.....	71
5.2.6 – RİSKLİLİK DEĞİŞKENLERİ.....	72
5.3 -VERİ SETİ VE ÖRNEKLEM.....	73
5.4- METODOLOJİ.....	74
5.5-AMPİRİK BULGULAR.....	74
6- SONUÇ	81
KAYNAKÇA	84

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

İŞLETMELERDE TEMSİL MALİYETLERİNİN TEST EDİLMESİ: TÜRK İMALAT SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Caner SÖYLEMEZ

Tez Danışmanı
Doç.Dr. A. Argun KARACABEY

Ankara-2007

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

İŞLETMELERDE TEMSİL MALİYETLERİNİN TEST EDİLMESİ: TÜRK İMALAT SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı : Doç. Dr. A. Argun KARACABEY

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Prof. Dr. Erdiñ TELATAR

Doç. Dr. A. Argun KARACABEY

Yrd. Doç. Dr. H. Ebru ERDOST

Tez Sınavı Tarihi: 28.06.2007

EKLER LİSTESİ

EK – 1.....	Değişkenlerin grafikleri.
EK – 2.....	Model 1'in regresyon sonuçları.
EK – 3.....	Model 2'nin regresyon sonuçları.

1-GİRİŞ

Firma içi çıkar gruplarının aralarındaki çıkar çatışmalarının sonucu olarak literatürde geniş yer bulan temsil teorisi çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Teorinin temelinde firma sahipliği ile yönetiminin farklı ellerde toplanması yatmaktadır. Yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin öncelikle kendi faydalarını maksimize etmeye çalışacakları düşünüldüğünde, yöneticilerin yeterince iyi birer vekil olamayacağı ortaya çıkar. Aynı biçimde farklı beklentiler içindeki hisse senedi sahipleri ile borç verenlerin de amaç birliği içinde olmayacakları açıktır. Firma içi çıkar grupları olarak adlandırılan yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler arasındaki hak dağılımında kendi önceliklerini gözetme eğilimi çıkar çatışmalarının sonucu olarak firmaya çeşitli maliyetler yüklemektedir. Temsil teorisi çerçevesinde ele alındığında bu maliyetler temsil maliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu çıkar çatışmalarını hafifletmek için katlanılan maliyetler olarak tanımlanan temsil maliyetleri; İzleme maliyetleri, garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri ve önlenemeyen kayıplardan oluşmaktadır.

Firmalarda yukarıda değindiğimiz söz konusu maliyetler farklı nedenlerden kaynaklanmaktadır. Bu nedenler bazıları; Karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması, varlık ikamesine gidilmesi, karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması, hakların sulandırılması, finansman tercihlerinin seçiminde yanlış tercihlerde bulunulması ve firmanın zararına olacak şekilde temettü ödenmesi olarak sıralanabilir. Bahsi geçen bu faktörler, gerek yöneticiler, gerek hissedarlar gerekse borç verenlerden kaynaklanmaktadır.

Temsil teorisi ,özellikle son çeyrek yüzyılda, Finans literatüründe geniş yer tutmaktadır. Jensen ve Meckling (1976)' in çalışmalarından sonra birçok araştırmacı

tarafından gerek teorik gerekse amprik olmak üzere konuyla ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Kurumsal yönetimin işletmeler tarafından öneminin anlaşılması ile birlikte birçok işletmede kurumsal yönetim ve yatırımcı ilişkileri departmanları kurulmaya başlamıştır. Sermaye piyasalarının gelişmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin yoğunlaşmasının yanı sıra firmalarda çıkar gruplarının sayısının artması, firmaların hak sahiplerinin çıkarlarını gözetme konusunda daha fazla çaba harcamalarına neden olmaktadır.

Uluslararası finans yazınında geniş yer tutan temsil teorisi hakkında ülkemizde konu ile ilgili kısıtlı ve dar bir literatür bulunmaktadır. Türkiye'deki işletmelerde sermaye piyasalarının yeterince geniş ve derin olmamasının da etkisiyle farklı çıkar gruplarına karşı sorumlulukları bulunmamaktaydı ve bu bağlamda temsil maliyetleri son yıllara gelinceye kadar önem arz etmemekteydi, çünkü teorinin temelinde firmayı yönetenlerin firmanın tüm hisselerine sahip olmaması varsayımı yatmaktadır. Ayrıca ülkemizde firmaların büyük çoğunluğunun aile şirketi şeklinde yapılmış olmaları sonucu profesyonel yöneticilerin üst yönetim kademelerinde istihdam edilmemekteydi. Ancak 1990 yıllardan itibaren ülkemizde firmalar uluslararası konjonktüre paralel olarak sermaye piyasalarının gelişmesi neticesinde firmaların halka arzlarında artış gözlenmektedir. Firmalarda uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanmasıyla yabancı yatırımcıların ve yabancı ortakların payında artış görülmüştür. Yukarıda bahsi geçen etkenler doğrultusunda firmalarda hak sahiplerinin sayısında artış görülmüştür. Hak sahipleri ve onların beklentilerindeki artışın sonucunda firmaların bu çıkar gruplarına karşı olan sorumlulukları da artmıştır. Firmalarda saymış olduğumuz bu değişimler, firma içi çıkar gruplarının

arasında çıkar çatışmalarına ve bu çıkar çatışmaları neticesinde temsil maliyetlerine katlanılmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye'deki işletmelerde temsil problemlerinden kaynaklanan temsil maliyetlerinin varlığı, kontrol edilmesine ilişkin araçlar ve bu maliyetlerin işletmeler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada bu maliyetleri test etmek için iki ayrı regresyon denklemi kurulmuştur. Faaliyet giderleri ve nakit akımları kurulan modellerde bağımlı değişkenler olarak yer almışlardır. Temsil maliyetlerinin göstergesi olarak kullanılan bağımlı değişkenleri test etmek için, finansal politika değişkenleri olarak tanımlanan borçlanma politikasını, temettü politikasını ve sermaye yapısını temsil eden değişkenler ile risklilik ve yatırımcı profilinin göstergesi olan değişkenler kullanılmıştır. Analizde hisse senetleri İ.M.K.B ' de işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren halka açık 144 firmanın verileri kullanılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümü temsil teorisinin genel çerçevesini tanımlamaktadır. Üçüncü bölümde temsil maliyetleri incelenmektedir. Dördüncü bölümde finansal politika değişkenleri ile temsil maliyetleri arasındaki ilişki açıklanmıştır. Beşinci bölümde ekonometrik modelin değişkenleri tanımlanmış, modelleme aşaması anlatılmış ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır. Son bölüm ise çalışmaya ilişkin sonuçları içermektedir.

2-TEMSİL TEORİSİNİN (AGENCY THEORY) GENEL ÇERÇEVESİ

2.1- TEMSİL İLİŞKİSİ (AGENCY RELATIONSHIP)

2.1.1- Temsil İlişkisinin Tanımı

Günümüzde ticaretin büyük ölçülere ulaşması beraberinde şirketlerin de ölçülerinin ve ölçeklerinin büyümesine yol açmıştır. Bu nedenle, aynı zamanda yönetici olan işletme sahibinin yerini büyük ölçüde profesyonel yöneticiler almışlardır. Yöneticiler, görevleri karşılığında uzun vadede daha fazla ücret alma temel güdüsüyle hareket eden ve bu yüzden çoğu zaman işletme sahiplerininkiyle çatışabilecek kişisel amaç ve hedefleri bulunan kişilerdir. Bu nedenlerle, işletme sahipleri yöneticilere emanet ettikleri kaynakların etkin ve verimli olarak kullanımı hususunda endişe duyarlar. Bununla birlikte işletme sahiplerinin yöneticilerin görevlerinin yerine getirip getirmediği hususlarında yeterli değerlendirmeleri yapacak zamanları ya da teknik ve metodolojik yetenekleri yoktur. Finans literatüründe yöneticilerle işletme sahipleri arasındaki bu ilişki, temsil ilişkisi (agency relationship) olarak adlandırılmaktadır. (Akarkarasu, 2000)

Jensen ve Meckling (1976), temsil ilişkilerini bir veya daha çok kişinin bir diğer kişiyi kiralayarak ona karar verme yetkilerinin bir kısmını devrettikleri ve kendi hesaplarına bazı hizmetleri yapmak görevini verdikleri bir sözleşme olarak tanımlamaktadırlar.

2.1.2- Temsil İlişkisinin Çeşitleri

Genel itibariyle temsil problemi vekiller ve hissedarlar arasındaki anlaşmazlıklar yatırım kararları ve parasal konularda ortaya çıkmaktadır. Buradan hareketle temsil ilişkisini dört ana başlık altında sınıflandırabiliriz Barnea , Haugen, Senbet (1985); Fama ve Jensen (1983); Jensen ve Meckling (1976).

2.1.2.1- Finansman Politikası Açısından Temsil İlişkisi

İşletmeler yeni yatırımlarını önceki faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kaynaklardan, borçlanarak veya hisse senedi ihracı yoluyla finanse ederler. Hissedarlar önceki faaliyetlerden elde edilen karların kendilerine temettü olarak dağıtılmasını isterler. Yatırımın borçlanarak finanse edilmesini isterler. Yöneticiler ise yatırımı borçla finanse etmek yerine önceki faaliyetlerden elde edilen kaynakları kullanmak isterler. Bu tür karar noktalarında yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır.

2.1.2.2- Temettü Politikası Açısından Temsil İlişkisi

İşletmeler için bir projenin karlı olup olmaması, yatırımın beklenen getirisinin hissedarların işletmeden bekledikleri getiriden daha yüksek bir getiriye sahip olması olarak düşünülebilir. Fakat yöneticiler her zaman için karlı yatırım projelerine yatırım yapma kararını almayabilirler. Yani karlı olmayan projelere de yatırım yapmaları söz konusu olmaktadır. Eğer yöneticiler geçmiş projelerden elde ettikleri getiriye temettü olarak dağıttıkları takdirde hissedarların çıkarlarını koruyan kararlar alıyor denilebilir. Gelgelelim yöneticiler her zaman bu yola başvuramazlar bazen temettü dağıtmayarak karlı olmayan yatırımlara yönelebilirler. Bu durumda da iki çıkar grubu arasında bir çıkar çatışmasından söz edilebilir.

2.1.2.3- Yatırım Politikası Açısından Temsil İlişkisi

Yeni yatırımlar bir takım belirsizlikleri içerdiğinden dolayı yöneticiler tarafından pek rağbet görmeyebilmektedir. Çünkü yeni yatırım risk demektir ve başarılı olup olmayacakları belli değildir. Ayrıca yatırımın başarısı da yönetimin işletmedeki başarısı ile doğrudan ilişkilidir. Ancak hissedarlar yöneticilere kıyasla risk almaya meyillidirler. İki çıkar grubu arasında risk alma bakımından gözlenen bu farklılaşma çıkar çatışmasına neden olmaktadır.

2.1.2.4- Sermaye Piyasası İşlemleri Bakımından Temsil İlişkisi

Temsil ilişkisinin bulunduğu işletmeler genellikle büyük halka açık anonim ortaklıklardır. Bu durum işletmenin hisse senetlerinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü anlamına gelmektedir. Normal koşullarda işletmenin yöneticilerinin hisse senedi alım satımı yapmalarında bir sakınca yoktur. Ancak işletmenin stratejik kararlarında rol alan yöneticiler işletmenin mali yapısı, yatırım planları gibi birçok konuda bilgi sahibidirler. Bu bilgilere sahip yöneticiler olumlu veya olumsuz bilgilerin piyasada duyulmasından önce hisse senedi işlemleri yaparak aşırı kazanç sağlayabilirler. Yöneticilerin sahip oldukları bilgileri kendilerine fayda sağlayacak şekilde kullanmaları işletmenin çıkar grupları açısından çatışmalara yol açmaktadır.

2.2- TEMSİL TEORİSİ

Temsil teorisi 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 ağılayıcı araçlar ile izleme maliyetleridir (Fama, Jensen, 1983).

Klasik anlamda firma anlayışını reddedilmesine karşın, firma içi çıkar gruplarını oluşturan yetki veren ve vekilin ekonomik davranışlarının klasik anlamda ele alınması olarak adlandırılabilir Mülkiyet Hakları(Property Rights) Teorisi, temsil teorisine geçişte önemli bir halka oluşturmaktadır. Alchian ve Demsetz (1972)'e 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.

Temsil teorisini ilk defa geniş bir şekilde ele alan Jensen ve Meckling (1976)'de Alchian ve Demsetz (1972) gibi firmayı bir sözleşmeler bütünü olarak görmekte ve sözleşme olarak temsil ilişkisini, bir veya birkaç kişinin/grubun (yetki veren), bir başka kişiyi/grubu (vekil), bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek kendi yararına faaliyette bulunmaya yönlendirmesi olarak tanımlamışlardır.

Temsil teorisi ile ilgili yapılan çalışmalarda, temsil ilişkisinin, yerine getirilmesi istenilen faaliyetlerin gösterildiği talimatlar yanında, tercih hakkı olarak

açıklanan inisiyatifin de devredilmesi olduğuna vurgu yapmaktadırlar. Özel Çıkar Teorisi olarak da bilinen yaklaşıma göre; temsil ilişkisi, talimat ve inisiyatifin gönüllü olarak bir üçüncü kişiye/gruba devredilmesi durumuyla ilgilidir . Temsil ilişkisinde, yetki veren tarafından vekile, yetki verenin çıkarları doğrultusunda hareket etmesini teşvik edecek bir ücret ödenir. Buna göre, optimal ücretin belirlenmesi temsil 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 .

Temsil teorisine ilişkin geniş bir literatür bulunmaktadır. Çalışmaların temelini temsil ilişkisinden kaynaklanan iki ana problemin çözümü oluşturmaktadır. Bunlardan birincisi; yetki veren ve vekilin amaçlarındaki veya beklentilerindeki çatışmalardan ortaya çıkar ve yetki verenin, vekilin gerçekte ne yaptığını izlemesi zor ve pahalıdır. İkinci problem ise, yetki veren ve vekilin riske karşı takındıkları farklı tavırlardan kaynaklanan risk paylaşımıdır.

Temsil teorisi, finans literatüründe finansın temel ilkelerinden 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 ilkesine göre, bireyler kendi mali çıkarlarını düşünerek davranırlar. Bireyler kendileri için en avantajlı davranışta bulunurken, vermiş oldukları karar diğer alternatifleri uygulama olasılığını ortadan kaldırır. Fırsat maliyeti olarak adlandırılan bu durum, seçilenin değeri ile en iyi alternatifin değeri arasındaki farktır. Bu nedenle fırsat maliyeti, alınan kararın göreceli öneminin bir göstergesi olmaktadır. Bireysel davranışların dikkatli bir analizini içeren temsil

teorisi, yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelerin daha etkin bir biçimde yerine getirilmesine yardımcı olur (Eisenhardt, 1989).

Aşağıdaki tabloda temsil teorisinin genel çerçevesi gösterilmiştir.

Tablo 1: Temsil Teorisinin Temel Noktaları

Anahtar Düşünce	-Yetki veren ve vekil ilişkisi.
Analizin Konusu	-Optimal sözleşme ilişkisi.
Beşeri Varsayımlar	-Bireyler kendi yararlarını düşünür. -Riskten kaçınırlar.
Organizasyonel Varsayımlar	-Firma çıkar grupları arasında sözleşmesel bağlılık ilkesi geçerlidir. -Çıkar grupları arasında amaç farklılığından kaynaklanan çatışmalar söz konusudur. -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). -Hazıra Konanlar Problemi (Free Rider Problem).
Problemin Kapsamı	- Amaçları ve risk tercihleri birbirinden farklı olan yetki veren ve vekil arasındaki ilişkiler.

Kaynak: Eisenhardt (1989); Seth ve Thomas (1994).

2.3- FİRMA İÇİ ÇIKAR GRUPLARI

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 (Tosun, 1990).

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

Firma çıkar grupları; firma içi çıkar grupları ve firma dışı çıkar grupları olarak ikiye ayrılabilir (Tosun, 1990);

- **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 ve gelecek garantisi isterken; yönetim birimlerince kendilerine 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 nitelendirilen hisse senedi

sahipleri yatırımlarının karşılığında yüksek kar payı getirisi ve sermaye kazancı elde etmeyi amaçlarken; borç verenler olarak nitelendirilen tahvil sahipleri ve diğer kredi verenler firmaya ödünç olarak verdikleri sermayenin karşılığında maksimum faiz beledikleri gibi, yatırımlarının güven içerisinde olmasını, diğer bir deyişle ödenmeme riski (default risk) içermemesini isterler. Sendikalar üyelerinin haklarının gözetilmesi konusunda özen 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. Devlet ve diğer kamu kuruluşları, firma gelirlerinden mümkün olduğu kadar büyük bir pay (vergi, resim, harç, prim v.b) 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 ederler. Rakipler, karlarını azaltmayacak bir rekabet anlayışının olmasını isterler.

Genel yapısı ve öncelikleri yukarıda belirtilen çıkar gruplarından temsil maliyetleri teorisine konu olanlar; yöneticiler, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerdir. Bu nedenle çalışmada diğer çıkar gruplarının etkileri göz önüne alınmayacaktır.

2.3.1- YÖNETİCİLER

Amaçlara yönelmiş beşeri ve piskososyal 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, 2003).

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

- Piyasa ölçütlerine bağlı olarak belirlenen performansa bağlı teşvik unsurları:

Hisse Senedi Opsiyonları: Belirli bir fiyat üzerinden verilen hisse senedi satın alma hakkı.

Hisse Senedi Değer Artış Hakkı: Belirlenmiş bir dönem için, firma hisse senedi değerindeki artış karşılığı yapılan nakdi ödemelerdir.

Hisse Terki: Piyasa fiyatının altında veya maliyetsiz olarak hisse senetlerinin devredilmesidir.

- Muhasebe ölçütlerine göre belirlenen performansa bağlı teşvik unsurları:

İkramiye: firma gelirlerinin artması karşılığında ödenen nakdi karşılıklardır.

Performans Hisseleri: hisse başına kazanç, getiri oranı gibi faaliyet performans ölçütleri karşılığında hisse senedi verilmesidir.

Verdikleri kararlarla; hisse senedi sahiplerinin ne kadar kar payı alacaklarından, borç verenlere ne oranda ve hangi koşullarda faiz ödeneceğine, çalışanların ne kadar gelir elde edeceklerinden, üretim miktarı ve istihdam düzeyinin ne olacağına kadar geniş bir alanı etkileyen yöneticiler için önemli olan konular; aldıkları maaş ve maddi teşvik unsurlarının yanı sıra, kendilerine tanınan imtiyazların korunup arttırılması ve belirsizlik ortamına karşı iş güvencesi sağlanmasıdır¹.

2.3.2- HİSSEDARLAR

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):

- Firma gelirinden pay alma hakkı: Hisse senedi sahibinin firma kârından pay (temettü) alması, firma değer artışından sermaye kazancı elde etmesi, sermaye artırımını 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

¹ Yöneticilere sağlanan imtiyazlar ve sosyal olanaklar arasında, lüks ofisler, şirketin özel uçağı, yatları, özel yardımcılar ve benzeri gibi sağlanan yan ödeme ve olanaklar sayılabilir.

yöneticilerini görevlendirerek yönetime katılması ve firma birleşmeleri, yeni sermaye artırımına gidilmesi, firma unvan 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).

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 artırımına gidildiğinde rüçhan haklarından² yararlandırılmaları oluşturur (Diacogiannis, 1994).

2.3.3- BORÇ VERENLER

Temsil 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). 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.

Tahvil sahipleri, firma hak dağıtımında diğer menkul kıymet sahiplerine göre öncelikli konumda olmakla birlikte, güvence ve firma getirilen açısından sahip olduğu hak ve öncelikleri yatırımda buldukları tahvilin türü belirler. Bu açıdan tahviller başlıca iki türde ele alınabilir (Peterson, 1994):

- 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 (colleteral) tahviller*: Firmanın portföyündeki başka firmalara ait hisse

² *Rüçhan hakkı*; sermaye artırımında -eldeki her bir hisseye karşılık arttırılan sermayeden- nominal veya nominal değer üzerindeki -primli- fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır.

senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlerin rehn edildiği,

-*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, ihraının çıkarımında belirtilen koruyucu (protective) hükümlere uyup uymadığını izleyen ve çoğunlukla bağımsız bir banka olan "trustee" tarafından korunurlar (Francis, 1993). Yine, tahvil sahipleri tahvil anlaşmalarında birtakım koruyucu hükümlerin ve kısıtlamaların (bond covenants) konulmasını sağlayarak, üstlendikleri riskleri azaltabilirler.

2.4- TEMSİL PROBLEMİ

Kendileri de maliyet içeren temsil 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).

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).

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.

Yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin öncelikle kendi faydalarını maksimize etmeye çalışacakları düşünüldüğünde, yöneticilerin yeterince iyi birer vekil olamayacağı ortaya çıkar. Aynı biçimde farklı beklentiler içindeki hisse senedi sahipleri ile borç verenlerin de amaç birliği içinde olmayacakları açıktır.

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 verenlere payları (borç) ödendikten sonra, vergi ödenecek, bu ödemelerden arta kalan nakit olursa hisse senedi sahiplerine (residual claimants) kâr payı ödemesinde bulunulacak ve serbest nakit akışı (free cash flow) olarak nitelenen kalan tutar ise, firma yatırımlarının yanı sıra yöneticilere tanınan imtiyazların finansmanında kullanılacaktır.

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 ilgilidirler (Peterson, 1994).

Söz konusu durum, çıkar grupları arasında farklı bilgilendirme 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 riziko (moral hazard problem) olgusuyla birleşerek temsil problemlerine yol açar (Ramakrishnan, Takor, 1982).

Yukarıda sözü edilen farklı bilgilendirme düzeyleri probleminde, bilgiyi oluşturan yönetime özel ve kamuya açık bilgiler, temsil ilişkisi içerisinde yetki verenlere yeterince ulaştırılmaz ve/veya gerçek durumu yansıtmayacak biçimde

ulaştırılır (Maggi, Clare, 1995). 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).

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 olmayabilir (Van Horne, 1995). Bu yüzden; borç, yatırım değişiklikleri ve hatta finansal olmayan kararlar daha etkin ve ucuz birer bilgilenme aracı olarak algılanıp, kullanılabilirler (Ang, 1987).

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

Etik öğeler içeren ahlaki riziko sorunu, vekilin bireysel çıkarına fakat yetki verenin zararına olacak biçimde öngörülmeleyen davranışlarda bulunduğu durumları ifade eder . Ahlaki riziko sorununun gözlemlenebilir duruma gelmesi ise; düşük riskli varlıkların, riskli varlıklarla ikame edilmesi ile ortaya çıkmaktadır. 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. Her bir hisse senedi sahibinin kontrol yetkisini diğerlerine bırakma eğiliminde olması, firma yöneticilerinin, değer maksimizasyonu yerine kolaylıkla kendi önceliklerine yönelmelerine yol açabilir. (Santerre, Neun, 1993).

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 (Schanze, 1997).

2.4.1- YÖNETİCİLERDEN KAYNAKLANAN TEMSİL PROBLEMLERİ

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

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

2.4.1.1- 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, Claire, 1995). 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.

2.4.1.2- Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması (Underinvestment Problem)

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

$$\begin{array}{l} \text{Serbest} = \text{Faaliyet} - \text{Borç} - \text{Gelir} - \text{Tercihli hisse} - \text{Diğer hisse} \\ \text{Nakit} \quad \text{kârı} \quad \text{faizi} \quad \text{vergisi} \quad \text{senetlerine} \quad \text{senetlerine} \\ \text{Akışı} \quad \quad \quad \quad \quad \text{ödenen} \quad \quad \quad \text{ödenen} \\ \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \text{temettüleri} \quad \quad \quad \text{temettüleri} \end{array}$$

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 temsil 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 sıcak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya iter. Oysa finans teorisine göre;

k = Beklenen getiri oranı

A_t = t'inci yıldaki net nakit akımıyken,

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

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).

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

2.4.1.3- Varlık İkamesine 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, temsil problemleriyle özdeşleştirilen ve firma varlıklarının (aynı zamanda firmanın) değerinin düşmesini kapsayan varlık ikamesi probleminin özünü oluşturur (Crabbe, Helwege, 1994).

2.4.1.4- Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması

Yeni projelerin finansmanında yöneticilerin önünde, otofinansman, 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, temsil problemlerinin çözümünde avantajlı olacaklarını 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 edinim maliyeti (flotation costs)³ 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, Zechner, 1991).

2.4.1.5- Firma El Değişirmelerinde Yetki Verenlerin Aleyhine Hareket Edilmesi

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, serbest nakit akışlarının yönetici imtiyazları için kullanıldığı firmalar kolaylıkla ele geçirilebilirler (Mann, Sichernan, 1991). Bu durumdaki firmalar, el değiştirme (takeover) -özellikle de saldırgan el değiştirme (hostill takeover)- işlemleri için iyi birer hedef oluştururlar.

İşten atılma tehdidi ile hareket eden firma yöneticileri, firmanın hisse senedi sahipleri ve borç verenleri açısından yararlı olabilecek el değiştirme olanaklarını ortadan kaldırmak için farklı taktikler uygulayabilirler. Ancak firmanın ele geçirilmesini engellemek için yöneticilerin uygulayacakları taktiklerin her zaman iyi birer yol oldukları söylenemez. Bu taktiklerden bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir;

³ Flotation cost; tahvil ihraç maliyetleri olarak nitelendirilmektedir. Bunlar arasında sendika yüklenicilerinin marjı, çeşitli ücret ve komisyonlar yer alır. Belirtildiği üzere çalışmada bu maliyetler sermaye maliyetinin bir unsuru olarak ele alınmaktadır.

- *El değiştirmede hisse senetlerinin satın alınmasını önleme, zehir hapları (poison pills)*, Bir firmayı ele geçirmek isteyen potansiyel alıcılara firmanın cazip bir yatırım fırsatı olmadığını göstermek için alınan önlemler olarak tanımlanan zehir hapları, el değiştirme durumunda devreye girecek büyük tutarlı borç geri ödemeleri gibi devralım maliyetlerini arttırıcı uygulamalara gidilerek firmayı cazip göstermeme gibi çabaları içermektedir.
- *Altın paraşütlere (golden parachutes)*, Yöneticilerin herhangi bir el değiştirme sonucunda işlerini kaybettiklerinde, büyük tutarlarda tazminatlar almalarını sağlayan anlaşmaların yapılması yönünde hisse sahiplerine yapılan baskılar olarak tanımlanabilir.
- *Hisseleri satmaya özendiren önlemler (green mail)*, Firma yönetiminin şirketin ele geçirilmesini önlemek için, ele geçirmeye çalışanlardaki şirket hisselerini piyasa fiyatının üzerinde bir bedel ödeyerek geri alması olarak tanımlanabilir. Firmayı ele geçirmek isteyenlerin ellerindeki hisseleri satmaya özendiren önlemlerde şantaj gibi bir dizi olayın birbirini izlediği görülmektedir. Şöyle ki;
 1. Bir potansiyel alıcı (birey veya firma) ele geçirmek istediği firmanın hisselerinden blok alış yapar.

2. Ele geçirilmesi hedeflenen firmanın yönetimi, bu alıcının firmayı ele geçirmek için bir ince öneri (tender offer)⁴ yapacağından korkar.
3. Firma özendirici satın almayı kabul ederek yani potansiyel alıcının elindeki şirketin hisse senetlerinin diğer hisse sahiplerine aynı şekilde teklifte bulunmaksızın cari piyasa fiyatının üzerinden bir fiyatla geri alır.
 - Yöneticiler, borçlanarak satın almanın (leveraged buyouts -LBO-) özel bir biçimi olan ve yönetimce satın alma (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).

2.4.2- HİSSEDARLARDAN KAYNAKLANAN TEMSİL PROBLEMLERİ

Fama ve Jensen'e (1983) göre; hak sahipliği kolaylıkla el değiştirebilen ve haklarının süresi firmanın ömrüyle sınırlı olan hisse senedine sahip ortakların neden olduğu temsil problemlerinin kaynağı; sahiplik ve yönetim, bir diğer ifadeyle risk üstlenimi ve karar fonksiyonlarının birbirlerinden ayrılmış olmasıdır.

⁴ *İnce Öneri (Tender Offer)*: Bir firmanın hisse senetlerini doğrudan doğruya hisse sahiplerinden satın almak için yaptığı öneri.

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

2.4.2.1-Firmanın Zararına Olacak Biçimde Temettü Ödenmesi

Tahvil sahipleri yatırımda buldukları tahvilleri, firmanın mevcut temettü politikasını sürdüreceği düşüncesiyle fiyatlandırıdıklarından, 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).

2.4.2.2- Hakların Sulandırılması (Dilution of Rights)

Yöneticiler, yetkileri veya maaş ve imtiyazlar olarak açıklanan hakları sınırlandırıldığında, kendilerinden beklenen performansı göstermeyebilirler. Ayrıca, tahvil fiyatlaması aynı veya daha yüksek faiz oran 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.

2.4.2.3- Karlı 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).

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.

2.4.2.4- Varlık İkamesine Gidilmesi

Riskten 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, Smith, 1985).

2.4.3- BORÇ VERENLERDEN KAYNAKLANAN TEMSİL PROBLEMLERİ

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

2.4.3.1- 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.

2.4.3.2- Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması

Borç anlaşmalarına koydukları, belirli projelerin kabulü veya yeni borçlanmalara gidilmemesi gibi koşullarla firmaya kaynak aktarımında bulunan borç verenlerin bu davranışları, net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılamamasıyla sonuçlanabilir. Bu durumda, borç verenler -yönetici ve hisse senedi sahiplerinin yanında- aslında kendi çıkarlarına da zarar vermiş olurlar.

2.4.3.3- 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 gelirle;

-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, sonrasında adi hisse senedi sahiplerine ödeme yapılarak, firmanın hukuki varlığı sona erdirilir (Francis, 1993).

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

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 temsil problemleri olmaktan çıkmakta ve artık temsil maliyetleri olarak ele alınmaktadır.

3-TEMSİL MALİYETLERİ (AGENCY COSTS)

3.1-TEMSİL MALİYETLERİNİN KAPSAMI

Jensen ve Meckling (1976) temsil maliyetlerini; izleme maliyetleri (monitoring costs), tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri (bonding costs) ve önlenemeyen kayıpların (residual loss) toplamı olarak tanımlamıştır. İzleme maliyetleri yetki verenlerce, tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri vekillerce, önlenemeyen kayıplar ise hem yetki veren ve hem de vekillerce üstlenilmektedir.

3.1.1- İZLEME MALİYETLERİ (MONİTORİNG COSTS)

Temsil 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), asrların yönlendirilmesi ile gözlem ve ödüllendirmeyi içeren, etkin bir izlemenin gereğine işaret etmişlerdir.

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. Böylece, etik öğeler içeren ahlaki riziko problemi çözümlenebilir.

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, 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.

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 . 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 (Easterbrook, 1984).

3.1.2- TAZMİN EDİCİ-GARANTİ SAĞLAYICI ANLAŞMA MALİYETLERİ (BONDİNG 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), temsil problemlerinin çözümünde teşvik edici sözleşmelerin yararına değinirken; temsil maliyetlerinin azaltılmasında yeniden yapılandırılan ve çerçevesi genişletilen sözleşmelerin yararından bahsetmektedirler. 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).

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, Helwege, 1994) 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, Senbet, 1985). Ancak söz konusu tahvil çıkarımının, hisse senedi sahiplerinin fayda maksimizasyonu için de yararlı olduğu ileri sürülmektedir (Bae vd., 1995).

3.1.3- ÖNLENEMEYEN KAYIPLAR (RESİDUAL LOSS)

İzleme ve tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetlerine katlanılsa da, önlenemeyen birtakım maliyetler ortaya çıkacaktır (Jensen ve Meckling, 1976). Bir diğer ifadeyle, maliyet içeren temsil problemlerinin azaltılması için belirli bir maliyete katlanılmakta, ne var ki bu problemler ortadan kaldırılamamaktadır. Bu durumda; firma hem temsil 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).

Hiç kuşkusuz, bu durumda firmanın yüklendiği maliyetler daha da artacaktır. Ancak temel sorun, temsil 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 temsil maliyetleri ölçümlenebilirken; bir bütün olarak temsil maliyetlerini ölçümlemek oldukça güçtür ve gerçekte temsil maliyetlerini ölçümleyebilecek nitelikte bir model bulunmamaktadır. Bu ise; temsil maliyetlerini oluşturan problemleri tam olarak tanımlayacak parametrelerin olmamasından, ya da

olsa bile, kullandıkları modelin aşırı derecede sadeleştirilip problemi yansıtamamasından kaynaklanmaktadır (Mello, Parsons, 1992).

3.2- FİRMA ÇIKAR GRUPLARI VE TEMSİL MALİYETİ İLİŞKİSİ

Jensen ve Meckling (1976) firmanın çıkar grupları arasındaki temsil problemlerinden kaynaklanan maliyetleri iki ana başlık altında incelemişlerdir. Bunlardan birincisi sermayenin temsil maliyeti (agency cost of equity) diğeri ise borcun temsil maliyeti (agency cost of debt) olarak adlandırılmaktadır.

3.2.1- SERAYENİN TEMSİL MALİYETİ (AGENCY COST OF EQUITY)

Sermayenin temsil maliyeti yöneticiler ile hissedarların faydalarını maksimize etme konusunda farklı davranışları sonucunda meydana gelmektedir. Hissedarların yöneticinin kararlarını ve davranışlarını denetleme ve izleme için yaptıkları harcamalar yöneticileri sınırlandırabilmektedir fakat temsil problemini tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Hissedarlar ile yöneticiler arasında meydana gelen çıkar çatışmalarının en önemli sebebinin yöneticinin firmada sahip olduğu payın azalmasından kaynaklanmaktadır. Şöyle ki, yöneticinin firmadaki sahipliği azaldığı takdirde riskli ve karlı projeler üretme konusunda harcayacağı efor azalacaktır. Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil maliyetleri, yöneticilerin firma değerini maksimize etmek yerine kendi faydalarını maksimize etmelerinden kaynaklanan maliyetlerdir (Jensen ve Meckling, 1976).

Yönetimi hisse senedi opsiyonları kullanmak, kar paylaşım planları yapmak veya fazla sayıda hisse senedi tutmak gibi yollarla sermayenin getirisini arttırmaya

zorlamak farklı temsil maliyetlerinin çıkmasına neden olur. Bu durum dış sermayenin risk transferi fonksiyonunu engeller. Dışardan sermaye sağlayan yatırımcılara hisse senedi çıkartmak yoluyla yöneticiler firma operasyon risklerini dışarıya aktarabilirler. Şöyle ki, dışardan firmanın hisse senedini alan bir yatırımcı çeşitlendirme yapmak suretiyle riski azaltabilir ve sadece sistematik risk düzeyinde bir riski üstlenebilir. Fakat firmada önemli ölçüde hissesi bulunan bir yönetici toplam riskin hepsini üstlenmek durumundadır. Bu durumda riskten kaçan bir yönetici riskli ama karlı bir yatırım projesine yatırım yapmaktan çekinecektir (Ang, Cole, Lin 1999; Bae v.d 1994).

Jensen (1986)'e göre istekli yöneticilerin, firmalarını hissedarların refahının maksimum olduğu seviyeye kadar büyütmek durumunda olmaları sermayenin temsil maliyetinin bir başka örneği olarak karşımıza çıkmaktadır. Büyüme yöneticilerin yetkilerindeki kaynakları çoğalttığından dolayı, onların güçlerini ve sosyal olanaklarını arttırır. Bu durum, satışların büyümesi ile maaşların pozitif ilişkiye sahip olması nedeniyle aynı zamanda yöneticilerin maaşlarının artmasına da neden olmaktadır.

3.2.2- BORCUN TEMSİL MALİYETİ (AGENCY COST OF DEBT)

Diğer koşullar sabitken, hisse sahipleri ve tahvil sahipleri arasındaki çıkar çatışması ile ilgili temsil maliyetleri, şirket sermayesindeki arzulanan borçlanma miktarının düşük olmasına neden olur. Çünkü finansal kaldıraç arttıkça çatışma ve buna bağlı olarak maliyetler de daha şiddetli hale gelmektedir.

Bir şirketin piyasa değeri, piyasadaki tahvillerin değeri ile hisselerinin değerleri toplamına eşittir. Yöneticiler, hissedarların gelirini, şirketin değerini arttırarak veya tahvillerinin değerini düşürerek yükseltebilirler. Eğer firma yüksek bir kaldıraça sahipse, hissedarların sınırlı sorumlu olması; ki bu durumda hissedarlar borç ödemek yerine şirketin varlıklarını kredi sağlayanlara döndürme kararı verebilirler, tahvil sahipleri bütün riskleri üzerlerine alırken, getirinin çoğunun hissedarlara kalmasına neden olmaktadır.

Şirketin riski arttıkça kaynaklar tahvil sahiplerinden hissedarlara kaymaktadır. Yöneticiler önemli miktarlarda borç alıp firmanın riskini arttırdıkça, daha önce ihraç edilen tahvillerin değerinin düşmesine ve tahvil sahiplerinden hissedarlara bir servet transferine neden olabilirler.

Jensen (1986), hissedarlar ile borç verenler arasındaki ödeme politikası konusundaki çıkar çatışmasının, serbest nakit akımlarının daha yüksek olduğu firmalarda daha sert yaşandığını söylemektedir. Hissedarların refah maksimizasyonu teorisi serbest nakit akımlarının hissedarlara aktarılması gerektiğini söylemektedir. Buradaki problem, yöneticilerin bu kaynağı başka projelere veya yüksek fiyatlı kazanımlara yatırmak veya organizasyonlardaki verimsizlikler için harcamak yerine, hissedarlara aktarılmasının nasıl sağlanacağıdır.

Dış sermaye oranı arttıkça, temsil maliyetlerinde daha sert yükselişler olması nedeniyle, borcun temsil maliyeti ile sermayenin temsil maliyetini düşürme kararı arasında bir seçim yapılmalıdır.

4- FİNANSAL POLİTİKALAR, SERMAYE YAPISI VE TEMSİL MALİYETLERİ İLİŞKİSİ

Temsil maliyetlerini kontrol altına almak için finansal yöneticiler borçlanma ve özkaynak ile finansman arasındaki uygun birleşimi oluşturmayı, uygun temettü politikasını ve kendileri tarafından elde bulundurulacak hisse senedi sayısını belirlemeye çalışırlar.

Firma yöneticilerinin sermaye yapısı ile ilgili verecekleri kararlarının temsil problemleri ve buna bağlı olarak temsil maliyetleri üzerinde önemli rol oynadığı birçok araştırmacı tarafından savunulmuş ve ampirik bulgularla desteklenmiştir. Sermaye yapısının seçiminin temsil maliyetlerini hafifletmeye yardımcı olacağına dair finans literatüründe görüş birliği vardır.

Temsil teorisi, yöneticilerin firmadaki sahipliklerinin , firmanın borç oranının ve ödenen temettü oranının artmasının, temsil maliyetlerini azaltmada birer araç olarak kullanılabileceğini ortaya koymaktadır. Aşağıda bu üç politikanın temsil maliyetlerine olan etkileri tartışılmaktadır.

4.1- SAHİPLİK YAPISI (OWNERSHIP STRUCTURE) VE TEMSİL MALİYETLERİ

Jensen ve Meckling (1976)'e göre yönetsel sahipliğin arttığı firmalarda temsil maliyetleri azalmaktadır. Yöneticiler firmanın hisse senetlerinden sahip oldukları sayıyı arttırdıkça, firmanın sahipleri diğer bir deyişle firmanın hissedarları ile çıkarları örtüşmektedir. Yöneticilerin sahip oldukları hisse senedi sayısı arttıkça, yöneticilerin kararları firmanın çıkar gruplarının kararları ile örtüşme olasılığı artar

ve buna bağlı olarak hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetlerinde azalma gözlenir.

Ang, Cole ve Lin'in (2000) alışmalarında firmada hakim sahip olduğu hisselerin oranı arttıķa aynı zamanda yönetici olan ortaklarla diğer hissedarların çıkarlarının rtőeēeęini savunmuşlardır. Mc Mahon (2004); Wu ve Jan (2004); Anderson, Mansi ve Reeb (2002); Uğurlu (2000); Güney ve zkan (2005) ve Doukas, Kim ve Pantzalis (2002) araştırmalarında sahiplik yapısının temsil maliyetleri ile ilişkili olduğu yönünde ampirik bulgulara ulaşmışlardır.

4.2- BORÇLANMA POLİTİKASI VE TEMSİL MALİYETLERİ

Firmanın sermaye yapısındaki artan borç oranı ile beraber firmanın zkaynak ihtiyaı azalmaktadır, bu da hissedarlar ile yöneticiler arasındaki temsil probleminden kaynaklanan sermayenin temsil maliyetinin (agency cost of equity) azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle firmalarda artan borç oranı temsil problemini azaltmada faydalı bir araç olarak kullanılabilir. Borçlanma sonucunda firmalar düzenli olarak faiz ve anapara ödemesi yapmak durumundadır. Yapılan bu demeler, nakit akımlarını kullanma konusunda yetki sahibi olan yöneticilerin kontrol altına alınmasında ve optimal olmayan kararlar almamaları konusunda, teşvik unsuru olmaktadır (Jensen, 1986). Firmanın borcunun bulunması; yöneticileri sosyal olanaklarını kısımaya yöneltmektedir, ayrıca iflas olasılığını azaltmak, kontrolü kaybetmemek ve piyasadaki isimlerine leke sürmemek için daha verimli olmalarına neden olmaktadır (Grossman, Hart, 1982). Jensen ve Meckling, (1976); Stulz, (1990); Myers, (1977), yüksek kaldıraç oranının, firmanın yatırım seçeneklerinin

seçimi, üstlenilecek riskin düzeyinin belirlenmesi, likidite tercihleri ve kar dağıtım politikası konularında yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını hafiflettiğini söylemektedirler.

Fakat artan borç oranı beraberinde artı bir maliyet getirmektedir. Bu maliyet borç verenler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının maliyetlerden (agency cost of debt) kaynaklanmaktadır. Örneğin hissedarların yüksek riskli ve dolayısıyla yüksek kar getirecek projelere yatırım yapılması yönündeki istekleri borç verenlerden hissedarlara bir refah transferi olarak değerlendirilmektedir.

Harris ve Raviv (1991)'in yaptığı amprik çalışmanın sonuçlarına göre; firmalarda borç oranı arttıkça temsil problemi ve asimetrik bilgi kaynaklı maliyetlerin azaldığı görülmektedir.

4.3- TEMETTÜ POLİTİKASI VE TEMSİL MALİYETLERİ

Temettü politikası, firma çıkar grupları arasındaki hak dağıtımında bir araç olarak görüldüğünden, temettülü hisse senedi sahipleri ile ne kadar az temettü ödenirse zenginlikleri o kadar artan tahvil sahiplerini ve serbest nakit akışı fazlalığını kendileri için kullanabilecekleri imtiyazların artışı için bir kaynak olarak gören yöneticileri karşı karşıya getirir. Söz konusu ilişkiler sistemi içerisinde ağır basan taraf, firma temettü politikasını gelenekselleşecek biçimde etkileyebilmektedir.

Temettü politikası firmalarda etkin bir denetim ve izleme mekanizmasının oluşmasına katkıda bulunarak temsil maliyetlerini düşürmekte, yöneticilerin firmanın elde ettiği nakit akışlarını kendi çıkarları veya sosyal refahlarını arttıracak şekilde kullanmalarına engel olmaktadır (Megginson, 1997).

Firmalar temettü ödemelerini⁵ artırdıklarında, bu durum firmaların bu ödemelerindeki artışı finanse etmek için dışarıdan kaynak bulma ihtiyaçlarını arttıracaktır (Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982). Eğer dışarıdan sağlanan kaynak artarsa, yönetsel faaliyetler firma dışındakiler tarafından yakın bir şekilde izlenecek ve yöneticiler hisse senedi sahiplerinin çıkarını gözeteceklerdir. Yöneticilerin hisse senedi sahiplik düzeyindeki artış durumunda olduğu gibi bu seçeneğin kullanılması da maliyetsiz değildir. Çünkü, firma dışarıdan sağlanan sermaye miktarını arttırdığında dışarıdan sermaye edinim maliyetlerini yüklenmek durumunda kalmaktadır.

4.4- LİTERATÜR TARAMASI

Çalışmanın bu bölümünde, bir sonraki bölümde yer alan regresyon modelinin kurulmasında ve modele dahil edilen değişkenlerin belirlenmesinde temel olarak alınan araştırmalara yer verilmektedir⁶.

- **Crutchley ve Hansen (1989)'in çalışmaları,**

Çalışmalarında, temsil teorisini finansal politikalardan yönetsel sahiplik, temettü politikası ve borç politikasını kullanarak test etmişleridir. Saymış olduğumuz finansal politikaları regresyon modelinde bağımlı değişkenler olarak almışlardır. Yönetsel sahipliği, yöneticilerin ellerinde bulunan hisse senetlerinin sayısının toplam hisse senedi sayısına oranı olarak tanımlamışlardır. Kaldıraç oranını toplam uzun vadeli borçların, yöneticiler dışındakilerin ellerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa

⁵ Firma temettüyü nakit veya hisse senedi olarak ödeme yolunu seçebilir. Nakit temettü ödemeleri hissedarlar için vergi konusu oluştururken, hisse senedi olarak ödeme firmaya işlem maliyeti yükler. Firma yönetimi; hisse senedi fiyatları değerinin üzerinde ise (overvalued) nakit, değerinin altında (undervalued) ise hisse senedi olarak temettü ödemeyi tercih edeceklerdir (Haugen, 1996).

⁶ Bu bölümde yer verilen literatür taraması, temsil probleminin tümünü kapsayan bir literatür taraması olmayıp, sadece çalışmanın modelleme sürecinde temel alınan araştırmaların bir kısmını içermektedir.

değerinin toplam uzun vadeli borçlarla toplamına bölünmesi şeklinde hesaplamışlardır. Temettü değişkenini ise ödenen nakit temettü tutarının hisse senetlerinin piyasa değerine bölünmesi şeklinde tanımlamışlardır.

Modelin bağımsız değişkenleri şunlardır; net faaliyet geliri toplam varlıklar oranının standart sapması olarak tanımlanan gelirlerdeki oynaklık, araştırma geliştirme ve reklam harcamalarının toplam satışlara oranı olarak tanımlanan ar-ge değişkeni, yöneticilerin çeşitlendirmeden doğan kayıplarını temsil eden değişken ve tahvil ihraç masrafları olarak adlandırılan değişkendir.

Çeşitlendirme değişkeni ile yönetsel sahiplik arasında pozitif, kaldıraç ve temettü oranı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Gelirlerde meydana gelen oynaklık ile borçlanma arasında negatif, yönetsel sahiplik ve temettü politikası arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Firma büyüklüğünün yönetsel sahiplik ile arasında negatif, borç ve temettü oranı ile arasında ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulmuşlardır. İstatistiksel bulgulara göre AR-GE ve reklam harcamaları artan firmalar, temsil maliyetlerini kontrol altına almak için borca ve temettü dağıtımına daha az bağımlı olacaklardır. İhraç masrafları ile temettü oranındaki negatif , yönetsel sahiplik ve borç oranı arasındaki pozitif ilişki, yöneticilerin temsil maliyetlerini kontrol altına almada, daha fazla sermaye edinim maliyetine katlanmamak için borç ve yönetsel sahipliğe bağlı kalacaklarını göstermektedir.

- **Mendez ve Willey'in (1995) çalışmaları,**

Makalelerinde büyük ticari bankaların finansal kararlarını, temsil maliyetlerini göz önüne alarak incelemişlerdir. Çalışma Crutchley ve Hansen

(1989)'in yaptıkları çalışmanın bankacılık sektörüne uyarlanması olarak düşünülebilir. Araştırmacılar kurdukları modelde bağımlı değişken olarak finansal politika kararları diye nitelendirdikleri; yönetsel sahiplik (managerial ownership), temettü politikası (dividend policies) ve kaldıraç (leverage) politikasını kullanmışlardır.

Temsil maliyetlerinin varlığının test edilmesi için temsil teorisinin önerdiği dört değişkeni bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Bu değişkenler; gelirlerdeki oynaklık (earnings volatility), banka büyüklüğü, yöneticilerin çeşitlendirme kayıpları (manager's diversification losses) ve sermaye edinim maliyetleri (flotation cost) olarak tanımlanmıştır.

Çalışmada A.B.D'deki 104 büyük bankanın beş yıllık verileri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, banka büyüklüğü ve yönetsel sahiplik arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bankaların büyüdükçe likidite maliyetlerinin, yönetsel sahipliğin temsil maliyetlerini düşürmedeki etkisini azaltması bu durumun nedeni olarak açıklanmıştır. Çeşitlendirmeden doğan kayıplar yönetsel sahiplik arasında da anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki saptamışlardır. Diğer iki değişken ile yönetsel sahiplik arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Kaldıraç oranı ve banka büyüklüğü arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Çeşitlendirme değişkeni olarak tanımlanan değişken ile kaldıraç oranı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Hisse senetlerinin getirilerinin standart sapması ile borç oranı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Banka büyüklüğü ile temettü oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır fakat diğer bağımsız değişkenler ile temettü oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye ulaşamamışlardır.

- **Jensen, Solberg ve Zorn'un (1992) çalışmaları,**

Çalışmalarında firmanın finansal politikaları olarak nitelendirilen, yönetsel sahiplik, temettü ve borçlanma - diğer bir deyişle kaldıraç - politikasının firmanın karakteristik ve operasyonel özelliklerine bağlı olmakla birlikte aynı zamanda birbirleriyle de doğrudan ilişkili olduklarına değinmişlerdir. Bu teorilerine bağlı olarak kurdukları eşanlı denklem sistemlerinde saymış olduğumuz üç finansal politikayı bağımlı değişken olarak almışlardır. Bağımsız (dışsal) değişkenler olarak ise; araştırma geliştirme harcamaları, iş riski, karlılık, sabit varlıklar, büyüme, yatırımlar, firma büyüklüğü ve pay senetlerinin sayısını kullanmışlardır. İstatistiksel yöntem olarak teorilerini test etmek için üç aşamalı en küçük kareler yöntemi kullanmışlardır.

Araştırmacılar, firmanın sermaye yapısı, temettü politikası ve yöneticiler tarafından elde bulundurulmuş hisselerin oranı ile ilgili kararların karşılıklı olarak birbirlerine bağlı olduğu ve bunların firmanın özel karakteristiklerinden etkilendiğine ilişkin ampirik bulgular elde etmişlerdir. Ayrıca kaldıraç ve temettü oranının eşanlı olarak temsil maliyetlerini düşürebileceği sonucuna varmışlar fakat yönetsel sahipliğin kaldıraç ve temettü politikası açısından temsil maliyetlerini düşürdüğüne dair bir bulgu elde etmemişlerdir. Ayrıca yine ampirik bulgularına göre, yönetsel sahiplik ile temettü ve borç politikası arasında negatif bir ilişki vardır. Araştırmacılar, temsil maliyetleri ve iflas maliyetlerinin firmaların finansman kararları üzerinde etkili oldukları sonucuna varmışlardır.

- **Bathala, Moon ve Rao'nun (1994) çalışmaları,**

Çalışmalarında yöneticiler tarafından elde bulundurulan hisse senedi sayısını ve borç oranını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Modelin bağımsız değişkenleri ise firmaya özgü şu karakteristikleri kapsamaktadır: Kurumsal yatırımcılar tarafından elde bulundurulan hisse senedi sayısı, kazançlardaki oynaklık, amortisman, AR-GE ve reklam harcamaları, büyüme oranı, hisse senedi getirilerindeki oynaklık ve toplam varlıklar. Araştırmacılar borç oranı ve yönetsel sahipliğin, kurumsal sahiplik ile arasında ters yönde bir ilişkinin olduğunu saptamışlardır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların etkili işletme ajanları olarak hizmet ettiklerini ve maliyetlerin hafifletilmesine katkıda bulunduğu sonucuna varmışlardır.

- **Rozeff'in (1982) çalışması,**

Çalışmada artan temettü ödemelerinin temsil maliyetlerini azalttığını fakat buna bağlı olarak işlem maliyetlerini arttırdığını söylenmektedir. Ayrıca optimum temettü ödemelerinin bu iki maliyeti minimize eden noktada olduğu belirtilmektedir.

Rozeff, çalışmasında bağımlı değişken olarak kar dağıtım oranını almıştır. Regresyon modelinin bağımsız değişkenleri ise, yöneticiler tarafından elde bulundurulan hisse senedi sayısı, geçmiş beş yıllık periyotta satışlardaki büyümenin ortalaması, gelecek beş yılda öngörülen satışlardaki büyümenin ortalaması, beta katsayısı, toplam hisse senetlerinin sayısı olarak tanımlanmıştır.

Amprık bulgulara göre, firmanın kar dağıtım oranı; geçmiş ve beklenen satışlardaki büyümenin negatif fonksiyonu, beta katsayısının negatif fonksiyonu, yöneticiler tarafından elde bulundurulan hisse senedi sayısının negatif fonksiyonu,

firmanın hisse senedi sayısının pozitif fonksiyonu olarak bulunmuştur. Tüm sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır. Çalışmanın ortaya koyduğu bir diğer sonuç ise yatırımların -diğer faktörler sabitken- artması, firmanın kar payı ödemelerini düşürmesidir.

- **Crutchley, Jensen, Jahera, Raymond'ın (1999) çalışmaları,**

Çalışmalarında temsil maliyetlerini kontrol altına almak için dört değişkeni eş anlı denklem sistemleri içinde kullanarak temsil maliyetlerine etkilerini test etmişlerdir. Bu dört bağımlı değişken; yöneticilerin sahip olduğu hisse senedi sayısı, borç oranı (kaldıraç), kar payı oranı ve kurumsal yatırımcıların sahip oldukları hisse senedi sayısı olarak tanımlanmıştır.

Çalışmalarında bağımsız değişkenler olarak; firmanın operasyonel riskinin bir ölçütü olarak hesaplanan net faaliyet geliri/ varlıklar oranının varyans katsayısı, sistematik riskinin ölçütü olarak hesaplanan beta katsayısını, aktif karlılığını (ROA), araştırma geliştirme giderlerini, firma büyüklüğünü, satışlardaki büyümeyi ve yatırımları kullanmışlardır.

Analizlerini yaparken istatistiksel yöntem olarak üç aşamalı en küçük kareler yöntemini kullanmışlardır. Değişkenlerin eş anlı olarak denklem sisteminde kullanılmasından dolayı bu yöntemin seçilmesinin daha uygun olacağını belirtmişlerdir. Analize konu olacak verileri seçerken verileri 1985-1987 dönemi ve 1990-1993 dönemi olarak iki veri setine ayırmışlardır. Özellikle 1980 sonrasında kurumsal yatırımcıların artan rolünü test etmek için verileri iki dönem olarak ele alındığı belirtilmektedir.

Amprik bulgularına göre; yönetsel sahiplik, borç ve temettü ödemelerini ters yönde etkilemektedir. Fakat borcun ve temettü ödemelerinin yönetsel sahipliği etkilediği yönünde bir bulguya ulaşamamışlardır. Firmanın riskliliği ile kaldıraç, temettü ve yönetsel sahiplik arasında kuadratik ilişkinin varlığına dair sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların firmadaki temsil maliyetlerini minimize edecek şekilde rol üstlendiklerini ve aktif izleme faaliyetlerinin sonucu olarak firma yönetiminin kararlarına bağlı olması sebebiyle içsel izleme araçları olarak kullanılan yönetsel sahiplik, borçlanma ve temettü kararlarının yerine ikame edilebileceğini vurgulamışlardır.

- **Anderson, Mansi ve Reeb'in (2002) çalışmaları,**

Aile şirketlerinde borcun temsil maliyetini test etmişlerdir. Borcun temsil maliyeti temelde şirketin hissedarları ile borç verenleri arasında risk üstlenimi ve kar dağıtımını konularında meydana gelen çıkar çatışmalarının sonucudur. Araştırmanın temelini, sahiplik yapısının borcun temsil maliyeti üzerindeki etkisi oluşturmaktadır. Bu görüşü test etmek için, benzer teşvik uygulamaları olan aile şirketlerini, sahiplik yapısının borcun maliyetini etkileyip etkilemediğini ölçmede, kullanmışlardır. Bu bağlamda iki hipotezi test etmişlerdir. Birincisi, aile şirketlerinin finansmanda kullandıkları borcun maliyetinin aile şirketi olmayan firmalara göre düşük olup olmadığı, ikincisi ise, aile'nin firmadaki sahiplik düzeyi veya şeklinin borcun maliyetine etkisi olup olmadığıdır.

Veriler; Lehman Brothers ve S&P 500 endüstri endeksinden elde edilmiştir. Aile'nin sahipliği ve borç ile finansmanın maliyeti değişkenlerini kullanmışlardır. Aile sahipliği firmadan firmaya, sektörden sektöre değişiklik göstermektedir bu nedenle aile sahipliği değişkenini ikili değişken(binary variable) olarak

tanımlamışlardır. Şirketin aile şirketi olup olmasını kukla değişken olarak tanımlamışlardır. Aile şirketi olanlar içinse ayrıca yönetim kurulu üyeliği, hissedarlar içerisinde aile üyelerinin sahipliğinin oranı ve nitelikli pay sahipleri arasındaki aile üyelerinin sahipliği kullanılmıştır. Borç ile finansmanın maliyeti ise, ilgili dönemde firmanın tahvillerinin vadeye kadar getirisi ile hazine bonolarının vadeye kadar getirisi arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Firmanın vadeye kadar getirisi, gelecekte sağlanacak olan nakit akımlarının bugünkü değerini tahvilin değerine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanmıştır. Modelin kontrol değişkenleri ise nakit akımlarının(net kar+amortisman) toplam varlıklara oranı olarak tanımlanan firma performansı, firma riski (nakit akımlarının uzun vadeli borçlara oranının standart sapması), kaldıraç oranı(uzun vadeli borçlar/ toplam pasifler), aktif toplamın doğal logaritması olarak ölçülen firma büyüklüğüdür. Borçlanma ile ilgili ise borcun süresi, firmanın kredi derecesi ve tahvilin ihracı ile ödeneceği tarih arasındaki fark (Bond liquidity) değişkeni kullanılmıştır.

Analizde farklı sektörlerden 1052 firmanın 5 yıllık verileri kullanılmıştır. Regresyon denklemlerinden birincisinde, borcun maliyeti ile finansmanı gösteren değişken bağımlı, kukla değişken olarak kullanılan aile şirketi değişkeninin de yer aldığı diğer değişkenler ise bağımsız değişken olarak yer almıştır. Sonuçlara göre, aile şirketlerinde borcun maliyeti daha düşüktür. Analize aile üyesi olan CEO, ücret ödenerek aile dışından CEO, kurucu ortak olan CEO ve firma hisselerinin %5'inden fazlasına sahip olan ve firmayla hissedar olmaktan başka bağı olmayanlar sırasıyla kukla değişkenler olarak dahil edilmişlerdir. Daha önceki ampirik çalışmalarda sahiplik yapısı ile performans arasında doğrusal olmayan ilişki olduğunu ortaya koymuştur bu nedenle kurulan diğer bir regresyon denkleminde ise ilk denklemdeki

değişkenler aynı kalmakla beraber, ailenin sahipliğinin %12'den fazla olup olmadığına ilişkin kukla değişken kullanılmıştır. Doğrusal olmayan ilişkinin test edilmesi için, diğer değişkenler ilk denklemden aynı olmak üzere, aile sahipliği değişkeni ile aile sahipliğinin karesi değişkenini içeren diğer bir denklem kurulmuştur.

Sonuç olarak firmanın sahiplik yapısının hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarını önemli ölçüde etkilediği görülmektedir. Borç verenler aile şirketlerinin ödeme alışkanlıklarının daha iyi olduğunu ve firmanın kendi çıkarlarını koruduğunu düşünmektedir. Aile şirketlerinde borçla finansmanın maliyetinin daha düşük olduğu ve borcun temsil maliyetinin daha düşük olduğu sonucuna varmışlardır.

- **Brooks ve Davidson'un (2003) çalışmaları,**

Ar-ge harcamalarındaki artışın ve temsil maliyetlerinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analizde 13 gelişmiş ülke ekonomisinden 24000 firmanın 3 yıllık verileri kullanılmıştır. İki hipotezi test etmişlerdir. Birincisi temsil probleminin ar-ge üzerindeki etkisi. İkincisi ise yüksek temsil maliyeti olan firmalarda ar-ge harcamalarının düşük olacağı, yüksek olsa bile firma değerine katkı yapamayacağıdır. Temsil maliyetini toplam varlıklar/satışlar olarak tanımlamışlar ve temsil maliyeti yüksek olan firmalarda firma değerinin daha düşük olacağını belirtmişlerdir. Kurdukları Model Aşağıdaki gibidir;

$$Q_{i,t} = a_0 + a_1 \text{Log}(\text{Varlıklar}_{i,t}) + a_2 \text{DY}_{i,t} + a_3 \text{Borç/Varlıklar}_{i,t} + a_4 \text{ROA}_{i,t} + a_5 \text{Ar-Ge/Satışlar}_{i,t} + a_6 \text{Agency}_{i,t} + \text{Endüstri} + \text{Ülke} + \text{Yıllık Veriler} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Q = \text{Tobin } Q(\text{firma değerinin ölçüsü})$$

$\text{Log}(\text{Varlıklar}) = \text{Toplam varlıkların doğal logaritması (büyüklüğün ölçütü)}$

$\text{DY} = \text{Temettü Getirisi}$.

Borç/Varlıklar (kaldıraç oranı borçlanmanın ölçütü)

$\text{ROA} = \text{Aktif karlılığı}$

$\text{Ar-Ge} = \text{Ar-ge Harcamaları/Satışlar}$

$\text{Agency} = \text{varlıklar/satışlar}$

Firmanın bulunduğu ülke ve sektörü kukla değişkenler.

Büyüklik, temettü verimi, kaldıraç oranı ve aktif karlılığı modelin kontrol değişkenleridir. Regresyon modelinin sonuçlarına göre; ar-ge giderleri ile firma değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Temsil maliyeti ile firma değeri arasında anlamlı ilişki bulamamışlardır. Daha sonra modele tanımladıkları 4 kukla değişkeni dahil etmişlerdir. Ar-Ge değişkeninin değeri %75'ten büyük olduğu firmaları "yüksek Ar-Ge" kukla değişkeni olarak adlandırmış ve %75'ten büyük ise 1 küçük ise 0 değeri vermişlerdir. Aynı şekilde, Ar-Ge değişkeninin değeri %25'ten küçük olduğu firmaları "düşük Ar-Ge" kukla değişkeni olarak adlandırmış ve %25'ten küçük ise 1 küçük ise 0 değeri vermişlerdir. Agency değişkeni için de yine iki kukla değişken tanımlayıp modeli test etmişlerdir. Değişken Ar-Ge kukla değişkenindeki oranlarla aynı şekilde tanımlanmıştır. Sonuç olarak, yüksek Ar-Ge harcaması olan firmalarda firma değerinin daha yüksek olduğu, temsil maliyetindeki artışın da firma değerine olumsuz etki yaptığı sonucuna ulaşmışlardır. Kurmuş oldukları modelleri tanımladıkları değişkenleri kullanarak, farklı ülkeler ve farklı sektörler için de aynı şekilde test etmişleridir.

- **Ang, Cole ve Lin'in (2000) çalışmaları,**

Farklı sahiplik ve yönetim yapılarında, temsil maliyetini ölçmüşlerdir. Analizlerinde National Survey of Small Business Finance (NSSBF)'nin veri tabanından faydalanarak, 1708 tane küçük ölçekli firmanın verilerini kullanmışlardır. Araştırmanın hipotezleri aşağıda sıralanmıştır;

- 1-Hissedar olmayan yöneticilerin olduğu firmalarda temsil maliyeti daha yüksektir.
- 2-temsil maliyeti ile yönetsel sahiplik arasında ters yönlü ilişki vardır.
- 3-yönetici olmayan hissedarların sayısı arttıkça temsil maliyetleri de artar.

Temsil maliyetlerini ölçmek için 2 farklı değişken kullanmışlardır;

1. Yöneticilerin, yöneticilere ödenen ücretleri de kapsayan, faaliyet giderlerini kontrol edebilmedeki etkinliğini ölçmek için kullanılan "Faaliyet giderleri / Satışlar" değişkeni,
2. Karlı olmayan yatırım fırsatları, verimli olmayan yatırımın göstergesi olan ve firmanın varlıklarının ne kadar etkin kullanıldığını ölçmek için kullanılan "Satışlar / Toplam Varlıklar" değişkeni.

1. değişken ile temsil maliyetleri arasında aynı yönlü, 2. değişken ile ters yönlü ilişki olduğunu söylemektedirler.

Sahiplik yapısını ölçmek için 4 farklı değişken kullanmışlardır,

1. Tek hissedarın sahip olduğu firmalar,
2. %50'den fazla hissesi tek bir aile tarafından kontrol edilen firmalar,
3. Yönetici olmayan hissedarların sayısı,
4. Dışardan kiralanan yöneticiler yerine hissedarlar tarafından yönetilen firmalar.

Özellikle küçük işletmelerde bankalar en önemli Dışsal izleme mekanizması olarak görülmektedir. Bankalar yöneticileri daha şeffaf olmaya yöneltirken hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Bankaların izleme ve işlevlerini ölçmek için üç değişken kullanmışlardır,

1. Firmanın çalıştığı toplam banka sayısı,
2. Firmanın ağırlıklı olarak çalıştığı banka ile kaç yıldan beri çalıştığı,
3. Firmanın “borç / toplam varlıklar” oranı,

Firmanın yaşı ve yıllık satışların logaritması olarak tanımlanan değişkenler modelin kontrol değişkenleridir.

Yöneticilerin hissedar olduğu ve hissedar olmayan yöneticilerin olduğu firmaları iki gruba ayırarak; tek bir kişinin sahip olduğu firmalar, tek bir kişinin firma hisselerinin %50’sinden fazlasına sahip olduğu firmalar, tek bir ailenin firma hisselerinin %50’sinden fazlasına sahip olduğu firmalar ve hiç kimsenin firmanın %50’sinden fazlasına sahip olmadığı firmalar için temsil maliyeti için tanımladıkları değişkenleri kullanarak ortalama, ortanca ve t değerleri hesaplamışlardır.

Kurdukları iki ayrı modelde her bir temsil maliyeti değişkenini bağımlı değişken olarak kullanarak temsil maliyetleri ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Her bir modelde yukarıda tanımlanan değişkenleri kontrol değişkenleri ile modele dahil ederek tek tek test etmişler, daha sonra yine her bir model için tüm değişkenleri regresyon denkleminde dahil ederek modeli test etmişlerdir.

Sonuç olarak, hipotezleri paralelinde şu bulguları elde etmişleridir;

1. Hissedar olmayan yöneticiler tarafından yönetilen firmalarda temsil maliyetleri artmaktadır,

2. Yöneticilerin hisse payı ile temsil maliyetleri arasında ters yönlü ilişki vardır,
3. Yönetici olman hissedarların sayısı arttıkça temsil maliyetleri de artmaktadır,
4. Bankaların izleme faaliyetleri, temsil maliyetlerini düşüren pozitif bir dışsallık yaratmaktadır.

- **Uğurlu'nun (2000) çalışması,**

Türkiye'deki üretici firmalarda içsel ve dışsal izleme mekanizmalarının karşılıklı etkileşimini kullanarak Temsil maliyetlerini kontrol altına alınıp alınamayacağını test etmiştir. Analizde İSO ve İMKB'de bulunan 134 firmanın verilerinin yanında sahiplik yapısının test edilmesi için bu firmalarda doğrudan genel müdürlerle yapılan anket sonuçlarını veri olarak kullanmıştır. Modelde Aşağıdaki değişkenleri kullanmıştır:

Kaldıraç: toplam borçlar / toplam varlıklar,

Aktif karlılığı,

Toplam satışların logaritması,

Net Satışlar / Toplam Varlıklar,

Ar-ge harcamaları / Toplam Satışlar,

Firma'nın yaşı,

En büyük hissedarın ve en büyük üç hissedarın sahipliği,

Yönetim kurulundaki hissedar olan yöneticilerin oranı,

Yönetim kurulunun büyüklüğü,

Kurumsal yatırımcıların sahipliği,

Yöneticilerin sahipliği,

Aile'nin firmadaki sahipliği,

Analizdeki 77 firma İMKB'de işlem görmektedir bu değişken ise kukla değişken olarak yer almaktadır.

Yukarıdaki değişkenlerden kaldıraç oranı, yabancı kurumsal yatırımcıların sahipliği, hâkim ortağın ve ortakların sahipliği, yönetim kurulundaki hissedarların oranı, aile'nin sahipliği ve yönetim kurulunun büyüklüğü değişkenleri temsil maliyetlerini kontrol altına alma araçları olarak seçilmiş ve bunların bağımlı değişkenler olarak yer aldığı 6 eş anlı regresyon denklemi kurulmuştur. İstatistiksel metod olarak sıradan en küçük kareler yöntemi kullanılarak test edilen regresyon denklemlerinin sonuçlarına göre;

Yönetim kurulunda hissedar olan yöneticilerin oranı ile ailenin sahipliği arasında pozitif yabancı kurumsal yatırımcıların sahipliği ve hakim ortağın veya ortakların sahipliği arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. yönetim kurulunun büyüklüğü ile -kaldıraç oranı hariç- tüm değişkenler arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yöneticiler tarafından kontrol edilen firmalar kurumsal yatırımcılar tarafından kontrol edilen firmalara göre daha düşük kaldıraç oranına sahiptir. Üst yöneticilerin izlenmesinde ailenin sahipliği, kurumsal yatırımcıların sahipliği etkin araçlardır.

- **Cohen ve Yagil'in (2006) çalışmaları,**

Pozitif NBD' ye sahip olan projelerin temettü ödemeleri nedeniyle reddedilmesinden kaynaklanan temsil maliyetlerini incelemiştir. Kanada, ABD, Japonya, Almanya ve İngiltere'deki firmaların üst düzey yöneticileri ile anket çalışması yapmışlardır. Ankette aşağıdaki soruları sormuşlardır:

1. Temettü ödemek için NBD' si pozitif olan projeleri ne sıklıkla reddedersiniz?(1=hiçbir zaman, 5= Her zaman)
2. Hisse senetleriniz değeri temettü ödemelerine ne derece duyarlıdır?(1=duyarlı değildir, 5=Çok duyarlıdır)
3. Firmanız ile yatırımcılar arasındaki bilgi akışını nasıl tanımlarsınız?(1=çok düşük, 5=çok yüksek)
4. Son yıldaki satış rakamınız nedir?(1= 25 milyon \$'dan az, 6 =5 milyar \$'dan fazla)

Araştırmanın sonuçlarına göre; firmalarda NBD' nin reddedilmesi sonucunda temettü ödenmesi kararına bağlı olarak temsil maliyetlerinin varlığından söz edilebileceği bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca temsil maliyetleri ile firma büyüklüğü ve hisse senedi duyarlılığı arasında pozitif bilgilenme düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

- **McMahon (2004) çalışması,**

Halka açık olmayan küçük işletmelerde sermayenin temsil maliyetini test etmişlerdir. Çalışmalarının temelini Ang v.d 2000 yılında yapmış olduğu çalışma oluşturmaktadır. Araştırmanın hipotezleri şöyledir;

- 1- Kaldıraç oranı, sahiplik ve yönetim yapısından etkilenmemektedir,
- 2- Temsil ilişkisinin daha karmaşık olduğu işletmelerde temsilcileri izleme araçları daha yaygındır,
- 3- Faaliyet harcamaları oranı sahiplik ve yönetim yapısından etkilenmemektedir,
- 4- Temsil ilişkisinin yoğun olduğu işletmelerde Aktif devir hızı daha düşüktür,

- 5- Aktif karlılığı sahiplik ve yönetim yapısından etkilenmemektedir,
- 6- Daha yüksek büyüme oranı olan işletmelerde temsil ilişkisi daha yoğundur.

Çalışmada Avustralya'daki 871 küçük ölçekli işletmenin 4 yıllık verileri kullanılmıştır. Tanımladıkları her değişken için farklı sahiplik ve yönetim yapılarındaki temsil maliyetlerini ki-kare veya Mann-Whitney testleri gibi farklı istatistiksel yöntemler kullanarak test etmişlerdir. Analizde kullanılan değişkenler aşağıda sıralanmıştır;

Kaldıraç oranı(toplam borçlar/toplam varlıklar),

Faaliyet giderleri / Toplam Satışlar,

Finansal izleme aktivitelerini ölçmek için kullanılan bütçe öngörülerini ve düzenli gelir ve harcamalar değişkeni,

Aktif devir hızı,

Aktif karlılığı,

Aktif büyüklüğü, satışlardaki artış, çalışan sayısı ve faaliyet gösterdiği yıl kullanılarak düşük, orta ve yüksek büyüme oranı olarak gruplandırılan büyüme değişkeni.

Sonuç olarak öngördükleri hipotezlerinin istatistiksel olarak doğru olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

- **Wu ve Jan'ın (2004) çalışmaları,**

Analizlerinde serbest nakit akımlarından kaynaklanan temsil problemlerini, sermaye yapısı kararlarında sahiplik yapısının etkisini de dikkate alarak test etmişlerdir. Çalışmada Japonya'daki 833 firmanın 1992-2000 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırmanın hipotezleri şunlardır;

1. Kaldıraç oranı ile firmanın büyüme olanakları arasında ters yönlü, serbest nakit akımları (SNA) arasında ise aynı yönlü bir ilişki vardır. SNA ile kaldıraç oranı arasında ki ilişki düşük büyüme oranı olan firmalarda yüksek büyüme oranı olan firmalara göre daha güçlüdür.
2. Kaldıraç oranı ile yönetsel sahiplik ve kurumsal yatırımcıların sahipliği arasında ters yönlü bir ilişki vardır.

Hipotezleri test etmek için üç ayrı model kurmuşlardır; kurdukları birinci modelde kaldıraç oranı bağımlı değişken olarak yer almış bunun dışında aşağıda tanımlanan 16 değişken bağımsız değişken olarak yer almışlardır ve model sırada en küçük kareler yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Diğer bir modelde ise kaldıraç oranının ve yönetsel sahipliğin bağımlı değişken olarak yer aldığı iki ayrı denklem kurmuşlardır ve bu iki denklemleri iki aşamalı en küçük kareler yöntemi ile test etmişlerdir. Kurdukları son denklem sisteminde ise kaldıraç oranını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır fakat kaldıraçın (t) yılındaki değerini, bağımsız değişkenlerin ise (t-1) zamanındaki değerini veri olarak almış ve sıradan en küçük kareler yöntemini kullanarak modeli test etmişlerdir. Modellerde kullanılan değişkenler şunlardır:

Kaldıraç,

Yönetsel sahiplik(yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün sahip olduğu hisse senedinin oranı),

Banka (bankalar tarafından elde bulundurulmuş hisselerin oranı),

Diğer Finansal kurumlar(yatırım fonları, emeklilik fonları v.b banka dışı finansal kurumlar tarafından elde bulundurulmuş hisselerin oranı),

Diğer kurumsal yatırımcılar tarafından elde bulundurulmuş hisselerin oranı,

Serbest nakit akışları,

Karlılığın ölçütü olarak “Faaliyet karı / toplam satışlar”,

Büyüme olanaklarının ölçütü olarak; (Varlıkların defter değeri– hisse senetlerinin defter değeri +hisse senetlerinin piyasa değeri) / Varlıkların defter değeri,

Firma büyüklüğü (Toplam varlıkların logaritması),

Ar-ge harcamaları / toplam varlıklar,

Reklâm ve pazarlama harcamaları / toplam varlıklar,

Toplam amortisman giderleri / toplam varlıklar,

“Faaliyet giderleri / toplam satışlar”ın standart sapması,

Hisse senetlerinin aylık getirisinin standart sapması,

Üretim sektöründe olup olmaması ve borsaya kote olup olmaması da kukla değişkenler olarak modelde yer almıştır.

Çalışmanın bulguları hipotezler ile örtüşmektedir. Hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının, büyüme fırsatları ve serbest nakit akımlarına bağlı olarak değiştiği ve sermaye yapısı politikasında sahiplik yapısının düzenleyici rolü olduğu sonucuna varmışlardır.

- **Güney ve Özkan (2005) çalışmaları,**

Çalışmalarında temsil maliyetleri ile borcun vadesi arasındaki ilişkiyi nakit akımları ve kontrol hakları arasındaki farklılıklar ile yönetsel sahipliğin etkisini dikkate alarak ampirik olarak test etmişlerdir. Borcun vadesi hissedarlar ile borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetlerinin düşürülmesinde etkin rol oynamaktadır. Kısa vadeli borçlanmanın uzun vadeli borçlanmaya kıyasla karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmamasından kaynaklanan

temsil maliyetlerinin düşürülmesinde daha etkin olduğunu söylemektedirler.

Çalışmanın üç hipotezi vardır, Bunlar aşağıda sıralanmıştır;

Borcun vadesi ile yönetsel sahiplik arasında ters yönlü bir ilişki vardır,

Çok ortaklı firmalarda, yönetsel sahiplik ile borcun vadesi arasındaki ilişkinin şiddeti daha düşüktür,

Nakit akımlarından pay alan hissedarların firmada nitelikli paya sahip ortak olma oranı düşükçe borcun vadesi uzamaktadır.

Araştırmada İngiltere’deki 780 firmanın verileri kullanılmıştır. Modelde kullanılan değişkenler aşağıda sıralanmıştır;

Modelde bağımlı değişken olarak yer alan “uzun vadeli borçlar/toplam borçlar” olarak tanımlanan borcun vadesi değişkeni,

Kaldıraç oranı (toplam borçlar/toplam varlıklar),

Büyüme olanaklarının göstergesi olarak kullanılan piyasa değeri/defter değeri oranı,

Toplam varlıkların logaritması alınarak hesaplanan firma büyüklüğü değişkeni,

Varlıkların vadesi(toplam maddi duran varlıklar/dönemin tüm amortisman giderleri),

“Faiz, vergi ve amortisman öncesi kar / toplam varlıklar”ın standart sapması olarak ölçülen oynaklık değişkeni,

Likidite oranı,

Yöneticilerin sahip olduğu hisselerin oranı,

%10 ve üzeri hisseye sahip olanların diğer hissedarlara oranı olarak tanımlanan değişken.

Kurdukları regresyon modelinde farklı sahiplik yapılarındaki firmalarda sahiplik yapısı ile borcun vadesi arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Araştırmanın sonuçlarına göre öngördükleri üzere borcun vadesi ile yönetsel sahiplik arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Nitelikli paya sahip ortaklar ile diğer hissedarlar arasındaki fark büyüdükçe borcun vadesi kısalmaktadır. Ayrıca öngörüldüğü üzere çok ortaklı firmalarda yönetsel sahiplik ile borcun vadesi arasındaki ilişkinin şiddeti çok ortaklı firmalarda daha düşüktür.

- **Doukas, Kim ve Pantzalis (2002) çalışmaları.**

Hisse senedi analizinin izleme mekanizması olarak yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarında oynadığı rolü analiz etmişlerdir. Hisse senedi analizinin, yöneticilerin firma değerini düşürecek aktivitelere yönelmemelerini sağlayacak şekilde onları kısıtladığı ve firma değerini arttırarak temsil maliyetlerini düşürdüğünü belirtmişlerdir.

Araştırmalarında 7.000 firmanın 1994- 1998 yılları arasındaki v verilerini kullanmışlardır. Modelde kullanılan değişkenler aşağıda sıralanmıştır;

Tobin Q = [hisse senetlerinin piyasa değeri+uzun vadeli borçlarının defter değeri(kısa vadeli yükümlülükleri-kısa vadeli varlıkları)]/toplam varlıklar,

Uzun vadeli borçlar/toplam varlıklar,

Firma büyüklüğü(toplam varlıklar),

Satışlardaki büyüme,

New York menkul kıymetler borsasına kote olup olmasını gösteren kukla değişken,

Üst yöneticiler tarafından elde bulundurulan hisse senetlerinin oranı,

Kurumsal yatırımcılar tarafından elde bulundurulan hisse senetlerinin oranı,

Öngörüde bulunan Menkul kıymet analist sayısı,

Modelde temsil maliyeti firmanın büyüme fırsatları ve serbest nakit akınları (SNA) arasındaki etkileşim dikkate alınarak üç farklı şekilde ölçülerek bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir.

1.Temsil Maliyeti=(Tobin Q-kukla*SNA); eğer firmanın tobin q' su 1'den küçük ise düşük büyüme fırsatının göstergesi olarak kukla değişken 1, tersi durumda 0 değerini alacaktır.

2,Temsil Maliyeti=(Satışlardaki Büyüme-kukla*SNA); eğer firmanın satışlarındaki büyüme ortalamasının altında ise düşük büyümenin göstergesi olarak kukla değişken 1, tersi durumda 0 değerini almaktadır.

3.Temsil Maliyeti=(Satışlardaki Büyüme-kukla*SNA); eğer firmanın satışlarındaki büyüme bulunduğu sektörün ortalamasının altında ise düşük büyümenin göstergesi olarak kukla değişken 1, tersi durumda 0 değerini almaktadır.

Temsil maliyeti ve hisse senedi analizi ilişkisini ölçmek için kurulan modeller Tobit regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Ayrıca firma değerinin ölçütü olarak Tobin 'in Q' sunun bağımlı değişken olarak kullanıldığı ve temsil maliyeti haricindeki diğer değişkenlerin bağımsız değişkenler olarak yer aldığı diğer bir model kurularak firma değeri ile hisse senedi analizi arasındaki ilişki sıradan en küçük kareler yöntemi kullanılarak test edilmiştir.

Araştırmanın sonuçlarına göre hisse senedi analizi etkin bir izleme aracı olarak firmalarda sahiplik ve kontrolün farklılaşmasından kaynaklanan temsil maliyetlerini düşürmektedir. Ayrıca hisse senedi analizi izleme aracı olarak tek sektörde faaliyet gösteren firmalarda, birden çok sektörde faaliyet gösteren firmalara kıyasla daha etkindir.

5- DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI, METODOLOJİ ve AMPRİK BULGULAR

Çalışmada işletmelerde temsil maliyetlerini test etmek için iki farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Bağımlı değişkenlerden birincisi; yöneticilerin, yöneticilere ödenen ücretleri de kapsayan, faaliyet giderlerini kontrol edebilmedeki etkinliğini ölçmek için kullanılan “Faaliyet Giderleri / Satışlar” değişkeni, ikincisi ise; serbest nakit akımlarının neden olduğu çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri test etmek için kullanılan “Nakit Akımları / Toplam Varlıklar” değişkenidir. Her bir bağımlı değişken için kurulan regresyon modellerinde firma büyüklüğü ve piyasa performans ölçütü olarak tanımlanan “piyasa değeri / defter değeri” oranı kontrol değişkenleri olarak yer almışlardır. Kontrol değişkenleri dışında gelirlerdeki oynaklık ve firma riskliliğinin yanı sıra ortaklık yapısı, yatırımcı profili, temettü ve borçlanma politikasını ölçmek için tanımlanan bağımsız değişkenler ayrı ayrı modele dahil edilmişlerdir.

5.1- BAĞIMLI (İÇSEL) DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Temsil maliyetlerinin test etmek için modelin bağımlı (içsel) değişkenleri olarak; “Faaliyet giderleri/Toplam Varlıklar” $TM(FG/TV)$ ve “Nakit Akımları / Toplam Varlıklar” $TM(NA/TV)$ değişkenleri kullanılmıştır.

Firmalarda pazarlama, yönetim ve Ar-Ge giderlerinden oluşan faaliyet giderleri, yöneticilere ve denetçilere ödenen ücretlerin yanı sıra reklam ve Ar-Ge harcamalarını da içeren firmanın esas faaliyetlerini yürütürken katlandığı giderleri kapsamaktadır. Dolayısıyla artan faaliyet giderleri firma için önemli bir maliyet unsuru olmaktadır. Yöneticilere ödenen ücretlerdeki artış, eldeki kaynakların reklam

ve Ar-Ge harcamaları gibi nakit akışı sağlamayan kaynaklara aktarılması, denetim ve personel giderlerindeki yükselme, firmanın borç verenler, hissedarlar ve yöneticiler arasında çıkar çatışmalarından kaynaklı maliyetlere katlanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, faaliyet giderlerindeki artışın temsil maliyetlerinde de artışa neden olacağı söylenebilir. Çalışmada temsil maliyetlerinin göstergesi olarak faaliyet giderlerine ilişkin değişken Ang, Cole ve Lin'in (2000) çalışmalarında tanımladıkları şekilde;

$$TM(FG/TV)_j = \frac{1}{5} \sum_{n=1}^5 \frac{\text{Faaliyet Giderleri}_{jn}}{\text{Toplam Varlıklar}_{jn}} \quad [2]$$

olarak tanımlanmıştır.

Jensen' e göre (1986), Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çoksa, hisse senedi sahiplerinin aleyhine kendi faydalarını maksimize etmeye çalışan yöneticiler nedeniyle temsil maliyetlerinin yüksek olma olasılığı da o kadar çoktur.

Faydalarını serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kâr payı ödemelerine sıcak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya iter. Yöneticiler karlı bir yatırım projesine 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). Dolayısıyla firmanın sağlamış olduğu nakit akımları yöneticiler ile borç verenler ve hissedarlar arasında nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerine neden olmaktadır. Özellikle 1990'dan sonra yapılan araştırmalarda nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetleri literatürde önemli yer tutmaktadır.

Çalışmada bağımlı değişken olarak yer alan nakit alımlarından kaynaklanan temsil maliyeti değişkeni aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır;

$$TM(NA/TV)_j = \frac{1}{5} \sum_{n=1}^5 \frac{(\text{Dönem Net Karı}_{jn} + \text{Dönem Amortisman Giderleri}_{jn}) - \text{Nakit Temettü}_{jn}}{\text{Toplam Varlıklar}_{jn}} \times 100 \quad [3]$$

5.2- BAĞIMSIZ (DIŞSAL) DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Regresyon modelinde, firma büyüklüğü ve piyasa performans ölçütü olarak tanımlanan “piyasa değeri / defter değeri” oranı kontrol değişkenleri olarak tüm denklemlerde yer almışlardır. Kontrol değişkenleri yanı sıra finansal politika değişkenleri olarak tanımlanan ortaklık yapısı, yatırımcı profili, temettü ve borçlanma politikasının temsil maliyetleri üzerindeki etkisini ölçmek için tanımlanan bağımsız değişkenler ayrı ayrı modele dahil edilmişlerdir. Gelirlerdeki oynaklık ve firma riskliliği de diğer bağımsız değişkenler olarak modele dahil edilmiştir.

5.2.1 - KONTROL DEĞİŞKENLERİ

- *Firma Büyüklüğü;*

Firmanın büyüklüğü arttıkça yöneticilerin, gereken yatırımın miktarındaki büyük artış nedeniyle daha düşük oranda hisse senedi bulunduracakları beklenmektedir. Bu artışla beraber yöneticiler firma büyüklüğü arttıkça, varolan hisse senetlerinden daha az miktarda ellerinde bulunduracaklardır. Buna ilaveten, veri bir borç düzeyi için, bankanın varlıklarının büyüklüğü arttıkça, iflas olasılığı azalmakta ve bu durum da firmanın kaynak bileşimindeki borç/özkaynak oranında

bir artışa izin vermektedir. Sonuç olarak, daha büyük firmaların özkaynak için ilave fon ihtiyaçlarında finansal piyasalara daha çok erişim olanağına sahip olduğunu ve bunun da yeni hisse senetleri için daha düşük beklenen ihraç maliyetlerine ve artan temettü dağıtımının gerçekleşmesine neden olacağını söyleyebiliriz .

Firma büyüklüğünü (BYK) ölçmek için firmanın 5 yıllık ortalama toplam varlıklarının doğal logaritması alınmıştır.

$$BYK_j = LN \left(\frac{1}{5} \sum_{n=1}^5 \text{TOPLAM VARLIKLAR } j_n \right) \quad [4]$$

- “Piyasa Değeri/Defter Değeri” Oranı;

Firmaların performanslarının artması karlılıklarının artmasına ve hisse senetlerinin değer kazanmasına neden olmaktadır. Karlılığı ve piyasa değeri artan firmanın yöneticileri daha yüksek ücret, hissedarlar temettü dağıtılmasını ve borç verenler ise borçlarının ödenmesini talep edeceklerdir. Dolayısıyla performansa ve büyüme olanaklarına bağlı olarak firmalarda temsil probleminden söz edilebilir. Güney ve Özkan (2005); Doukas, Kim ve Pantzalis (2002); Pawlina ve Reneeboeg (2005); Chi (2005); Anderson, Mansi ve Reeb (2002) tarafında yapılan çalışmalarda firma performansının temsil maliyetleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem gören firmalar için performans ölçütü olarak “Piyasa Değeri / Defter Değeri” oranı kullanılmıştır.

5.2.2 – SAHİPLİK YAPISI DEĞİŞKENLERİ

Firmanın sahiplik yapısı, gerek finansal gerekse faaliyetlerle ilgili kararların alınmasında önemli rol oynamaktadır. Değişen sahiplik yapısına bağlı olarak firmanın yönetimi, hissedarları ve borç verenleri alınan kararlardan doğrudan etkilenmektedir. Temsil teorisinin temelini oluşturan, Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya konulan firma sahiplerinin firma hisselerinin tamamına sahip olmadığı takdirde o firmada temsil probleminden buna bağlı olarak da temsil maliyetlerinden söz edileceğinden yola çıkarak temsil maliyetlerinin belirleyici faktörlerinden birinin firmanın sahiplik yapısı olduğunu söyleyebiliriz.

Regresyon modelinde sahiplik yapısını temsil eden üç farklı değişken kullanılmıştır. Birincisi firmanın hakim ortağının sahiplik oranı, diğeri firmanın yabancı ortağı olup olmamasına göre tanımlanan ve modelde kukla değişken olarak yer alan (yabancı ortak olması durumunda 1, aksi takdirde 0) yabancı sahipliği değişkeni ve son olarak halka açıklık oranı olarak hesaplanan halka açıklık değişkenidir.⁷

⁷ Temsil teorisinin test edilmesinde önem arz eden diğer bir kavram olan Yönetmel Sahiplik (managerial ownership) bu alanda yapılan birçok ampirik çalışmada değişken olarak modele dahil edilmiştir. Fakat, analizimize konu olan Türkiye'deki firmaların yöneticilerinin ellerinde bulunan hisse senedi sayısına ulaşılabilecek bir veri tabanı bulunmamaktadır. Ayrıca çalışmada kullanılan ve İ.M.K.B'den temin edilen mevcut bilgilerde halka açıklanan bilgiler içerisinde yöneticilerin sahip olduğu hisse senedi miktarı belirtilmemektedir. Bu nedenlerden ötürü yönetmel sahipliği temsil edebilecek bir değişken tanımlanamamıştır.

5.2.3 – TEMETTÜ DEĞİŞKENLERİ

Temsil problemi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan maliyetlerle doğrudan ilişkisi olan finansal politika araçlarından bir diğeri ise firmanın ödediği temettülerdir. Daha önceki bölümlerde değindiğimiz üzere artan temettü ödemeleri sonucunda firmanın dışardan sermaye sağlama gereksinimi artmaktadır, bunun doğal sonucu olarak yöneticiler hissedarların çıkarlarını koruma konusunda daha özenli davranmaktadırlar. Ayrıca kaynak gereksiniminin doğal sonucu olarak, firmaya yatırım yapmak isteyen yatırımcılar tarafından firma yöneticilerinin kararları daha yakından izlenecektir.

Ülkemizde firmalar tarafından nakit temettü ödemesine sık rastlanmamaktadır. Ayrıca yaşanan krizlerin etkilerinden dolayı analize konu olan birçok firma 2002 ve 2003 yıllarında zarar etmiştir. Temettü oranı modele dahil edildiğinde, temettü ödemelerinin temsil maliyetleri üzerindeki etkilerini tam olarak açıklanmayacaktır. Bu nedenle Temettü ödemelerinin etkisini test edebilmek için modele ikisi kukla değişken olmak üzere üç farklı değişken dahil edilmiştir. Değişkenlerden “TEM 1” olarak tanımlanan değişken incelenen 5 yıllık periyotta firmaların temettü ödemesi yapıp yapmadıkları gösteren değişkendir. Kukla değişken olarak tanımlanan “TEM 1”, eğer firma 5 yıl içerisinde 1 veya daha fazla temettü ödemesi yapmışsa 1, hiç temettü ödemesi yapmamışsa 0 değer almaktadır. “TEM” incelenen 5 yıllık dönemde firmanın toplam kaç kere temettü ödemesi yaptığını göstermektedir ve 0 ile 5 arasında değer almaktadır. “TEM 3” olarak tanımlanan değişken ise 3 defa daha fazla temettü ödemesi yapanlara 1, 3 seferden daha az temettü ödemesi yapanlar 0 değerini alacak şekilde kukla değişken olarak modele dahil edilmiştir.

5.2.4 – BORÇLANMA DEĞİŞKENLERİ

Bir önceki bölümde açıklandığı üzere İşletmelerin sermaye yapısında artan borç oranı, dışardan sağlanan sermaye (outside equity) ihtiyacını azaltmaktadır. Konuya temsil maliyetleri çerçevesinden yaklaştığımızda, artan borç oranının, serbest nakit akımlarının borç faizlerini ödemedeki kullanılmasından ötürü yöneticileri kısıtlandığı ve karlı olmayan yatırımlara yönelmelerini engellediği savunulmaktadır. Borçlanmanın bu etkisi nedeniyle hissedarlar ile yöneticiler arasındaki temsil problemini hafiflettiğini ve buna bağlı olarak sermayenin temsil maliyetini (agency cost equity) azalttığını söyleyebiliriz. Diğer taraftan artan borç oranı firma kaynaklarının dağılımı açısından incelendiğinde borç verenler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına neden olacaktır. Aynı perspektiften değerlendirdiğimizde yöneticiler ile borç verenler arasında nakit akımlarının firma çıkar gruplarına dağılımı konusunda problemlere neden olacaktır. Bu problemlerin firmaya yükleyeceği maliyetler ise borcun temsil maliyetini (agency cost of debt) arttıracaktır.

Modelde firmanın borçlanma yapısını ölçmek için üç farklı değişken tanımlanmıştır. Bu değişkenlerden ilki firmanın borçlanmasının en önemli göstergelerinden olan kaldıraç oranıdır. Kaldıraç oranı aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

$$KAL_j = \text{LN} \left[\frac{1}{5} \sum_{n=1}^5 \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}_{jn}}{\text{Toplam Özkaynaklar}_{jn}} \right] \quad [5]^8$$

⁸ Kaldıraç oranı değişkeninin frekans dağılımı çarpıklık göstermektedir. Bu sorunu gidermek için hesaplanan kaldıraç oranının doğal logaritması alınmıştır.

Modelde borç yapısının göstergesi olarak yer alan diğerk bir değişken ise firmanın toplam finansal borçlarının toplam borçlara oranı olarak tanımlanan “FİN BRC” değişkenidir. Ülkemizde güçlü özkaynak yapısı olmayan firmalar, borç tediye ile alacak tahsil süresi arasındaki farktan kaynaklanan likidite açığına ağırlıklı olarak finans kurumlarından temin ettikleri kaynaklarla finanse etmektedirler. Diğerk taraftan kurumsallaşmalarını tamamlayamayan firmalar için derin olamayan sermaye piyasaları izleme mekanizması olarak etkin rol üstlenememektedir. Bu durumda firmalara borç veren bankalar ve finans kurumları firma faaliyetlerini yakından izlemektedirler.

Modelde borçlanma ile ilgili olarak yer alan son değişken ise firmanın borçlarının vade yapısıdır. İstikrarsız bir piyasada firmalara borç verenler çoğunlukla kısa vadeli borç vermeyi tercih etmektedirler. Belirsizlik ortamında uzun vadeli borçlanma borç verenler açısından risk unsuru içermektedir. Piyasalardan uzun vadeli borç bulabilme kapasitesi olan firmaların kredibilitesinin yüksek olduğu düşünülmektedir. Borcun vadesinin uzaması borç verenlerin firmaya ve yöneticilerine olan güveninin göstergesi olarak yorumlanabilir. Bunun neticesinde borcun vadesinin uzamasının temsil maliyetlerini düşürücü etkisi olduğunu söyleyebiliriz (Dennis v.d., 2000; Myers, 1977; Güney ve Özkan, 2005). Borcun vadesi değişkeni, uzun vadeli borçların toplam borçlara oranı olarak tanımlanmış ve modelde “VADE” şeklinde gösterilmiştir.

5.2.5 – YATIRIMCI PROFİLİ

Özellikle son yıllarda yatırım fonları, emeklilik fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcılar finansal piyasaların en önemli aktörleri arasında yer almaktadırlar. Yeterli bilgi ve tasarrufa sahip olmayan bireysel yatırımcıların ellerinde bulunan fon fazlasının profesyoneller tarafından yönetilmesi ve tek başlarına oluşturamayacakları büyüklükte çeşitlendirilmiş portföylere sahip olmaları bireysel yatırımcıların fonlara yatırım yapmakla sağlayacakları avantajlardandır. Fonlara katılımın diğer bir avantajı ise temsil maliyetleri çerçevesinde değerlendirilebilir. Kurumsal yatırımcılar tarafından oluşturulan fonlara yatırım yapan bireysel yatırımcılar hisse senetlerini ellerinde bulundurdukları firma hakkında yeterli bilgi ve birikime sahip değillerdir. Firma hakkında daha fazla ve doğru bilgilere sahip olan fonlar, yönettikleri portföylerin içerdiği hisse senetlerini sürekli olarak izlemektedirler. İşte yukarıda bahsetmiş olduğumuz yapılarından ötürü kurumsal yatırımcılar hissedarlar adına izleme faaliyetlerini yürütmekte ve böylelikle firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki temsil probleminde kaynaklanan maliyetler azalmaktadır. Kısaca kurumsal yatırımcılar etkin birer finansal ajan olarak firma faaliyetlerini izlemektedirler. Araştırmaya dahil edilen firmalara yatırım yapan yatırımcıların profilini temsil eden üç farklı değişken modele dahil edilmiştir. Değişkenlerden birincisi, firmalara yatırım yapan kurumsal yatırımcıların analize konu olan firmalara yatırım yapan toplam yatırımcıların oranı olarak tanımlanmış ve modelde “KRY” olarak gösterilmiştir. Diğer değişken “YAB YTR” yabancı yatırımcıların toplam yatırımcı sayısına oranı olarak hesaplanmıştır. Yatırımcı profilinin göstergesi olan son değişken “YER YAT” ise yerli yatırımcıların toplam yatırımcılara oranıdır.

5.2.6 – RİSKLİLİK DEĞİŞKENLERİ

Modelde bilanço riskliliğın göstergesi olarak GOYK değişkeni piyasa riskinin göstergesi olarak RİSK değişkeni kullanılmıştır. Firmaların gelirlerindeki oynaklık arttıka, iflas olasılığı artmakta ve firmalar sermaye yapısı kararlarını verirken daha düşük oranda boru kullanmaktadırlar. Borcun maliyetinin artması sonucunda, finansman kaynağı olarak hisse senedi ihrau edilmesi firmalar aauından daha avantajlıdır. Hisse senedi miktarındaki bu artışın sonucu olarak, firmaların daha fazla temettü ödemeleri beklenmelidir. Sonuau olarak firmanın gelirlerindeki oynaklığın artması iflas maliyetlerini ve temsil maliyetini arttırmaktadır (Friend, Lang, 1988). Firmanın gelirlerindeki oynaklık aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$GOYK_{jn} = \text{stdsapma} \left[\frac{\text{NET SATIşLAR}_{jn}}{\text{TOP. VARLIKLAR}_{jn}} \right] \quad [6]$$

Temsil maliyeti ile ilgili olan diğer bir bağımsız değişken ise yeni hisse senedi uıkarmanın maliyetidir (flotation costs). Ortalama hisse senedinin getirisinin standart sapması ne kadar büyük olursa, uıkarılan ilave hisse senetlerinin ihrau maliyeti o kadar büyük olur ve yöneticilerin de bu sonuauan kaauınmak iauin dağıtacakları temettü miktarının da o kadar az olacağı beklenir. Finans piyasalarının yüksek riskin bir işareti olarak yüksek oynaklığı algılaması, daha fazla fonun bulundurulması ve nakit akımlarından temettü olarak daha az dağıtmanın bir doğrulayıcısı olmaktadır (Mendez, Willey, 1995). Hisse senedinin riskliliğini gösteren değişken, ualışmaya dahil edilen firmaların 57 aylık getirilerinin standart sapması ile temsil edilmektedir.

$$RİSK_{jn} = \left(\text{standart sapma (hisse senedinin aylık getirisi)_{jn}} \right) \quad [7]$$

5.3 -VERİ SETİ VE ÖRNEKLEM

Çalışmaya İ.M.K.B'ye kote imalat sektöründeki 144 firma dahil edilmiştir. Firmalar seçilirken hisseleri 2002 – 2006 dönemi boyunca İ.M.K.B'de işlem görenler dikkate alınmıştır. Firmaların ortaklık yapıları İ.M.K.B'nin internet sitesinde yayımlanan şirketler yıllığı verilerinden; temettü ödemeleri, piyasa değeri / defter değeri oranı, firmaların aylık ortalama getiri verileri ve nakit akımlarına ilişkin veriler yine İ.M.K.B' internet sitesindeki verilerden temin edilmiştir. Yatırımcı profiline ilişkin veriler Türkiye Sermaye Piyasası ve Aracı Kurumlar Birliği' Firmaların mali bünyelerine ilişkin veriler ise aracı kurumlara veri sağlayıcısı olarak hizmet veren Finnet firmasının veri tabanından temin edilmiştir⁹. Analize dahil olan imalat sektöründeki firmaların alt sektörlere göre dağılımı Tablo-2'de verilmiştir. Kurulan regersyon modeline ilişkin İstatistiksel analizler yapılırken Minitab yazılımı kullanılmıştır.

Tablo - 2 Firmaların Sektörel Dağılımı.

<i>DİĞER İMALAT SANAYİİ</i>	3
<i>DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ</i>	24
<i>GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN</i>	21
<i>KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN</i>	11
<i>KİMYA, PETROL, KAUÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER</i>	20
<i>METAL ANA SANAYİ</i>	14
<i>METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM</i>	22
<i>ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA</i>	2
<i>TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ</i>	27
TOPLAM	144

⁹ Ülkemizde 2003 ve 2004 yıllarında firmalar enflasyon muhasebesi uygulanmıştır. Çalışmada değişkenlerin hesaplanması için kullanılan 2003 ve 2004 yıllarına ait veriler enflasyon muhasebesi uygulanmış bilanço kalemleri dikkate alınarak, diğer yıllara ilişkin veriler tarihi maliyet esasına göre hazırlanan bilanço kalemleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

5.4- METODOLOJİ

Çalışmada TM(FG/TV) ve TM(NA/TV) değişkenlerinin bağımlı değişkenler olarak kullanıldığı iki ayrı regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyon denklemlerinin her ikisinde de “BYK” ve “PD/DD” değişkenleri kontrol değişkenleri olarak tüm denklemlerde yer almışlardır. Bu değişkenler dışındaki değişkenlerden her biri tek tek modele dahil edilerek her bir değişken için regresyon denklemleri kurulmuştur. Değişkenlere ilişkin frekans dağılımlarını gösteren grafikler ise Ek-1’de sunulmuştur. Değişkenlere ilişkin grafikler incelendiğinde değişkenlerin çoğunun normal dağılıma yakın bir dağılım gösterdiği görülmektedir.

5.5-AMPRİK BULGULAR

- *Model 1 - TM(FG/TV)*

Faaliyet giderleri ölçütüne göre hesaplanan temsil maliyetleri TM(FG/TV) değişkeninin bağımlı değişken olarak yer aldığı regresyon denklemlerinin sonuçlarına ilişkin özet tablo Ek – 2’de sunulmuştur. Doğrusal regresyonun temel varsayımlarından olan, hata terimleri arasında otokorelasyon olmaması koşulunun testi için hesaplanan Durbin – Watson istatistiği değerleri 1,77 - 1,83 arasındadır. Durbin – Watson istatistik değerinin 2 civarında olması hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını göstermektedir. Hesaplanan D-W değerleri dikkate alındığında denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı söylenebilir. Denklemlerin tümü için hesaplanan F istatistikleri %1 veya %5 seviyesinde anlamlıdır.

BYK ve PD/DD değişkenleri kontrol değişkenleri olarak tüm denklemlerde yer almıştır. Bu iki değişkenin bağımsız değişken olarak kullanıldığı denklemin F

istatistik değeri 5,74 olarak hesaplanmıştır. BYK değişkeninin faaliyet giderlerine göre hesaplanan temsil maliyetleri denkleminde -1,34 olan katsayısı %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer denklemler de incelendiğinde BYK'nın tüm denklemlerde negatif işaretle yer aldığı görülmektedir. Bu sonuçlara göre, firma büyüklüğü ile temsil maliyetleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz. Şöyle ki, firma büyüklüğü arttıkça faaliyetleri sürdürmek için katlanılan giderler kontrol altına alınarak, yöneticilere, denetçilere ve personele ödenen ücretler, reklam ve ar-ge harcamaları firma etkinliğine katkı yapacak şekilde kontrol altına alınmaktadır. Literatürde yapılmış olan çalışmalara paralel olarak, daha büyük firmalarda faaliyet giderleri ölçüt alınarak hesaplanan temsil maliyetlerinin küçük firmalara göre daha düşük olacağını söyleyebiliriz.

Firmaların performans göstergesi olarak modele dahil edilen ve regresyon denklemlerin tamamında yer alan PD/DD değişkeni negatif ve istatistiksel olarak %10 seviyesinde anlamlı katsayıya sahiptir. Firma performansının ve büyüme olanaklarının göstergesi olan PD/DD değişkeninin negatif katsayısı, performansı yüksek olan firmalarda, faaliyet giderleri ölçüt alınarak hesaplanan temsil maliyetlerinin düşük olduğunu göstermektedir. Performansı ve büyüme olanakları yüksek olan firmalarda gereksiz giderlerin yapılmadığı ve faaliyetler için yapılan harcamaların firmanın aktif verimliliğini arttırdığını söyleyebiliriz.

Bağımlı değişken olarak TM(FG/TV) kullanıldığı Model 1'de ortaklık yapısının firma temsil maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ortaklık yapısı göstergesi olarak kullanılan ve firmada hakim ortağın sahiplik oranı olarak hesaplanan HKM ORT değişkeninin %5 seviyesinde anlamlı olan katsayısı regresyon denkleminde pozitif değer almıştır ve denklemin

istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı olan F istatistik değeri 5,57 olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bulgulara göre hakim ortağın firmadaki sahipliğinin oranı arttıkça temsil maliyetlerinde artış görülmektedir. Çalışmaya dahil edilen firmaların çoğu aile şirketi şeklinde örgütlenmiştir. Aile şirketlerinde hakim ortak genellikle hakim ortaklar yönetim kurulunu oluşturmaktadır. Dolayısıyla kendi ücretlerini de içeren faaliyet giderleri yüksek seviyede belirlemektedir. Ayrıca üst yönetim kademesinde de konusunda deneyimli profesyonel yöneticiler yerine aile üyeleri görev almaktadırlar. Bunun sonucu olarak faaliyet giderleri kontrol altına alabilecek deneyime sahip olmayan aile üyelerinin firmanın faaliyetlerini sürdürmek için yaptığı giderler aktif verimliliği yaratacak şekilde etkin ve verimli olmamaktadır. Sonuç olarak hakim ortağın sahipliğinin arttığı firmalarda temsil maliyetlerin de artış görülmektedir. Kukla değişken olarak modele dahil edilen ve firmada yabancı ortak bulunup bulunmamasının göstergesi olan YAB ORT değişkeninin pozitif katsayısı %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bulgulara göre yabancı ortağı olan firmalarda temsil maliyetleri daha yüksek seviyede belirlemektedir. Genellikle aile şirketi olan firmalara yabancı ortağın girmesi gerek yöneticiler ile hissedarlar arasında gerekse hissedarların kendi aralarında çıkar çatışmalarının yaşanmasına neden olduğu söylenebilir.

Model 1’de yer alan diğer değişkenlerden yatırımcı profilini gösteren KRY negatif, YBN YAT ve YER YAT değişkenleri pozitif katsayıya sahip olmakla beraber değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Yeterince derin ve etkin olmayan sermaye piyasalarının sonucu olarak bu değişkenlerin etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını söyleyebiliriz. Aynı şekilde borç yapısının göstergesi olarak kullanılan KAL, FİN BRC ve VADE

değişkenlerinin pozitif olan katsayıları da istatistiksel olarak anlamlı bulunmamışlardır. Bu bulgular ışığında borçlanma politikasının faaliyet giderlerinden kaynaklanan temsil maliyetlerini düşürmede etkin olmadığı söyleyebiliriz. Temettü ödemelerinin göstergesi olarak regresyon denklemlerine dahil edilen TEM, TEM 1 ve TEM 3 değişkenlerinin katsayıları pozitif değerler almıştır. Temettü değişkenlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamışlardır. Buna göre, temettü ödemelerindeki artışın faaliyet giderlerinden kaynaklanan temsil maliyetleri üzerindeki pozitif etkisi kurulan regresyon denklemleri dikkate alındığında anlamlı değildir. Model'in diğer bağımsız değişkenleri olan GOYK ve RISK değişkenlerinin katsayıları sırasıyla negatif ve pozitif olarak hesaplanmıştır. Fakat bilanço ölçütlerine göre riskliliğin göstergesi olan GOYK ile piyasa ölçütlerine göre riskliliğin ölçütü olarak hesaplanan RISK değişkenlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamışlardır. Dolayısıyla incelenen firmalarda riskliliğin faaliyet giderlerine göre hesaplanan temsil maliyetleri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı söylenebilir.

- **Model - 2 TM(NA/TV)**

Nakit akımları ölçütüne göre hesaplanan temsil maliyetleri TM(NA/TV) değişkeninin bağımlı değişken olarak yer aldığı regresyon denklemlerinin sonuçlarına ilişkin özet tablo Ek – 3'de sunulmuştur. Doğrusal regresyonun temel varsayımlarından olan, hata terimleri arasında otokorelasyon olmaması koşulunun testi için hesaplanan Durbin – Watson istatistiği değerleri 1,84 – 2,09 arasındadır. Hesaplanan D-W değerleri dikkate alındığında denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı söylenebilir. Denklemlerin tümü için hesaplanan F istatistikleri %1 seviyesinde anlamlıdır.

BYK ve PD/DD değişkenleri kontrol değişkenleri olarak tüm denklemlerde yer almıştır. Bu iki değişkenin bağımsız değişken olarak kullanıldığı denklemin F istatistik değeri 10,36 olarak hesaplanmıştır. BYK değişkeninin nakit akımlarına göre hesaplanan temsil maliyetleri denkleminde 0,109 olan katsayısı %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer denklemler de incelendiğinde BYK'nın tüm denklemlerde pozitif işaretle yer aldığı görülmektedir. Bu sonuçlara göre, firma büyüklüğü ile nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz. Firma büyüklüğü arttıkça nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerinde artış görülmesinin nedeni artan firma ölçeğinin neticesinde, artış gösteren nakit akımlarının firma çıkar grupları olarak nitelediğimiz yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler arasında dağılımı konusunda çıkar çatışmalarına neden olacağı söylenebilir. Burada önemli olan artan temsil maliyetlerini düşürmek için nakit akımlarının ne kadar etkin kullanılacağıdır.

Firmaların performans göstergesi olarak modele dahil edilen ve regresyon denklemlerinin tamamında yer alan PD/DD değişkeni pozitif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı katsayıya sahiptir. Firma performansının ve büyüme olanaklarının göstergesi olan PD/DD değişkeninin pozitif katsayısı, performansı yüksek olan firmalarda, nakit akımları ölçüt alınarak hesaplanan temsil maliyetlerinde artış olacağını göstermektedir. Performansı ve büyüme olanakları yüksek olan firmalarda elde edilen nakit akımlarının yöneticilerin sosyal olanaklarını artırmak için mi harcanacağı? Hissedarlara temettü olarak mı dağıtılacağı? Ya da borç ödemelerinde mi kullanılacağı? kararlarına paralel olarak temsil probleminde kaynaklanan maliyetler kontrol altına alınabilecektir.

Model'in bağımsız değişkenlerinden GOYK ve RİSK değişkenlerinin katsayıları negatif ve %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bilanço ölçütlerine göre riskliliğin göstergesi olan GOYK ile piyasa ölçütlerine göre riskliliğin ölçütü olarak hesaplanan RİSK değişkenlerinin F istatistik değerleri sırasıyla 12,17 ve 10,98 olarak hesaplanmıştır. Bulgulara göre, riskliliği artan firmalarda nakit akımları ve buna bağlı olarak katlanılan temsil maliyetleri azalmaktadır. Yüksek riski olan firmalara hissedarlar yatırım yapmamakta borç verenler ise artan riske bağlı olarak borç verme konusunda daha ihtiyatlı davranacaklardır. Bu nedenle riski artan firmalarda nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerinin daha düşük seviyede olacağı düşünülmektedir.

Model – 2'de bağımsız değişkenler olarak denklemlere dahil olan ortaklık yapısı değişkenlerinden HKM ORT ve YAB ORT değişkenlerinin pozitif katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamışlardır. Ortaklı yapısını temsil eden değişkenlerden bir diğeri olan HLK ACK değişkeni ise %10 anlamlılık düzeyinde negatif katsayıya sahiptir. Firmalarda halka açıklık oranı arttıkça nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerinde düşüş görülmektedir. Hissedar sayısı arttıkça firmayı yönetenler hissedarların çıkarlarını daha çok gözetmekte ve bunun neticesinde temsil maliyetlerinde düşüş görülmektedir.

Temettü ödemelerini temsil eden TEM 1, TEM ve TEM 3 değişkenleri bağımsız değişken olarak dahil oldukları regresyon denklemlerinde pozitif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı katsayılarla sahiptirler. Elde edilen sonuçlara göre, firmalarda artan temettü ödemeleri nakit akımlarının hissedarların çıkarlarını gözetecek şekilde kullanılmasına ve buna bağlı olarak borcun temsil maliyetini artırmaktadır.

Yatırımcı profilini tanımlamak için kullanılan KRY, YBN YAT ve YER YAT değişkenleri Model – 1’de olduğu gibi sırasıyla negatif, pozitif, pozitif katsayılara sahiptirler. Değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Yeterince derin ve etkin olmayan sermaye piyasalarının sonucu olarak bu değişkenlerin etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını söyleyebiliriz.

Son olarak borçlanma politikasını etkisini test etmek için kullanılan değişkenlerden KAL ve FİN BRC değişkenleri negatif ve %1 düzeyinde anlamlı katsayılara sahiptirler. Bu değişkenler için kurulan regresyon denklemlerinin F istatistik değerleri sırasıyla 35,13 ve 14,95 olarak hesaplanmıştır. Borçlanmayı temsil eden diğer bir değişken olan ve uzun vadeli borçlanma oranını gösteren VADE değişkeninin negatif katsayısı istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu bulgular ışığında, firmalarda artan yabancı kaynak oranının ve finansal borçların nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerini hafiflettiğini söyleyebiliriz. Borçluluğu artan firmalarda yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetleri nakit akımlarının borç ödemelerinde kullanılmasından dolayı azalmaktadır.

6- SONUÇ

Son yıllarda temsil teorisi finans literatüründe geniş yer tutmakta, farklı ülke ve sektör verilerinin kullanıldığı birçok ampirik çalışma yapılmaktadır. Yöneticiler, hissedarlar, borç verenler, kurumsal yatırımcılar, kamu otoritesi v.b. birçok çıkar grubu işletmelerin verecekleri kararlarda daha etkin rol oynamaya başlamışlardır. Yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi, temettü dağıtım politikası, borçlanma politikası, halka arz kararları ve ücret politikası bahsi geçen kararların bazılarıdır.

Ülkemizde de son dönemlerde sermaye piyasalarındaki gelişmelere, firmaların fon bulabilmek için halka açılmalarına ve uluslararası sermaye hareketlerinin de etkisiyle yabancı yatırımcıların paylarında artış görülmesine bağlı olarak firmalar açısından dışsal izleme araçları artmıştır. Firmalar hissedarlar, borç verenler ve yöneticilerin çıkarlarının örtüşmesi yönünde önemli çabalar sarf etmeye başlamışlardır. Yöneticilerin ve diğer çalışanların faaliyetlerini ve kararlarını denetlemek amacıyla iç kontrol birimlerinin kurulması, denetçiler görevlendirilmesi, yönetici raporları hazırlanması gibi içsel denetim mekanizmalarının önemi artmıştır. Gerek içsel gerek dışsal izleme mekanizmaları firmalarda çıkar grupları arasında kaynak dağılımı ve karar alma mekanizması açısından önem arz eden temsil ilişkisi ve bu ilişkilerin neticesinde ortaya çıkan problemler ve maliyetler çalışmanın temelini oluşturmuştur.

Çalışmada halka açık 144 imalatçı firmanın verileri kullanılarak temsil maliyetleri ve bu maliyetleri etkileyen unsurlar incelenmiştir. Literatürdeki diğer çalışmalar dikkate alınarak temsil maliyetlerini ölçmek için faaliyet giderleri/top. varlıklar ve serbest nakit akımları/toplam varlıklar oranları kullanılmış ve bu iki oranın artmasının işletmelerde temsil maliyetlerini arttıracığı kabul edilmiştir. Bu

değişkenlerin bağımlı değişken olarak yer aldığı iki ayrı regresyon modeli kurulmuştur. Firma büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri oranı regresyon modellerinin kontrol değişkenleridir. Finansal politika değişkenleri olarak tanımlanan borçlanma politikasını, temettü politikasını ve sermaye yapısını temsil eden değişkenler ile risklilik ve yatırımcı profilinin göstergesi olan değişkenler ise kontrol değişkenleri ile birlikte teker teker modele bağımsız değişkenler olarak dahil edilmişlerdir.

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

Artan firma büyüklüğünün ve performansının nakit akımlarını arttırdığı ve buna bağlı olarak nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerinde de artış olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Riskliliği artan firmalarda nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerinin azaldığı bulgusu, yatırımcılar ve borç verenler açısından riskli olarak görülen firmaların serbest nakit akımlarının düşük olması ve firma çıkar grupları arasında nakit akımlarının dağılımı konusunda çatışmaya ve buna bağlı olarak maliyetlere neden olmayacağı bir başka değişle azaltacak etkisi olduğu şeklinde açıklanabilir. Çalışmanın bulgularına göre artan temettü ödemeleri firmalarda nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerini artırmaktadır.

Firmalarda artan temettü dağıtımını nakit akımlarının yüksekliğine işaret etmektedir. Diğer taraftan artan temettü ödemelerinin kaynakların borç verenlerden hissedarlara aktarılması neticesinde borcun temsil maliyetinin arttırmasına neden olması elde edilen sonuçları açıklamaktadır. Firmaların kaldıraç oranı ve finansal borç oranı arttıkça nakit akımlarından kaynaklanan temsil maliyetlerinde düşüş olacağı bulgusuna ulaşılmıştır. Artan borçluluğun nakit akımlarının borçların geri ödenmesinde kullanılması nedeniyle, eldeki kaynakların yöneticiler tarafından daha etkin kullanılması sonucu hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil problemlerini hafifletmektedir.

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

Bu çalışmada Türkiye'deki işletmelerde temsil problemlerinden kaynaklanan temsil maliyetlerinin varlığı ve kontrol edilmesine ilişkin araçların tespit edilmesi ve bu maliyetlerin işletmeler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Sonuç olarak, özellikle aile şirketi şeklinde örgütlenmiş olan Türkiye'deki işletmelerde temsil maliyetlerinin özellikle kurumsallaşma süreci ile ters orantılı olduğu konusunda bulgular elde edilmiş ve halka açık firmalarda temsil maliyetlerinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların ülkemizdeki halka açık imalatçı firmalar için etkin birer izleme ajanı olmadığı görülmüştür.

KAYNAKÇA

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

Akarkarasu Nahit (2000), “Halka Açık Şirketlerde İç Denetim ve Denetim Kurullarının Etkinleştirilmesi İçin Öneriler”, *Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi*, İstanbul.

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

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

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

Ang J., Cole R., Lin J. (2000),” Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Finance*, 55, 81-106.

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

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

Bathala T. Chenchuramaiah , Kenneth P. Moon, Ramesh P. Rao (1994), “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective”, *Financial Management*, Vol. 23 (3), 38-50.

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

Cohen , Yagil, (2006) “A Multinational Study Of Agency Costs Dividends”, *International Research Journal Of Finance And Economics*, Issue:6.

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

Crutchley. C. E., R.S. Hansen. (1989), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends," *Financial Management*,18, 36-46.

Crutchley C.E., Marlin R.H. Jensen, John S. Jahera, Jennie E. Raymond (1999),“Agency Problem and Simultaneity of Decision Making The Role of Instituonal Ownership”, *Internaional Review of Financial Analysis*, 8(2), 177-197.

Dennis. S, Nandy D., Sharpe I.G. (2000), “The determinants of contract terms in bank revolving credit agreement”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*”, 35, 87 – 110.

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

Doukas, Kim, Pantzalis, (2002), “Security Analysis, Agency Costs And Firm Characteristic”, *SSRN Working Paper*, Vol.27 No:6.

Easterbrook Frank (1984), “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *The American Economic Review*, 74 (4), 650-659.

Eisenhardt K. (1988), "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

Fama E.F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, April, 285-307.

Fama E.F., Micheal C. Jensen (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, June, 327-348.

Francis Jack C. (1993), *Management of Investments*, New York: Mc Graw Hill.

Friend Irwin, Larry H.P. Lang (1988), "An Emprical Test of the Impact of Managerial Self - Interest on Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.

Güney Y. ve A. Özkan (2005), "New Insights On The Importance Of Agency Costs For Corporate Debt Maturity Decisions", *Applied Financial Economics Letters*, Vol.1.

Gujarati N. Damodar (2005), *Temel Ekonometri*, Çev: Şeneses Ümit, Gülay Günlük Şeneses, 3. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Hansen Robert S. (1989), "The Demise of The Rights Issue", *The Review of Financial Studies*, 1 no:3, 289-309.

Harris M., A. Raviv (1991), "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, 297-356.

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

Jensen G., Donald P. Solberg, Thomas S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.

Jensen Michael C., (1986)," Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-Overs", *American Economic Review* 76, 323-329.

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

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

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

Koçel Tamer (2003), *İşletme Yöneticiliği*, Beta Yayınları, 9. Baskı, İstanbul.

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

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

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

Mann Steven V., Neil W. Sicherman (1991), "The Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues", *Journal of Business*, 64(2), 213-227.

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

McConnell. J.J., H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, (October) 595-612.

Mcmahon (2004), "Equity Agency Costs Amongst Manufacturing Sme's", *Small Business Economics*, Vol:22.

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

Mendez M.J., Thomas Willey (1995), "Agency Costs in the Banking Industry: An Examination of Ownership Behaviour, Leverage and Dividend Policies", *Journal of Economics and Finance*, 19(3), 105-117.

Myers Stewart C. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.

Pawlina. G., Renneboorg, L., (2005), " Is Investment Cash Flow Sensivity Caused By Aceny Cost Or Asymetric Information ? Evidence From U.K", *European Financial Management*, Vol:11, No:4.

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

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

Santerre Rexford E., Stepen P. Neun (1993), "Corporate Control and the Performance in the 1930's", *Economic Inquiry*, 31, 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), 461-479.

Schooley K. Diane, Dwayne Barney Jr. (1994), "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *The Journal of Financial Research*, 8 (3), 363-373.

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

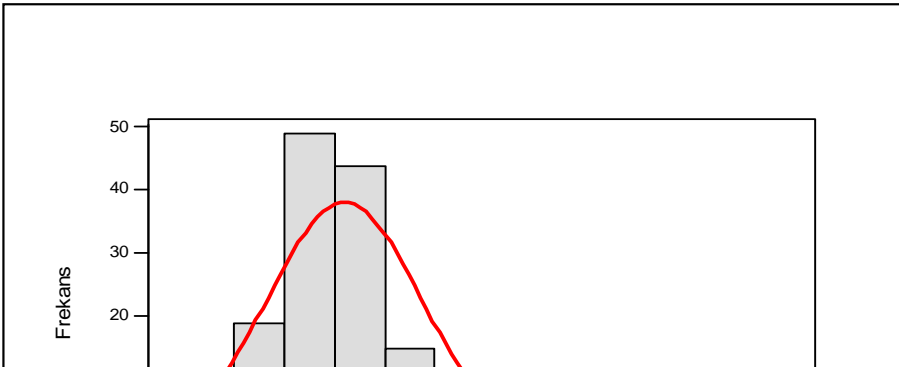
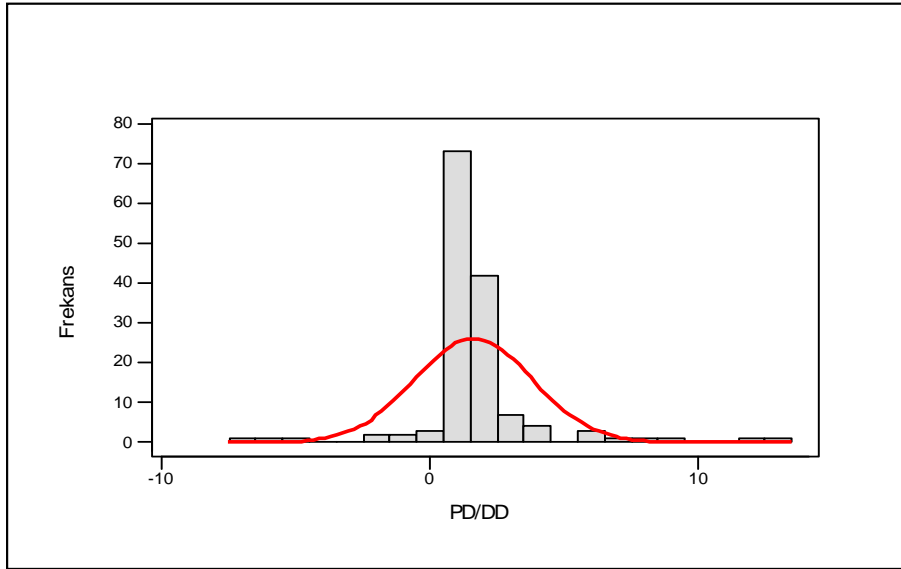
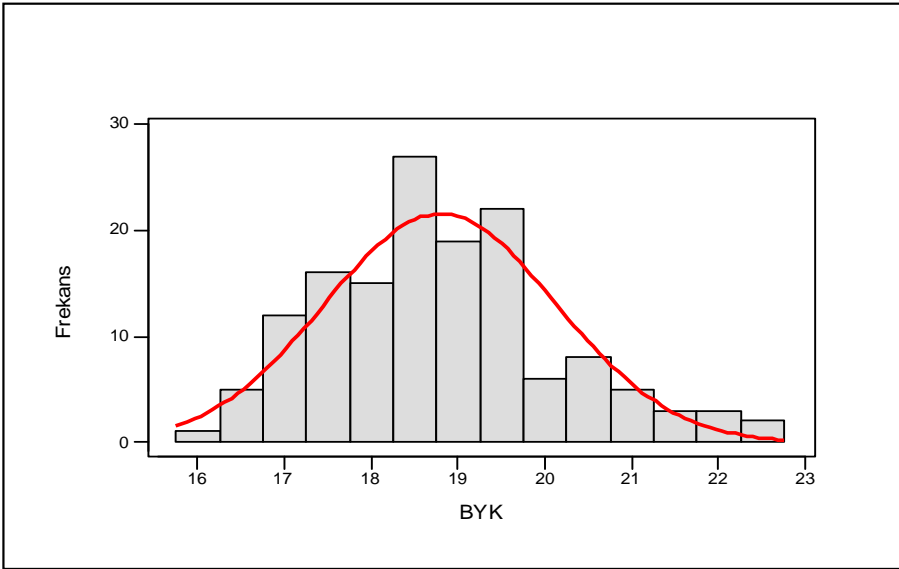
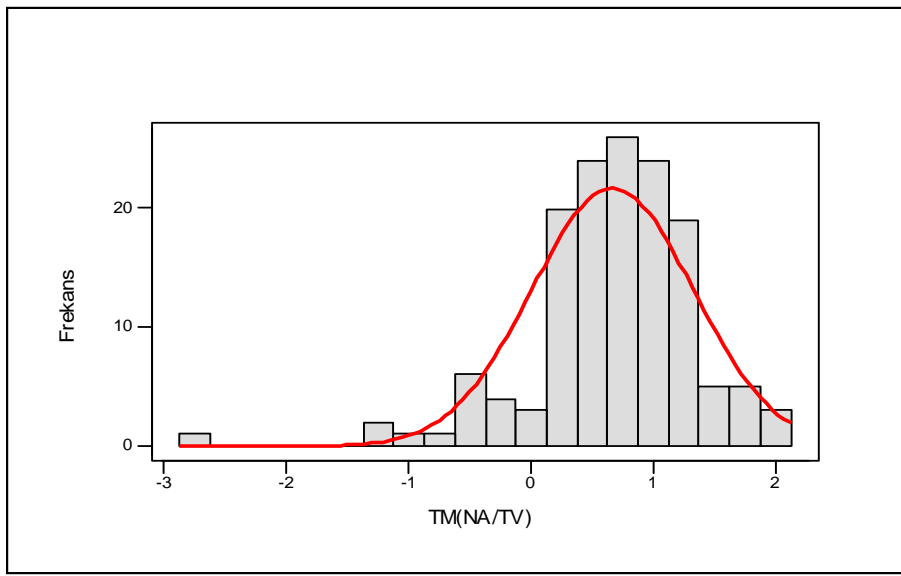
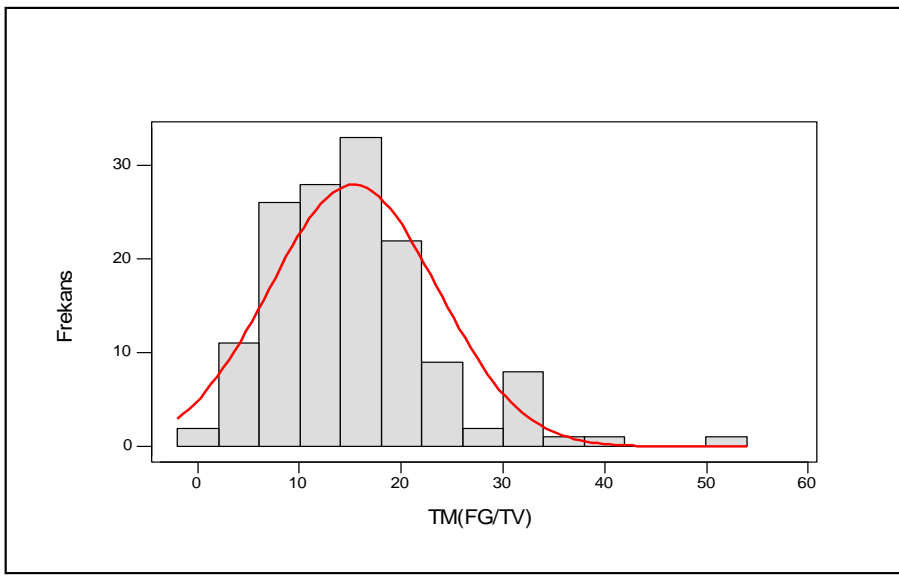
Van Horne James C. (1995), *Financial Management and Policy*, Engelwood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.

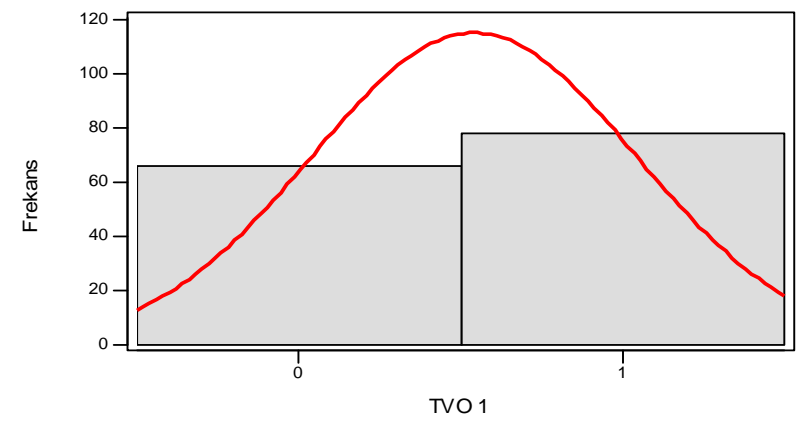
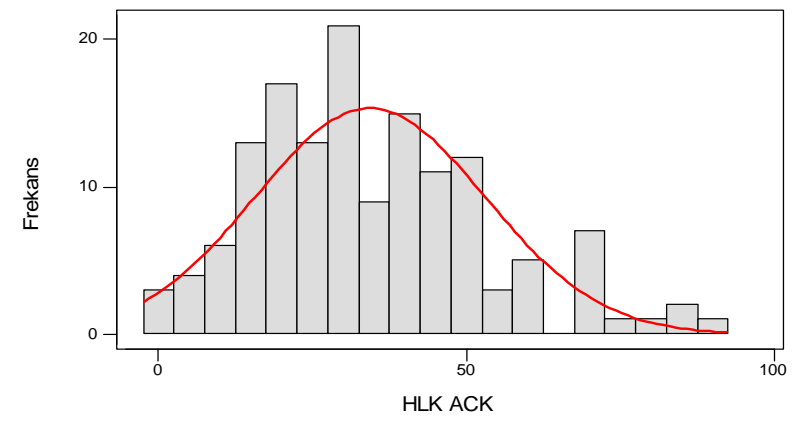
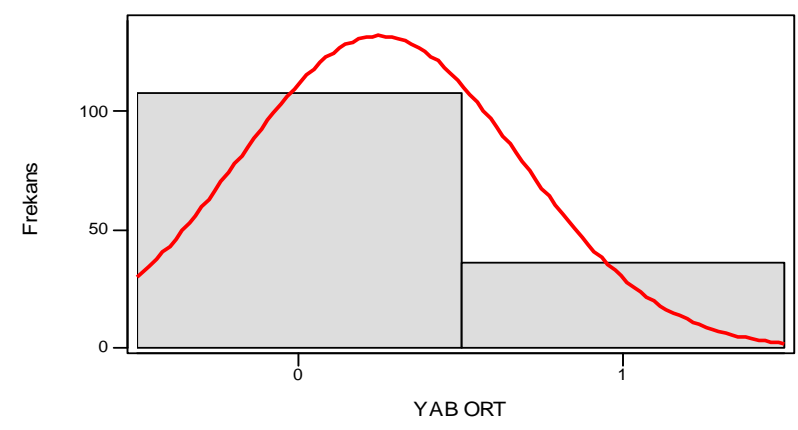
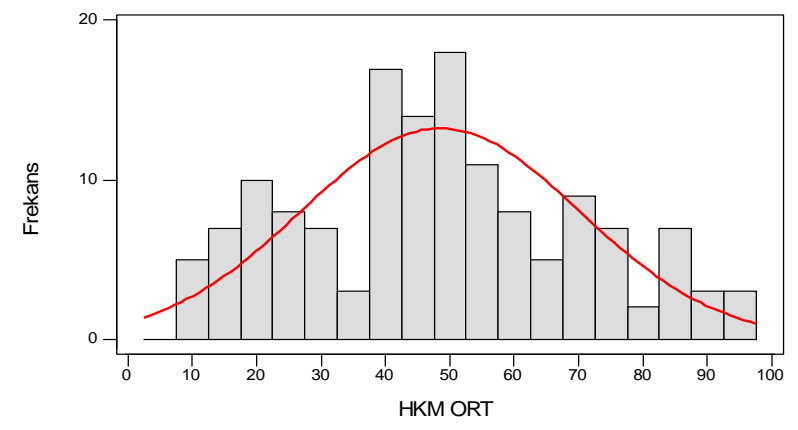
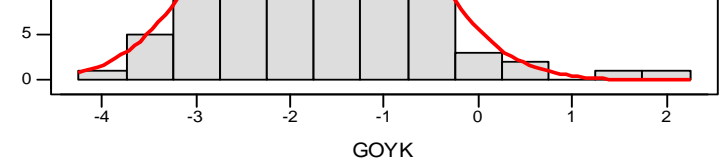
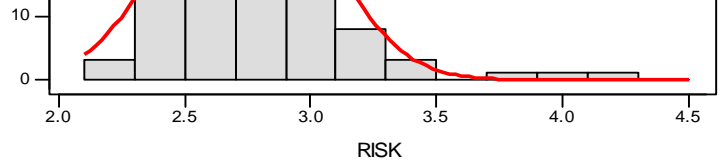
Titman Sheridan, Roberto Wessels (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43, 1-19.

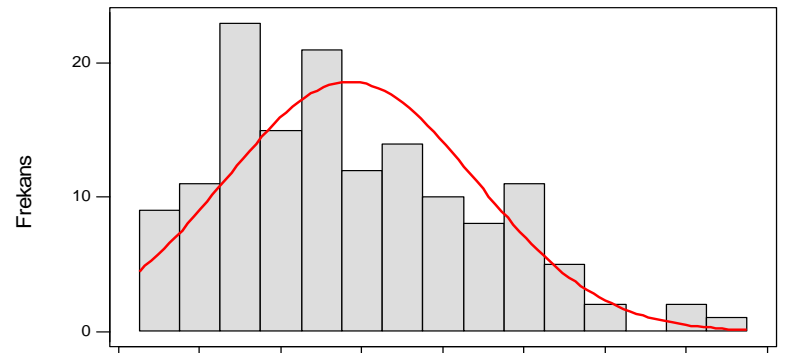
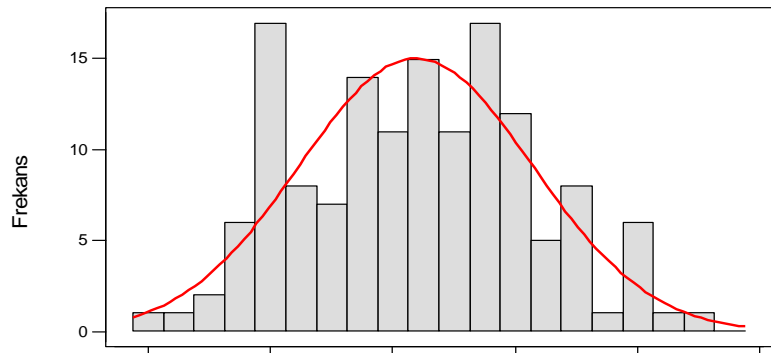
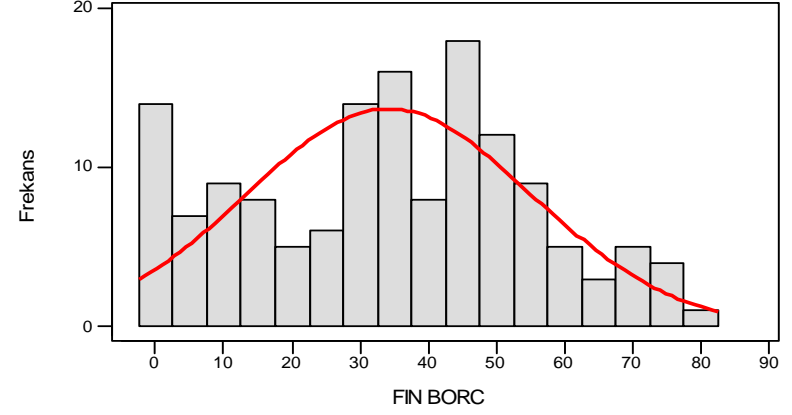
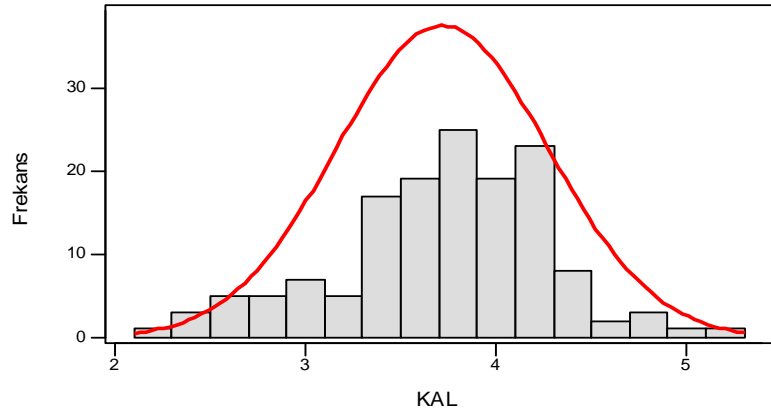
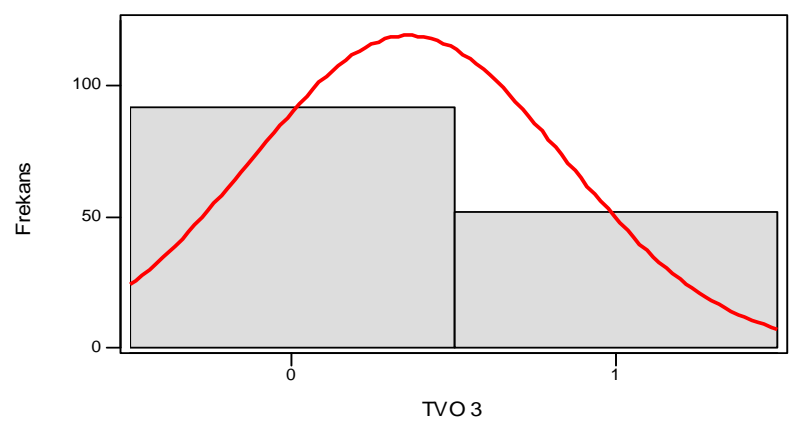
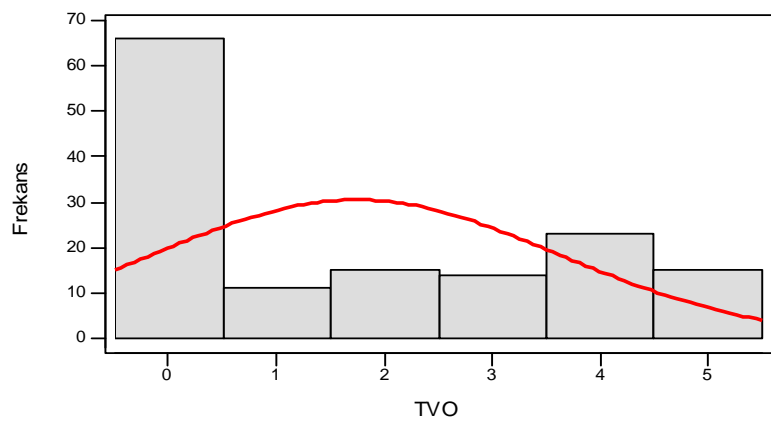
Tosun Kemal (1990), *Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul.

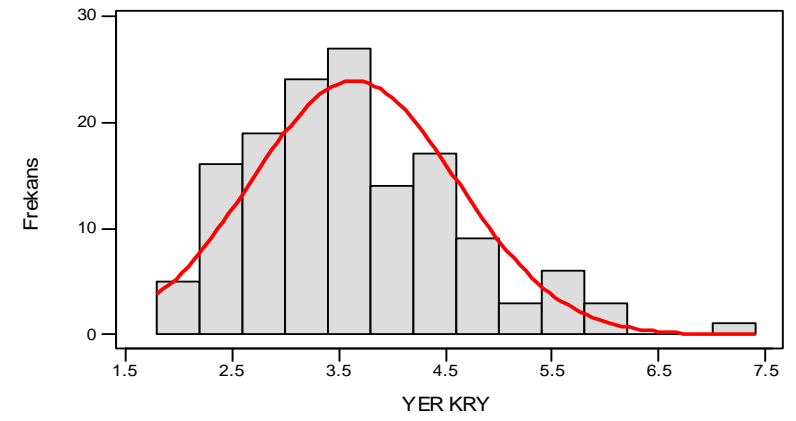
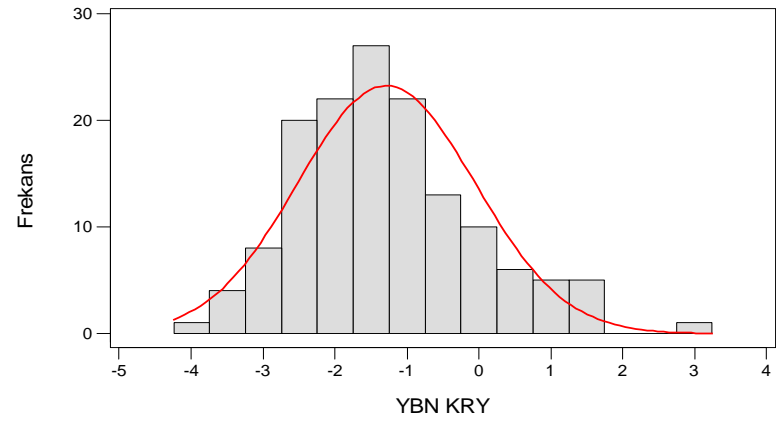
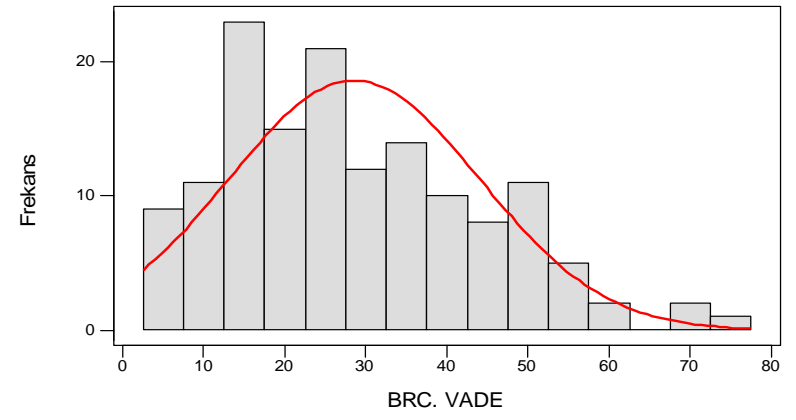
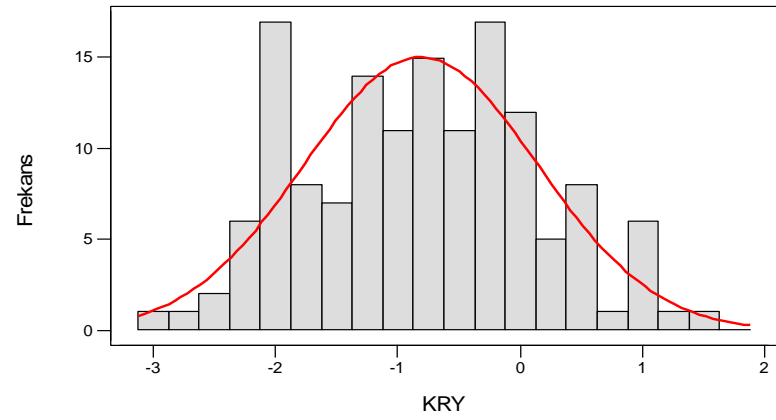
Uğurlu, M. (2000), "Agency Costs And Corporate Control Devices In The Turkish Manufacturing Industry", *Journal Of Economic Studies*, Vol.27 No:6.

Wu. J., (2004), " The Impact Of Ownership Structure On Debt Financing Of Japanese Firms With The Agency Cost Of Free Cash Flow " , *Ssrn Working Paper*.









EK.2 - Model 1'in Regresyon Sonuçları.

Model 1. Faaliyet Giderleri / Toplam Varlıklar Oranına Göre Hesaplanan Temsil Maliyetlerinin Regresyon Sonuçları																												
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: TM(FG/TV)																												
SABİT	BYK	PD/DD	RISK	GOYK	HKM	ORT	YAB	ORT	HLK	ACK	TEM1	TEM	TEM3	FIN	BRC	VADE	KRY	YBN	YAT	YER	YAT	KAL	F	R ²	Düzl. R ²	D-W		
41,46	-1,34	-0,567																					(5,74)***	7,5%	6,2%	1,8		
(4,41)***	(-2,68)***	(-1,81)*																										
55,6	-1,594	-0,395	-3,521																					(4,53)***	8,8%	6,9%	1,8	
(4,07)***	(-3,01)***	(-1,22)	(-1,42)																									
41,69	-1,329	-0,539		0,28																				(3,85)**	7,6%	5,6%	1,79	
(4,41)***	(-2,659)	(-1,73)*		(-0,38)																								
40,14	-1,438	-0,659			0,068																			(5,57)***	10,7%	8,7%	1,83	
(4,32)***	(-2,91)***	(-2,19)**			(2,21)**																							
44,74	-1,438	-0,659					3,045																	(5,15)***	9,9%	8,0%	1,79	
(4,73)***	(-3,06)***	(-2,17)**					(1,93)*																					
47,73	-1,51	-0,632														-0,086								(5,94)***	11,3%	9,4%	1,81	
(4,98)***	(-3,04)***	(-2,12)**														(-2,44)**												
44,25	-1,519	-0,582								1,089														(3,99)***	7,9%	5,9%	1,82	
(4,36)***	(-2,73)***	(-1,92)*								(-0,73)																		
44,05	-1,501	-0,58									0,268													(3,97)***	7,8%	5,9%	1,81	
(4,34)***	(-2,71)***	(-1,91)*									(-0,68)																	
44,2	-1,507	-0,581											1,185											(4,02)***	7,9%	6,0%	1,8	
(4,40)***	(-2,77)***	(-1,92)*											(0,79)															
40,95	-1,351	-0,531												0,018										(3,92)**	7,8%	5,8%	1,8	
(4,33)***	(-2,69)***	(-1,72)*												(0,58)														
41,46	-1,323	-0,573																						(3,82)**	7,6%	5,6%	1,8	
(4,40)***	(-2,61)**	(-1,89)*														-0,011								(-0,25)				
54,52	-1,979	-0,575															1,272							(4,41)***	8,6%	6,7%	1,82	
(3,98)***	(-2,83)***	(-1,91)**															(1,31)											
53,58	-1,944	-0,564																0,792						(4,05)***	8,0%	6,0%	1,81	
(3,06)***	(-2,20)**	(-1,87)*																(0,83)										
33	-0,623	-0,535																						(4,51)***	8,8%	6,9%	1,77	
(2,96)***	(-0,87)	(-1,77)*																						(-1,40)				
35,68	-1,311	-0,526																							(4,28)***	8,4%	6,4%	1,78
(3,35)***	(-2,62)**	(-1,73)*																						(1,15)				

* %10, ** %5 ve *** %1 anlamlılık düzeyinde.

N=144.

TM(FG/TV):temsil maliyetlerinin ölçütü - faaliyet gid./toplam varlıklar

BYK:LN(toplam varlıklar)

PD/DD:piyasa değeri/defter değeri

RISK:hisse senedinin aylık getirisinin standart sapması

GOYK:gelirlerdeki oynaklık - std. sapma(satışlar/top. varlıklar)

HKM ORT:hakim ortağın sahipliğinin oranı

YAB ORT:yabancı yatırımcının sahipliği (kukla değişken)

HLK ACK:firmanın halka açıklık oranı

FIN BORC:toplam finansal borçlar/toplam borçlar%

VADE:uzun vadeli borçlar/toplam borçlar%

KRY:kurumsal yatırımcıların sahipliği (kurumsal yatırımcıların sayısı / top. yatırımcıların sayısı)%

YBN YAT:yabancı yatırımcıların sahipliği (yabancıyatırımcıların sayısı / top. yatırımcıların sayısı)%

YER YAT:yerli yatırımcıların sahipliği (yerli yatırımcıların sayısı / top. yatırımcıların sayısı)%

KAL :kaldıraç oranı (toplam borçlar/özkaynaklar)%

TEM 1: 5 yılda 1 defadan fazla nakit temettü dağıtanlar(kukla değişken)

TEM:5 yılda dağıtılan temettü sayısı

TEM 3:5 yılda 3 defadan fazla nakit temettü dağıtanlar(kukla değişken)

EK.3 - Model 2 'nin Regresyon Sonuçları.

Model 2. Nakit Akımları / Toplam Varlıklar Oranına Göre Hesaplanan Temsil Maliyetlerinin Regresyon Sonuçları																				
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: TM(NA/TV)																				
SABİT	BYK	PD/DD	RISK	GOYK	HKM ORT	YAB ORT	HLK ACK	TEM 1	TEM	TEM 3	FIN BRC	VADE	KRY	YBN YAT	YER YAT	KAL	F	R ²	Düzl. R ²	D-W
-1,523	0,109	0,079															(10,36)***	12,8%	11,6%	1,84
(-2,07)**	(2,81)***	(3,38)***																		
0,957	0,065	0,110	-0,617														(10,98)***	19,0%	17,3%	1,88
(-0,92)	(1,62)	(4,47)***	(-3,28)***																	
-1,692	0,101	0,059		-0204													(12,17)***	20,7%	19,0%	1,79
(-2,40)**	(2,71)***	(2,54)**		(-3,73)***																
-1,573	0,105	0,076			0,002												(7,30)***	13,5%	11,7%	1,87
(-2,14)**	(2,70)***	(3,20)***			(1,08)															
-1,518	0,109	0,079				0,005											(6,86)***	12,8%	10,9%	1,84
(-2,03)**	(2,72)***	(3,32)***				(0,04)														
-1,174	0,100	0,076					-0,005										(7,98)***	14,6%	12,8%	1,89
(-1,55)	(2,56)**	(3,24)***					(-1,71)*													
0,096	0,006	0,071						0,634									(20,96)***	31,0%	29,5%	2,09
(0,13)	(0,16)	(3,37)***						(6,07)***												
-0,162	0,024	0,073							0,141								(16,33)***	25,9%	24,3%	1,99
(-0,22)	(0,62)	(3,35)***							(4,98)***											
-0,515	0,048	0,074								0,436							(12,63)***	21,3%	19,6%	1,93
(-0,69)	(1,19)	(3,31)***								(3,89)***										
-1,226	0,115	0,059									-0,010						(14,95)***	24,3%	22,6%	1,97
(-1,78)*	(3,16)***	(2,62)**									(-4,60)***									
-1,523	0,112	0,078										-0,002					(6,94)***	12,9%	11,1%	1,85
(-2,07)**	(2,84)***	(3,33)***										(-0,48)								
-0,931	0,008	0,079											0,057				(7,07)***	13,2%	11,3%	1,84
(-0,87)	(1,47)	(3,36)***											(0,75)							
-1,951	0,130	0,079												-0,027			(6,91)***	12,9%	11,0%	1,84
(-1,42)	(1,89)*	(3,36)***												(-0,37)						
-2,164	0,164	0,082													-0,105		(7,56)***	13,9%	12,1%	1,85
(-2,48)*	(2,94)***	(3,49)***													(-1,36)					
1,223	0,095	0,059														-0,659	(35,13)***	42,9%	41,7%	2,05
(1,81)*	(3,01)***	(3,11)***														(-8,60)***				

* %10, ** %5 ve *** %1 anlamlılık düzeyinde.

N=144.

TM(NA/TV):temsil maliyetlerinin ölçütü - nakit akımları/toplam varlıklar

BYK:LN(toplam varlıklar)

PD/DD:piyasa değeri/defter değeri

RISK:hisse senedinin aylık getirisinin standart sapması

GOYK:gelirlerdeki oynaklık - std. sapma(satışlar/top. varlıklar)

HKM ORT:hakim ortağın sahipliğinin oranı

YAB ORT:yabancı yatırımcının sahipliği (kukla değişken)

HLK ACK:firmanın halka açıklık oranı

FIN BRC:toplam finansal borçlar/toplam borçlar%

VADE:uzun vadeli borçlar/toplam borçlar%

KRY:kurumsal yatırımcıların sahipliği (kurumsal yatırımcıların sayısı / top. yatırımcıların sayısı)%

YBN YAT:yabancı yatırımcıların sahipliği (yabancıyatırımcıların sayısı / top. yatırımcıların sayısı)%

YER YAT:yerli yatırımcıların sahipliği (yerli yatırımcıların sayısı / top. yatırımcıların sayısı)%

KAL :kaldıraç oranı (toplam borçlar/öz kaynaklar)%

TEM 1: 5 yılda 1 defadan fazla nakit temettü dağıtanlar(kukla değişken)

TEM:5 yılda dağıtılan temettü sayısı

TEM 3:5 yılda 3 defadan fazla nakit temettü dağıtanlar(kukla değişken)