

# 2001 FİNANSAL KRİZİ, KURUMSAL YÖNETİM VE VEKALET MALİYETİ: İSO 500 FİRMALARINDAN BULGULAR\*

Dr. Öğr. Üyesi Ömer Tuğsal DORUK\*\*

Araştırma Makalesi/Research Article

Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi  
Mart 2021, 23(1), 107-121

## ÖZ

Vekalet maliyeti, finans literatüründe oldukça önemli bir yer tutan bir davranışsal kurumsal finans sorunu olma özelliğindedir. Vekalet maliyeti uluslararası literatürde sıkça tartışılmasına rağmen Türkiye eksenli literatür görece olarak oldukça sınırlıdır. Bu çalışmada 2001 finansal krizi öncesi, kriz esnasında ve kriz dönemlerinde vekalet maliyeti yabancı ortakları olan firmalar ile diğerleri arasında yatay kesit regresyon analizleri ve bu analizlere dayalı marjinal etkiler vasıtasıyla test edilmektedir. Elde edilen bulgular vekalet maliyeti açısından 2001 finansal krizi döneminde, kriz öncesi ve sonrasında iki firma grubu arasında önemli bir farklılaşma olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular farklı sağlamlık kontrollerinde bir değişiklik göstermemektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Vekalet Maliyeti, 2001 Finansal Krizi, ISO 500 Firmaları

**JEL Sınıflandırması:** G30, G32, G01

## 2001 FINANCIAL CRISIS, CORPORATE GOVERNANCE, AND THE AGENCY COST: EVIDENCE FROM ISO 500 FIRMS

### ABSTRACT

Agency cost is a behavioral corporate finance problem that has an important place in finance literature. While it is often discussed in the current literature, Turkey oriented relative literature is quite limited. In this study, the agency costs before, during, and in the post-2001 financial crisis era are examined between companies with foreign owners and others by using cross-section regression analyzes and marginal effects based on these analyzes. The obtained findings show that there is a significant difference between the two firm groups in terms

\* Makale Gönderim Tarihi: 02.09.2020; Makale Kabul Tarihi: 30.12.2020

\*\* Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, [otdoruk@atu.edu.tr](mailto:otdoruk@atu.edu.tr), [orcid.org/0000-0002-2382-1042](https://orcid.org/0000-0002-2382-1042)

**Atf (Citation):** Doruk, Ö.T. (2021). 2001 Finansal Krizi, Kurumsal Yönetim ve Vekalet Maliyeti: İSO 500 Firmalarından Bulgular. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 23(1), 107-121. <https://doi.org/10.31460/mbdd.788086>

of agency costs during the 2001 financial crisis, before and after the crisis. The findings obtained do not show any change in different robustness checks.

**Keywords:** Agency Cost, 2001 Financial Crisis, ISO 500 Firms

**JEL Classification:** G30, G32, G01

## 1.GİRİŞ

Finans literatüründe önemli bir yaklaşım olan Modigliani-Miller (Modigliani ve Miller 1954) Yaklaşımı'nda finansal piyasalarda herhangi bir asimetrik bilgi sorunu ve bilgiye erişim konusunda sorun yaşanmamaktadır. Aynı zamanda Modigliani-Miller Yaklaşımı'nda tüm finansal karar vericiler rasyoneldir ve elde ettiği bilgiyi optimum çerçevede kullanmaktadır.

Modigliani-Miller Yaklaşımı'nın aksini söyleyen çalışmalar içerisinde Jensen ve Meckling (1976), finansal karar vericiler arasında bir asil-vekil sorunu olabileceğini belirtmektedir. Jensen ve Meckling (1976) 'in bu yaklaşımı kurumsal finasta davranışsal bir yaklaşımı işaret etmektedir. Aynı zamanda Jensen ve Meckling (1976)'in bu yaklaşımı tam bilgi erişiminin piyasalarda mevcut olmadığına dayanmaktadır. Firma sahipleri ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını ifade eden vekalet teorisi Jensen ve Meckling (1976) ve Ross (1973) tarafından üzerinde durulan bir konudur.

Vekalet maliyeti konusunda Jensen ve Meckling (1976) tarafından ifade edilen yöneticilerin kendi çıkarları çerçevesinde hareket etmesi veya 'imparatorluk oluşturma (empire building)' hedefleri yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasının önemli nedenlerinden birisidir. Bu çalışmada 2001 finansal krizi öncesi, kriz esnası ve sonrası dönemlerde vekalet maliyeti kurumsal yönetim düzeyini temsil eden yabancı ortaklıklar çerçevesinde araştırılmaktadır. Çalışmada örneklemini ISO 500 firmaları oluşturmaktadır. Çalışmada önemli düzeyde reel sektöre etkisi olan 2001 finansal krizi, kurumsal yönetim çerçevesinde vekalet maliyeti vasıtasıyla araştırılmaktadır. Diğer bir deyişle kurumsal yönetimin 2001 finansal krizi öncesi, kriz esnası ve sonrası dönemlerde vekalet maliyetine olan etkisi karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir.

Türkiye eksenli vekalet maliyeti literatürü oldukça sınırlı bir yapıdadır. Bu literatürde yer alan çalışmalar arasında İlhan Nas ve Çarkçı (2015), Gündüz (2018), Öner ve Uyar (2018) ve Aras ve Kutlu Furtuna (2015) yer almaktadır. Literatürde yer alan az sayıda çalışma arasında kriz dönemlerinde vekalet maliyeti üzerine yazarın da bildiği kadarıyla bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışmanın bu literatüre önemli bir katkısının olması beklenmektedir.

Çalışmanın içerik planı olarak ikinci bölümde genel olarak vekalet maliyeti kuramı ve Türkiye eksenli literatür incelenmektedir. Üçüncü bölümde hipotezler, metodoloji ve veri setine ilişkin

bilgilere yer verilmektedir. Dördüncü bölümde ampirik bulgular eşliğinde genel çıkarımlar yer almaktadır. Beşinci ve son bölümde ise genel çıkarımlar ve sonuç yer almaktadır.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI, HİPOTEZ VE METODOLOJİ

### 2.1. Literatür Taraması

Vekalet teorisine ilişkin literatürün Adam Smith'e kadar dayandığı belirtilmektedir (Aras ve Kutlu Furtuna 2015). Ancak vekalet maliyeti literatürüne ilişkin esas gelişmenin Berle ve Means (1932) ile başladığı görülmektedir. Berle ve Means (1932) firmanın sahipleri ile hissedarları arasındaki ilişkinin firma için oldukça önemli olduğunu belirtmektedir. Jensen (1986) ve Fama (1980) tarafından ifade edildiği üzere karını maksimize etme ya da firma değeri maksimizasyonu hedefinde olan firma için vekalet maliyeti bir davranışsal ya da yönetsel bir sorun olma özelliğindedir.

Vekalet maliyeti temelinde yöneticilerin kendi çıkarları ekseninde firmanın temel hedeflerini geri planda tutması olarak tanımlanmaktadır (Jensen, 1986). Dolayısıyla yöneticilerin vekalet maliyetinin azaltılması anlamında kendi çıkarları çerçevesinde hareket etmesinden (ya da literatürde fırsatçılık olarak adlandırılan yaklaşımından) alı konulması gerekmektedir (Emanuel ve diğerleri 2003; Malmquist 1990; Siregar ve Utama 2008; Easterbrook 1984; Lang ve Litzenberger 1989). zayıf kurumsal yönetim mekanizması altında ana hissedarların yönetim sürecini takip etmesinin de vekalet maliyetini azalttığını savunan yaklaşımlar da literatürde mevcuttur (La Porta ve diğerleri 2000; Shleifer ve Vishny 1986; Bhagat ve diğerleri 2017; Su ve diğerleri 2008; Li ve diğerleri 2008)<sup>1</sup>. Bu çalışmada Xu ve Wang (1999) tarafından ifade edildiği üzere yabancı ortaklara sahip olan işletmelerin daha iyi yönetsel yapıya sahip olduğu varsayımı test edilmektedir. Çok uluslu şirketler genel itibarıyla kendi genel merkezlerinde yer alan kurumsal kültürü, diğer ülkelerde bulunan ortaklıklarına geçirme eğilimindedir. Uluslararası işletme literatüründe de çok uluslu şirketler yabancı iştiraklerden oluşan kendine özgü bir işletme networku olma özelliğindedir (Ghoshal ve Bartlett 1990; O'Donnell 2000; Beuselink ve Du 2017). Dolayısıyla Ghoshal ve Bartlett, (1990) çok uluslu şirketlerin yabancı ülkedeki iştirakleriyle birlikte bir bağımlılık mekanizması oluşturduğunu belirtmektedir. Diğer bir deyişle çok uluslu işletmeler, kendi organizasyonel kültürlerini ve yapılarını da diğer ülkelerdeki iştiraklerine aktarma eğilimi içerisindedirler. Bu noktada kurumsal yönetimin sermaye piyasası noksanlıkları ile olan etkileşimi oldukça önemlidir. Birinci nokta sermaye piyasaları noksanlıklarından kaynaklı asimetrik bilgi problemini yatırımcıya daha fazla bilgi aktarımı ile giderme noktasında çok

---

<sup>1</sup> Vekalet maliyeti konusunda iki tip yaklaşım bulunmaktadır. Bu çalışmada ele alınan vekalet maliyeti tipi olan Tip I olarak adlandırılan vekalet maliyeti yöneticiler ya da hissedarlar ile olan vekalet maliyeti ifade edilmektedir. Tip II olarak adlandırılan hissedarlar arasındaki çatışma da oldukça önemlidir. Bu yaklaşımda ana hissedarların çıkarı için yönetici seçimi yapılmakta ve küçük payı olan hissedarlar adeta göz ardı edilmektedir (Lei ve diğerleri, 2013).

uluslu şirketler önemli bir rol üstlenmektedir. Çok uluslu şirketlerin kurumsal yönetimin önemli bir sacayağı olan yatırımcının korunması kısmında oldukça iyi uygulamalara sahip oldukları görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde yer alan çok uluslu şirketlerin *a priori* kurumsal yönetim uygulamalarını yurt dışı iştiraklerine taşıması beklenmektedir. Dolayısıyla ülke düzeyi kurumsal gelişme her ne kadar dışsal kabul edilse de (bknz. Aguilera ve diğerleri 2015; Denis ve Mc Connell 2003) kurumsallaşma düzeyi yüksek ülkelerde kurumsal yönetim uygulamalarının oldukça iyi olması beklenmektedir. Türkiye gibi yükselen piyasa ekonomilerinde yabancı yatırımcının rolünün de vekalet maliyetini azaltıcı rolü olduğunu belirten çalışmalar da bulunmaktadır (bknz. Lu ve Li 2019).

Vekalet teorisi ile ilgili uluslararası literatür oldukça geniş olmasına rağmen (başlıca çalışmalar için bknz. Jensen ve Meckling 1976; James 1999; Anderson ve Reeb 2003; Eisenhardt 1989; Fama ve Jensen 1983), Türkiye eksenli literatür oldukça sınırlıdır. Türkiye üzerine olan çalışmalar arasında İlhan Nas ve Çarkçı (2015), Gündüz (2018), Öner ve Uyar (2018), Şahin ve diğerleri (2018), Aygün ve İç (2010) ve Aras ve Kutlu Furtuna (2015) ile sınırlıdır.

İlhan Nas ve Çarkçı (2015) yönetim ve CEO güçlendirme çerçevesinden firmanın finansal performansını vekalet ve temsil teorisi çerçevesinden hiyerarşik regresyon analizi kullanarak araştırmıştır. Örneklemi 2013 yılında Borsa İstanbul'a kote olan 336 finans dışı işletmelerin oluşturduğu bu çalışmada, firmanın yönetim kurulunun bağımsızlığı arttıkça firma performansının arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Alper ve Güvençer (2006) 2003 ile 2007 yılları arasında imalat sanayide yer alan 128 firma için halka arz oranları ile firma performansını regresyon ve korelasyon analizleri vasıtasıyla incelemiştir. - Çalışmada elde edilen bulgular halka arz oranı ve vekalet maliyeti arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığını göstermektedir.

Aygün ve İç (2010) regresyon analizi vasıtasıyla Türkiye'de genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmaması ile firma performansı arasında önemli bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. 2006-2007 yılları arasında Borsa İstanbul'a kote olan 183 işletme üzerine yapmış oldukları analizde yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün farklı olmasının yönetsel ikiliğe yol açtığını ve firma performansını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Gündüz (2018) teorik düzeyde bir inceleme olan çalışmasında kurucu sendromu ve vekalet teorisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim için kurucu sendromu ve vekalet teorisinin oldukça önemli sorunlar olduğunu belirtilmektedir.

Öner ve Uyar (2018) ise İstanbul'da yer alan 206 işletmede yaptığı yüz yüze anket tekniği vasıtasıyla denetim faaliyetlerinin dış denetim hariç vekaleten yönetilen işletmelerde etkin olduğunu

ve tercih edildiğini göstermektedir. Dolayısıyla vekalet teorisi kapsamında denetim faaliyetlerinin de vekaleten yönetilen işletmelerde tercih edildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Aras ve Kutlu Furtuna (2015) 2005 ile 2011 yılları arasında BİST'e kote olan finans dışı işletmeler için panel veri analizi kullanarak vekalet maliyeti ile kurumsal etkinlik arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Kurumsal yönetim göstergelerinin (CEO'nun hem CEO hem de yönetim kurulu başkanı olması, yönetim kurulu boyutu, denetim kalitesi) vekalet maliyetine olumsuz bir etkide bulunduğunu ve bu maliyeti azalttığı sonucuna ulaşımlardır. Ancak kadın yöneticilerin yönetim kurulda bulunması, yabancı denetçilerin ve bağımsız denetçilerin vekalet maliyetine olan etkisi pozitif ya da istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Şahin ve diğerleri (2018) vekalet teorisi kapsamında kadın yöneticilerin yönetim kurullarında bağımsız üye olmasını lojistik regresyon analizi vasıtasıyla Borsa İstanbul'a kote 400 işletme arasında araştırmıştır. Kadın yöneticilerin ortak yönetim kurulu üyeliği ve kadın yöneticilerin akrabalık bağı olanlardan seçilmesi çerçevesinde vekalet teorisini desteklediği sonucuna ulaşımlardır.

Demirci (2017) ise vekalet teorisi kapsamında vekalet maliyeti ile firma değeri arasındaki ilişkiyi Borsa İstanbul'a kote 49 firma için 2002 ile 2016 yılları arasında dinamik panel veri analizi vasıtasıyla araştırmıştır. Elde edilen sonuçlar düşük büyüme fırsatlarına sahip olan firmalar için vekalet maliyetinin firma değerini olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Türkiye üzerine olan literatürde yer alan az sayıda çalışma arasında 2001 finansal krizi ve vekalet maliyetini araştıran çalışma ya da finansal kriz dönemlerinde vekalet maliyeti üzerine yazarın da bildiği kadarıyla bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışmanın Türkiye eksenli az sayıda olan vekalet maliyeti literatürüne önemli bir katkıda bulunması beklenmektedir.

## 2.2. Hipotez

Finansal kriz dönemlerinde hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çatışmanın daha az olması beklenmektedir. Dolayısıyla finansal kriz dönemlerinde yönetici ve hissedarların vekalet maliyetini firmanın içinde bulunduğu durum nedeniyle finansal kriz öncesi döneme göre daha az olması beklenmektedir. Aynı zamanda çalışmada Xu ve Wang (1999) ve Lu ve Li (2019), O'Donnell (2000); Beuselinck ve Du (2017) ve Ghoshal ve Bartlett (1990) tarafından ifade edilen yabancı ortaklara sahip olan firmaların vekalet maliyetlerinin yükselen piyasa ekonomilerinde az olması beklenmektedir. Nitekim yabancı sermayedarlara/ortaklara sahip olan firmalar, ulus ötesi kurumsallaşma özelliklerini transfer ederek Türkiye içerisinde kurumsallaşma özelliklerini arttırabilmektedir. Dolayısıyla çalışmanın hipotezi aşağıda ifade edildiği şekildedir:

**H<sub>1</sub>:** Yabancı ortakları olan firmalar finansal kriz dönemlerinde diğer firmalara nazaran daha az vekalet maliyetine sahiptir.

Bu çerçevede literatüre dayanarak bu çalışmada ISO 500'de yer alan ve yabancı ortaklara sahip olan firmalar seçilerek, diğer firmalar ile arasındaki vekalet maliyeti farkı öncelikle 2001 finansal krizi döneminde araştırılmaktadır. Aynı zamanda 2001 finansal krizi öncesi ve sonrası dönemler de analize dahil edilerek yıllar itibariyle karşılaştırmalı bir analiz yapılmaktadır.

### 2.3. Metodoloji

Çalışmada kullanılan metodoloji finansal kriz öncesi, finansal kriz esnasında ve finansal kriz sonrasında vekalet maliyetinin etkilerini ölçmek amacıyla yatay kesit regresyon analizidir. ISO500 firma listesine her yıl yeni firmaların dahil edilmesi nedeniyle örneklemin temsil gücünü gösteren firma sayısının yüksek tutulmak istenilmesi ve 2001 finansal krizi öncesi, kriz esnasında ve sonrasında karşılaştırmalı vekalet maliyetinin analiz edilmek istenilmesinden dolayı yatay kesit analiz tercih edilmektedir.

2001 Finansal Krizi öncesi ve sonrası dönemde vekalet maliyetinin yabancı ortaklara sahip olan firmalar ve diğer firmalar için karşılaştırmalı olarak incelemektedir.

Çalışmada kullanılan modeli Denklem 1'deki gibi ifade edebiliriz.

$$y = \beta_0 + \beta' X' + \beta' Z' + u \quad (1)$$

Eşitlik 1'de yer alan ifadelerde Y: esas itibariyle ilgilenilen değişkeni (outcome variable) ifade etmektedir. Bu çalışmada vekalet maliyetini temsilen doğrudan bir vekalet maliyeti ölçümü olarak kabul edilen varlık devir oranı kullanılmaktadır (bkz. Aras ve Kutlu Furtuna 2015). Aynı zamanda kullanılan ISO 500 veri setinde vekalet maliyeti kapsamında oldukça sınırlı bir bilgi bulunması nedeniyle vekalet maliyetini temsil eden başka bir değişken kullanılamamaktadır. Denklem 1'de X' kontrol değişkenlerini ifade etmektedir. Çalışmada kontrol değişkenleri firma ölçeği, ihracatın logaritması, firma karlılığı ve sektörel gözlemlenemeyen farkları kontrol etmek amacıyla modellere eklenen SIC kodlarına göre belirlenmiş sektör kukla değişkenleridir. Firma ölçeği (FÖ) toplam varlıkların logaritması alınarak hesaplanmıştır. Sağlıklik kontrollerinde kullanılan ihracatın logaritması Log (X) firmanın ihracat odaklı olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla ihracat yapan firmaların daha fazla risk alması ve finansal kriz dönemlerinde daha fazla riske maruz kalması beklenmektedir. Firma karlılığı ise firmanın net karının toplam aktiflere oranı olarak (RoA) hesaplanmıştır.

Denklem 1'de yer alan Z ise yabancı sermayedar oranlarını ifade eden yabancı ortaklık kukla değişkenini ifade etmektedir. Çalışmada yabancı ortaklık oranı %50'nin üzerinde olan firmalar ana modelde yabancı ortaklara sahip firmalar olarak ele alınmıştır. Bu analizde yabancı ortaklığa sahip olan firmaların yabancı ortaklık oranları %50 üzeri olan firmalar kurumsal yönetim düzeyi yüksek

olan (ya da yurtdışından iyi kurumsal yönetim transferinde bulunan) firmalar olarak kabul edilmiştir. FDI50 olarak analizlere bu değişken dahil edilmiştir. Ancak sağlamlık kontrolü amacıyla yabancı ortaklık oranı %25'in üzerinde olan firmalar olarak analizler tekrarlanmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin açıklayıcı istatistikler Tablo 1'de yer almaktadır. Çalışmada toplam ISO 500 Listesi'nde yer alan sanayi işletmelerine ait 1999, 2000, 2001 ve 2002 arasındaki veriler kullanılmıştır. Tüm değişkenler her yıl için ayrı ayrı olmak üzere çıkıntılara/uç değerlere (outliers) göre çan eğrisinin sol kuyruğunun %1'inin altında kalan ve sağ kuyruğun %99'unun üzerinde kalan kısımları kırpma yöntemiyle (trimming) örneklemden çıkarılmıştır.

**Tablo 1. Açıklayıcı İstatistikler**

Değişken	N	Ortalama	Std. Sapma	En Düşük Değer	En Yüksek Değer
		1999			
S/A	84	1.389205	0.797661	0.230075	6.481149
RoA	75	0.054904	0.131967	-0.44608	0.469026
FÖ	85	16.91805	0.840559	14.81387	19.12741
Log(X)(Sağlamlık kullanılmıştır)	30	9.022198	1.825745	2.564949	11.91642
		2000			
S/A	89	1.518953	0.96749	0.230256	8.36214
RoA	85	0.062444	0.129687	-0.54537	0.50947
FÖ	89	17.315	0.850575	15.45617	19.60605
Log(X)(Sağlamlık kullanılmıştır)	36	9.13356	1.754852	3.135494	12.13175
		2001			
S/A	76	1.629977	1.170735	0.220986	9.048553
RoA	68	0.03756	0.188745	-0.82021	0.565683
FÖ	74	17.77282	0.896322	15.76638	20.38408
Log(X)(Sağlamlık kullanılmıştır)	31	9.375483	1.64175	3.258096	12.33182
		2002			
S/A	79	1.636306	1.078747	0.237146	8.160419
RoA	73	0.088114	0.134491	-0.5392	0.51102
FÖ	78	18.11096	0.902767	15.74298	20.94016
Log(X)(Sağlamlık kullanılmıştır)	37	9.429872	1.59972	3.135494	12.40557

### 3. BULGULAR

#### 3.1. Ana Model Bulguları

Regresyon analizlerinde elde edilen bulgular Tablo 2’de yer almaktadır. Tablo 2’de yer alan sonuçlara göre 2001 finansal krizi öncesi, finansal kriz esnasında ve sonrasında yabancı ortaklığa sahip olan firmaların vekalet maliyetinin az olduğu görülmektedir. Bu noktada ters bir vekalet maliyeti göstergesi olan varlık devir oranının (S/A) finansal kriz öncesi, kriz esnasında ve sonrası dönemde yabancı ortaklara sahip olan firmalarda düşük olduğu görülmektedir. Ancak örnekleme yer alan firmalar açısından vekalet maliyeti farklılaşmasının daha iyi anlaşılması açısından bu firmalar için finansal kriz öncesi ve sonrası dönemde diğer firmalar ile arasında görece olarak bir fark olduğunun test edilmesi gereklidir. Özellikle yabancı ortaklara sahip olan firmaların 2001 finansal krizi döneminde aralarında önemli ve görece bir fark olduğunun tespiti amacıyla %50 üzeri yabancı ortaklığa sahip olan firmalar ile diğer firmalar için marjinal etkiler hesaplanmıştır. Hesaplanan marjinal etkiler Tablo 2’de yer alan regresyon modellerine dayanmaktadır. Her iki firma grubu için her yıl ayrı ayrı vekalet maliyeti ayrı hesaplanmıştır.

**Tablo 2. Analiz Sonuçları**

	(1) S/A: 1999	(2) S/A: 2000	(3) S/A: 2001	(4) S/A: 2002
RoA	0.53 (1.89) <sup>+</sup>	0.88* (2.78)	0.45 (2.01)	0.43 (1.62)
FDI50	0.24 (1.87) <sup>+</sup>	0.39** (2.78)	0.38* (2.48)	0.26*** (2.45)
FÖ	-0.40*** (-8.04)	-0.48*** (-8.99)	-0.59*** (-8.45)	-0.61*** (-9.12)
Sektörel kontrol değişkenleri	√	√	√	√
β <sub>0</sub>	8.13*** (9.49)	9.69*** (10.34)	12.14*** (9.56)	12.66*** (10.21)
N	365	375	357	364
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.39	0.49	0.54	0.56
F stat., p değeri	0.00	0.00	0.00	0.00

**Not:** Standart hatalar değişen varyans ve otokorelasyona dirençli standart hatalardır. <sup>+</sup>  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Tablo 3’te yer alan marjinal etki sonuçlarına göre vekalet maliyetinin azalmasını ifade eden S/A oranının yabancı ortaklık oranı %50 üzeri olan firmaların 2001 finansal krizi döneminde diğer firmalara nazaran vekalet maliyetinin az olduğunu göstermektedir. 2001 finansal krizi öncesi dönemi ifade eden 1999 ve 2000 yıllarında diğer firmalara görece olarak yabancı ortaklık oranı %50 üzeri olan firmaların daha vekalet maliyetinin daha az olduğu görülmektedir. 2001 finansal krizi döneminde ise



bu firmalar arası vekalet maliyeti farklılıklarının devam ettiği ve finansal kriz döneminde vekalet maliyetinin yabancı ortaklık oranı %50 üzeri olan firmalar için görece olarak daha az olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 2001 finansal krizi sonrası dönemde ise firmalar arasındaki vekalet maliyeti farkının devam ettiği görülmektedir.

**Tablo 3. 2001 Finansal Krizi Öncesi, Kriz Esnasında ve Sonrasında Yabancı Ortaklık Oranları ve Vekalet Maliyeti İlişkisi**

	1999	2000	2001	2002
FDI50=0	1.34	1.44	1.58	1.58
FDI50=1	1.59	1.83	1.96	1.84

Not: Tüm hesaplamalar Tablo 2’de yer alan model sonuçlarına göre yapılmıştır. Not: FDI50=0 yabancı ortaklık oranı %50 ve altında olan firmaları ifade ederken, FDI50=1 ise yabancı ortaklık oranı %50’nin üzerinde olan firmaları ifade etmektedir. Hesaplamalar için Stata margins komutu kullanılmıştır. Tüm hesaplamalar %1 istatistiksel anlam düzeyinde anlamlıdır.

### 3.2. Sağlamlık Kontrolleri

Çalışmanın bu kısmında çalışmanın ana modelinin sağlamlığını test etmek amacıyla uygulanan sağlamlık kontrollerine ilişkin bulgulara ve yorumlara yer verilmektedir. İlk sağlamlık kontrolünde ihracatın logaritması alınarak ana modele dahil edilerek ana modeller tekrarlanmıştır (bkz. Tablo 4). İkinci sağlamlık kontrolünde ise yabancı sermayedar oranının eşik değeri %25 alınarak tekrar analizler yapılmıştır.

Tahmin edilen tüm modellerin sonuçları Tablo 4 ve Tablo 5’te yer almaktadır. Tablo 4 ve Tablo 5’te yer alan sonuçlara göre çalışmanın ana modellerinde elde edilen sonuçlar (bkz. Tablo 2) doğrulanmıştır. Tablo 6’da %25 yabancı ortaklık oranına göre hesaplanan marjinal etki hesaplamaları da Tablo 2’de yer alan ana modellere ilişkin sonuçları doğrulayan bir yapıdadır. Aynı zamanda bu sağlamlık kontrolü sonucunda yabancı ortaklık oranının artması durumunda vekalet maliyetinin kriz öncesinde, kriz dönemlerinde ve sonrasında azaldığına ilişkin önemli bulgulara da ulaşılmıştır. Diğer bir deyişle bu çalışmada yabancı ortaklık oranı %25’ten fazla olan firmalara ilişkin vekalet maliyetinin, çalışmanın ana modelinde ele alınan %50 yabancı ortaklık oranına sahip olan firmalardan fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> 2000 yılında vekalet maliyeti katsayısı Tablo 2, Tablo 4 ve Tablo 5’te yer alan sonuçlar ve Tablo 3 ve Tablo 6’da yer alan marjinal etki analiz sonuçlarına göre bu yorum yapılabilir.

**Tablo 4. Analiz Sonuçları: İhracatın Dahil Edildiği Model**

	(5) S/A: 1999	(6) S/A: 2000	(7) S/A: 2001	(8) S/A: 2002
RoA	0.49 (1.57)	0.77* (2.44)	0.23 (1.00)	0.16 (0.59)
FDI50	0.32 (2.08)*	0.42** (2.85)	0.29* (2.51)	0.38*** (3.59)
FÖ	-0.41*** (-6.62)	-0.49*** (-8.10)	-0.64*** (-9.37)	-0.71*** (-9.25)
Log(X)	0.07*** (2.75)	0.06*** (3.09)	0.13*** (3.45)	0.10*** (4.08)
Sektörel kontrol değişkenleri	√	√	√	√
$\beta_0$	7.58*** (8.09)	9.30*** (9.38)	11.77*** (9.32)	13.45*** (9.87)
<i>N</i>	308	320	313	324
<i>Düzeltilmiş R2</i>	0.40	0.50	0.49	0.52
<i>F stat., p değeri</i>	0.00	0.00	0.00	0.00

**Not:** Standart hatalar değişen varyans ve otokorelasyona dirençli standart hatalardır. +  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

**Tablo 5. Sağlık Kontrolü Sonuçları: %25 ortaklık oranı**

	(9) S/A: 1999	(10) S/A: 2000	(11) S/A: 2001	(12) S/A: 2002
RoA	0.51+ (1.80)	0.84* (2.60)	0.46 (2.07)	0.44 (1.67)+
FDI25	0.18+ (1.79)	0.34*** (3.06)	0.24+ (1.91)	0.18** (2.06)
FÖ	-0.40*** (-7.95)	-0.48*** (-8.89)	-0.59*** (-8.32)	-0.61*** (-9.15)
$\beta_0$	8.10*** (9.37)	9.72*** (10.21)	12.09*** (9.39)	12.61*** (10.23)
Sektörel kontrol değişkenleri	√	√	√	√
<i>N</i>	365	375	357	364
<i>Düzeltilmiş R2</i>	0.39	0.49	0.53	0.56
<i>F stat., p val.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00

**Not:** Standart hatalar değişen varyans ve otokorelasyona dirençli standart hatalardır. +  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

**Tablo 6. 2001 Finansal Krizi Öncesi, Kriz Esnasında ve Sonrasında Yabancı Ortaklık Oranları ve Vekalet Maliyeti İlişkisi**

	1999	2000	2001	2002
FDI25=0	1.33	1.42	1.57	1.58
FDI25=1	1.52	1.76	1.82	1.76

Not: FDI25=0 yabancı ortaklık oranı %25 ve altında olan firmaları ifade ederken, FDI25=1 ise yabancı ortaklık oranı %25'in üzerinde olan firmaları ifade etmektedir. Tüm hesaplamalar Tablo 2 ve 4'te yer alan model sonuçlarına göre yapılmıştır. Hesaplamalar için Stata margins komutu kullanılmıştır. Tüm hesaplamalar %1 istatistiksel anlam düzeyinde anlamlıdır.

Çalışmada raporlanmayan diğer sağlamlık kontrolleri olarak çalışmada tahmin edilen ana model için kantil regresyon analizleri de yapılmıştır. 2001 finansal krizi döneminde elde edilen sonuçlar %50 kantil regresyon analizleri sonuçlarına göre doğrulanmıştır. Kantil regresyon modelinde %50 (medyan) kantile dayalı modelleme yapılmıştır<sup>3</sup>.

#### 4. GENEL TARTIŞMA

Çalışmada 2001 finansal krizi öncesinde, kriz esnasında ve sonrasında yabancı ortaklara sahip firmalar ile diğer firmalar arasındaki vekalet maliyeti analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar 2001 finansal krizi öncesi ve kriz esnasında vekalet maliyeti anlamında yabancı ortaklığa sahip olan firmaların daha iyi göstergelere sahip olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda sağlamlık kontrolleri vasıtasıyla yapılan analizlerde ana modelde ulaşılan sonuçlar doğrulanmıştır. Diğer bir deyişle sağlamlık kontrolleri sonucunda ana modelde ulaşılan yabancı ortaklara sahip olan firmaların daha az vekalet maliyetine sahip olduğu sonucu doğrulanmıştır. Çalışmanın hipotezi analiz bulgularına göre doğrulanmıştır. Dolayısıyla elde edilen sonuçlar, Türkiye ekonomisi odaklı literatüre finansal kriz dönemlerinde kurumsal yönetim uygulamaları açısından firmaların vekalet maliyetini karşılaştırmalı olarak analiz ederek katkıda bulunmaktadır. Çalışmada aynı zamanda vekalet maliyeti anlamında avantaja sahip olan firmaların bu avantajı finansal kriz sonrasında da sürdürdüğü görülmektedir. Aynı zamanda çalışmada sağlamlık kontrolleri sonucunda yabancı sermaye oranının artması ile birlikte kriz dönemlerinde vekalet maliyetinin azaldığına ilişkin sonuçlara ulaşılmıştır. Dolayısıyla yabancı ortaklık oranının artmasının vekalet maliyetinin azaltılmasına neden olabileceği yorumlanabilir. Bu bulguların

<sup>3</sup> Kantil regresyon modeli çıkıntılar/uç değerler olmadan değişkenlerin analiz edilmesine dayalıdır. Bu noktada %50 kantil regresyon analizi sonuçları ele alınmıştır. Bu tahmin sonuçları yazardan istenilebilir.

da literatürdeki yabancı sermayedar ve vekalet maliyeti ilişkisine ilişkin görüşler ile benzeştiği söylenebilir.

**Tablo 4. Hipotez ve Elde edilen Sonuçlar**

Hipotez	Elde edilen sonuç
H1: Yabancı ortaklara sahip olan firmalar finansal kriz dönemlerinde diğer firmalara nazaran daha az vekalet maliyetine sahiptir.	+

## 5. SONUÇ

Vekalet maliyeti, finans literatüründe oldukça önem atfedilen ve davranışsal olarak kurumsal finansın temelinde yer alan bir maliyet türlerinden birisidir. Berle ve Means (1932) tarafından temelleri atılan ve Jensen ve Meckling (1976) tarafından uygulamalı olarak finans literatürüne kazandırılan vekalet teorisi temelinde davranışsal öğeler barındırmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisi üzerine oldukça kısıtlı sayıda bulunan vekalet maliyetinin farklılaşması ISO 500 listelerinde yer alan sanayi işletmeleri açısından 2001 finansal krizi dönemi öncesi kriz esnası ve sonrasında karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Elde edilen sonuçlar, yabancı ortaklara sahip olan işletmelerin 2001 finansal krizi esnasında vekalet maliyetini diğer firmalara nazaran daha etkin bir şekilde azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda 2001 finansal krizi öncesi ve sonrası dönemde de vekalet maliyetinin yabancı ortaklara sahip olan işletmeler için diğer firmalara göreli olarak az olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı zamanda yabancı sermayedar oranı artışı ile vekalet maliyeti arasında da negatif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir deyişle vekalet maliyeti yabancı sermayedar oranı arttıkça kriz dönemlerinde düşmektedir. Çalışmanın elde ettiği bulguların, vekalet teorisine yönelik Türkiye odaklı literatüre katkıda bulunması beklenmektedir. Gelecek çalışmaların vekalet teorisini kriz dönemlerinde vaka analizi gibi analizler ile derinlemesine araştırması bu literatürün gelişimine katkıda bulunabilecektir.

## YAZARIN BEYANI

Bu çalışmada, Araştırma ve Yayın Etiğine uyulmuştur, çıkar çatışması bulunmamaktadır ve bu çalışma için finansal destek alınmamıştır.

## AUTHOR'S DECLARATION

This paper complies with Research and Publication Ethics, has no conflict of interest to declare, and has received no financial support.

---

## KAYNAKÇA

- Aguilera, R.V.; Desender, K.; Bednar, M.K., ve Lee, J. H. (2015). "Connecting the Dots – Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle", *The Academy of Management Annals*, 9(1), DOI: 10.5465/19416520.2015.1024503.
- Alper, D. ve Güvençer, Ü. C. (2006). "Türk Firmalarının Halka Arz Oranları İle Performansları Arasındaki İlişkinin Vekâlet Teorisi Çerçevesinde İncelenmesi: İMKB'de Hisse Senetleri İşlem Gören 128 Firma Üzerine Ampirik Bir Uygulama", *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, XXV (2), 71-83.
- Anderson, R. C. ve Reeb, D. M. (2003). "Founding- Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Aras, G. ve Kutlu Furtuna, O. (2015). Does Governance Efficiency Affect Equity Agency Costs? Evidence from Borsa Istanbul, *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup2), S84-S100.
- Athey, S. ve Imbens, G. (2006). "Identification and Inference In Nonlinear Difference-In-Differences Models". *Econometrica*, 74 (2), 431–497.
- Aygün, M. ve İç, S. (2010). "Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?", - *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 192-201.
- Bhagat, S., Bolton, B. ve Subramanian, A. (2017). "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Accounting Research*, 14, 471–517.
- Berle, A. A., ve Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick. NJ: Transaction.
- Beuselinck, C. ve Du, Y. (2017). "Determinants of Cash Holdings in Multinational Corporation's Foreign Subsidiaries: US Subsidiaries in China", *Corporate Governance: An International Review*, 25 (2), 100-115.

- Demirci, N.S., (2017). “Serbest Nakit Akışlarının Şirket Değerine Etkisi: Serbest Nakit Akış Teorisi Bağlamında BIST 100 Endeksi Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi”, İşletme Araştırmaları Dergisi, 9(2), 283-299.
- Denis, D.K. ve Mc Connell, J.J. (2003). “International Corporate Governance”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38 (1),1-36.
- Easterbrook, F. H. (1984). “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”. The American Economic Review ,74, 650–59.
- Eisenhardt, K. M. (1989). “Agency Theory: An Assessment and Review”, Academy Of Management Review, 14(1), 57-74.
- Emanuel, D., Wong, J., ve Wong, N. (2003). “Efficient Contracting and Accounting”. Accounting and Finance, 43, 149–66.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. ve Jensen, M. C. (1983). “Separation of Ownership and Control”, The Journal of Law and Economics, 26(2), 301-325.
- Ghoshal,S. ve Bartlett, C.A. (1990). “The Multinational Corporation as an Interorganizational Network”, The Academy of Management Review, 15 (4), 603-625.
- Gündüz Ş. (2018). “Founder’s Syndrome at the Backstage of Agency Theory: A Threat to Corporate Governance and Corporate Social Responsibility”, Business and Management Studies: An International Journal, 6(1), 1-16.
- İlhan Nas, T. ve Çarkçı, A. (2015). “Yönetim Güçlendirmenin Firmanın Finansal Performansı ve Risk Alma Davranışı Üzerindeki Etkisi”, ODTÜ Gelişme Dergisi, 42, 355-4.
- James, H. S. (1999). “Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm”, International Journal of The Economics of Business, 6(1), 41-55.
- Jensen, M. C., ve Meckling, W. H. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
- Lang, Larry H.P., ve Litzenger, R. H. (1989). “Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?”, Journal of Financial Economics, 24, 181–91.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. (2000). “Investor Protection and Corporate Governance”, Journal of Financial Economics 58, 3–27.

- Lei,Q., Lin, B. ve Wei, M. (2013). “Types of Agency Cost, Corporate Governance and Liquidity”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (3), 147-172.
- Li, H.-X, Wang, Z.-J., ve Deng, X.-I. (2008). “Ownership, Independent Directors, Agency Costs and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies”, *Corporate Governance*, 8, 622–36.
- Lu, S.-L. ve Li, Y.-H. (2019). “Effect of Corporate Governance on Institutional Investors’ Preferences: An Empirical Investigation in Taiwan”, *Journal of Risk and Financial Management* 12(1), 32.
- Malmquist, D. H. (1990). “Efficient Contracting and the Choice of Accounting Method in the Oil and Gas Industry.” *Journal of Accounting and Economics* 12, 173–205.
- Modigliani, F. ve Miller, M. (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- O’Donnell, S. W. (2000). “Managing Foreign Subsidiaries: Agents of Headquarters, or An Interdependent Network?”, *Strategic Management Journal*,21, 525–548.
- Öner, Ö. ve Uyar, M. (2018). “Vekâlet Teorisi Bağlamında Denetim Faaliyetlerinin ve Kontrol Sistemlerinin Yönetim Riskine Etkisi: Küçük ve Orta Boy İşletmelerde Bir Uygulama”, *Muhasebe Bilim Dünyası, Dergisi*, 20 (ÖzelSayı), ös66- ös91.
- Ross, S. A. (1973). “The Economic Theory Of Agency: The Principal's Problem”, *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Shleifer, A. ve Vishny, R. (1986). “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 94: 461–88.
- Siregar, S. V. ve Utama, S. (2008). “Type of Earnings Management and the Effect of Ownership Structure, Firm Size, and Corporate-Governance Practices: Evidence from Indonesia”, *International Journal of Accounting*, 43, 1–27
- Su, Y., Xu, D. ve Phan, P. H. (2008). “Principal—Principal Conflict in the Governance of the Chinese Public Corporation”, *Management and Organization Review*, 4, 17–38.
- Şahin, K., Eser, B., Kaplan, T., Özdündar, G., (2018). “Yönetim Kurullarında Kadın Yönetici Temsili: Türkiye’de Yönetim Kurulları Yapısının Cinsiyet Bağlamında İncelenmesi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 14(4), 1147-1166.
- Xu, X., ve Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, 10, 75–98.