



Kamu İç Denetçileri Derneği Meşrutiyet Caddesi Konur Sokak No: 36/6 Kızılay - ANKARA

www.kidder.org.tr/denetisim/ • denetisim@kidder.org.tr

ISSN 1308-8335

Yıl: 17, Sayı: 35, 175-186, 2026

Gönderilme Tarihi: 17 Mart 2026 Kabul Tarihi: 24 Mayıs 2026

Araştırma Makalesi

KURUMSAL YÖNETİM VE MALİYET YAPIŞKANLIĞI İLİŞKİSİ: ABD VE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRMASI (CORPORATE GOVERNANCE AND COST STICKINESS RELATIONSHIP: A COMPARISON OF US AND TURKEY)

Emin Hüseyin ÇETENAK¹

ÖZ

Maliyet yapışkanlığı kavramı, satışlar arttığında maliyetlerin hızla yükselmesine karşın satışlar düştüğünde aynı oranda azalmaması durumunu ifade etmektedir. Yöneticilerin kontrolleri altındaki kaynakları koruma eğiliminden kaynaklandığı düşünülen bu asimetrik davranış, firma kârlılığı ve verimliliğini olumsuz etkileyebilmektedir. Kurumsal yönetim mekanizmalarının bu eğilimi disipline edip edemeyeceği ise özellikle farklı piyasa yapılarında henüz yeterince araştırılmamıştır. Bu çalışmada, kurumsal yönetimin maliyet yapışkanlığı üzerindeki etkisi, ABD ve Türkiye imalat sanayi firmalarından oluşan örneklem ile gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar ekseninde karşılaştırmalı olarak incelenmektedir. 2010-2024 dönemini kapsayan veriler üzerinden Sistem GMM yöntemiyle gerçekleştirilen analizlerde, yöneticilerin nakit harcama taahhütlerini doğrudan yansıtan Nakit Faaliyet Giderleri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin etkisi, firmanın bir derecelendirme notuna sahip olma durumu ve elde edilen kurumsal yönetim skorunun düzeyi olmak üzere iki farklı boyutta test edilmiştir. Bulgular, her iki piyasada da kurumsal yönetim gözetimine tabi olmayan firmaların, satış düşüşleri karşısında maliyetlerini kırmakta direnç sergilediğini ortaya koymaktadır. Ancak kurumsal yönetimin disipline edici rolü, söz konusu iki piyasada belirgin biçimde farklılaşmaktadır. ABD piyasasında hem kurumsal yönetim notuna sahip olmanın hem de bu notun yüksekliğinin maliyet yapışkanlığını azalttığı tespit edilmiştir. Türkiye piyasasında ise kurumsal yönetim derecelendirmesine dâhil olmak yapışkanlığı anlamlı ölçüde azaltırken, skorun düzeyi istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. Elde edilen bu bulgular, gelişmiş piyasalarda kurumsal yönetimin düzeyinin (kalitesinin), gelişmekte olan piyasalarda ise kurumsal raporlama sistemine katılımın temel disipline edici unsur olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Maliyet Yapışkanlığı, Kurumsal Yönetim, Vekâlet Teorisi, Sistem GMM.

JEL Sınıflandırması: M41, G34, D22

ABSTRACT

The concept of cost stickiness refers to the phenomenon where costs increase rapidly when sales rise, but do not decrease at the same rate when sales decline. This asymmetric behavior, which is thought to stem from managers' tendency to retain resources under their control, can negatively affect firm profitability and efficiency. Whether corporate governance mechanisms can discipline this tendency has not been sufficiently investigated, particularly across different market structures. In this study, the effect of corporate governance on cost stickiness is comparatively examined using a sample of manufacturing firms from the US and Türkiye, representing developed and emerging markets respectively. In the analyses conducted using the System GMM method on data covering the 2010-2024 period, Cash Operating Costs, which directly reflects managers' cash spending commitments, is used as the dependent variable. The effect of corporate governance is tested in two dimensions: whether the firm has a governance rating and the level of the obtained governance score. The findings reveal that firms not subject to corporate governance oversight in both markets exhibit resistance to cutting costs in the face of sales declines. However, the disciplining role of corporate governance differs markedly between the two markets. In the US market, both having a corporate governance rating and the level of this rating were found to reduce cost stickiness. In the Turkish market, while being included in corporate governance rating system significantly reduces stickiness, the level of the score was found to be statistically insignificant. These findings indicate that the level (quality) of corporate governance serves as the main disciplining factor in developed markets, while participation in the corporate reporting system is the key factor in emerging markets.

Keywords: Cost Stickiness, Corporate Governance, Agency Theory, System GMM.

JEL Classification: M41, G34, D22

¹Prof. Dr., Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, cetenak@nevsehir.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2900-4948

1. GİRİŞ

Geleneksel maliyet muhasebesi maliyetlerin faaliyet hacmindeki değişimlere mekanik ve simetrik bir tepki verdiğini varsaymaktadır. Bu bakış açısına göre, satışlar arttığında maliyetlerde görülen artış oranı, satışlar düştüğünde de aynı ölçüde bir azalış olarak kendini gösterecektir. Ancak Anderson, Banker ve Janakiraman (2003) tarafından gerçekleştirilen öncü çalışma, bu simetri varsayımını ampirik kanıtlarla çürütmüş ve maliyet yapışkanlığı kavramını muhasebe literatürüne kazandırmıştır. Buna göre maliyet yapışkanlığı kavramı temel olarak, maliyetlerin satış artışlarına verdiği tepkinin büyüklüğünün, satış düşüşlerine verdiği tepkiden sistematik olarak farklılaşması durumunu ifade etmektedir.

Literatürde maliyetlerin yapışkan olmasının nedenlerine ilişkin çeşitli açıklamalar öne sürülmüştür. Bunlar arasında kaynak ayarlama maliyetleri (Banker ve Byzalov, 2014), yöneticilerin geleceğe yönelik iyimser beklentileri (Banker, Ciftci ve Mashruwala, 2014) ve makroekonomik belirsizlik (Banker, Basu, Byzalov ve Chen, 2016) çalışmaları sayılabilir. Ancak bu asimetrik davranışı açıklayan en güçlü ve yaygın kabul gören teorik yaklaşım, Jensen ve Meckling (1976) ile Jensen (1986) tarafından geliştirilen vekâlet teorisidir. Vekâlet teorisi perspektifinden maliyet yapışkanlığı, mülkiyet ve yönetimin birbirinden ayrıldığı modern işletmelerde ortaya çıkan çıkar çatışmasının bir ürünüdür (Chen, Lu ve Sougiannis, 2012). Firma yöneticileri, hissedar değerini maksimize etmek yerine kendi kontrolleri altındaki varlıkları büyütme eğilimi gösterebilmektedir. “İmparatorluk Kurma” olarak adlandırılan bu davranış kalıbı (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Hope ve Thomas, 2008), satışlar arttığında kaynakların hızla genişletilmesi ancak satışlar düştüğünde bu kaynakların elden çıkarılmasına direnç gösterilmesi biçiminde kendini gösterebilmektedir. Bu direnç, maliyetlerin aşağı yönlü esnekliğini kısıtlayarak yapışkanlığa yol açabilmektedir.

Kurumsal yönetim mekanizmaları, vekâlet sorunlarını hafifletmek ve yöneticilerin hissedar çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sağlamak amacıyla tasarlanmış, izleme ve teşvik sistemleri bütünü olarak tanımlanabilir (Shleifer ve Vishny, 1997; Gillan, 2006). Chen vd. (2012) tarafından yapılan çalışmada güçlü kurumsal yönetim yapılarına sahip firmalarda, yöneticilerin imparatorluk kurma güdülerinin frenlendiğini ve bunun sonucunda maliyet yapışkanlığının azaldığını göstermiştir. Bu bulgu, kurumsal yönetimin maliyet davranışları üzerinde düzenleyici bir rol oynadığına işaret etmektedir. Bu alandaki literatürde kurumsal yönetimin maliyet yapışkanlığını azalttığı genel olarak kabul görmekte birlikte (Weiss, 2010; Kama ve Weiss, 2013; Liang, Moreland ve Yang, 2020), bu mekanizmanın farklı kurumsal yapılara sahip ekonomilerde nasıl işlediğine dair ampirik kanıtlar oldukça sınırlıdır. Literatürdeki çalışmaların büyük çoğunluğu ABD ve Batı Avrupa gibi gelişmiş piyasalara odaklanmış, gelişmekte olan piyasaların kendine özgü dinamikleri görece ihmal edilmiştir. Oysa gelişmekte olan piyasalar, yüksek makroekonomik volatilité, zayıf hukuki koruma mekanizmaları, konsantre mülkiyet yapıları ve düşük kurumsal şeffaflık gibi özellikleriyle gelişmiş piyasalardan belirgin biçimde ayrılmaktadır (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny, 1998; Fan, Wei ve Xu, 2011).

Bu çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetimin maliyet yapışkanlığı üzerindeki etkisinin piyasa gelişmişlik düzeyine göre nasıl farklılaştığını karşılaştırmalı olarak incelemektir. Araştırmada, gelişmiş piyasa örneği olarak ABD ve gelişmekte olan piyasa örneği olarak Türkiye imalat sanayi firmaları analiz edilerek literatüre katkı sunulması amaçlanmaktadır. İlk olarak bu çalışma, kurumsal yönetimin iki farklı piyasada farklı mekanizmalarla işlediğini ortaya koyan bağlamsal ayrışma (contextual divergence) bulgusunu sunmaktadır. Analiz sonuçları, ABD’de yönetim puanının seviyesinin belirleyici olduğunu, Türkiye’de ise yönetim notuna sahip olmanın yeterli ve baskın faktör olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, kurumsal yönetimin ABD’de bir kalite meselesi, Türkiye’de ise bir meşruiyet meselesi olduğuna işaret etmektedir. İkinci olarak çalışmada metodolojik açıdan nakit bazlı bir yaklaşım benimsenmektedir. Literatürdeki çoğu çalışma muhasebe tahakkuklarına ve manipülasyonlara açık olan Pazarlama Satış ve Genel Yönetim Giderleri değişkenini kullanırken (Roychowdhury, 2006), bu çalışmada yöneticilerin gerçek nakit harcama taahhütlerini yansıtan Nakit Faaliyet Giderleri değişkeni tercih edilmiştir. Üçüncü olarak çalışma, vekâlet probleminin evrensel olduğunu ancak şiddetinin kurumsal bağlama göre farklılaştığını göstermektedir. Türkiye’de tespit edilen yapışkanlık katsayısının ABD’ye kıyasla belirgin biçimde yüksek olması, kurumsal altyapı farklılıklarının yanı sıra makroekonomik koşulların da bu sonuç üzerinde etkili olabileceğini düşündürmektedir.

Çalışmanın izleyen bölümleri şu şekilde organize edilmiştir: İkinci bölümde teorik çerçeve ve ilgili literatür taraması sunulurken araştırma hipotezleri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde veri seti, değişken tanımları ve ekonometrik yöntem, dördüncü bölümde ise ampirik bulgular raporlanmış ve tartışılmıştır. Beşinci ve son bölümde ise sonuçlar özetlenmiş, politika önerileri sunulmuş ve gelecek araştırmalar için öneriler geliştirilmiştir.

2. TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR TARAMASI

2.1. Maliyet Yapışkanlığı: Kavramsal Çerçeve

Maliyet davranışlarının asimetrik yapısı literatürde ilk kez; Anderson, Banker ve Janakiraman'ın (2003) 1979-1998 döneminde ABD'de faaliyet gösteren 7.629 firmanın pazarlama, satış ve genel yönetim giderlerini inceledikleri öncü çalışmalarıyla ortaya konulmuştur. Anderson vd. (2003) çalışmalarında satışlardaki %1'lik artışın maliyetlerde %0,55'lik bir artışa yol açtığını, buna karşın satışlardaki %1'lik düşüşün maliyetlerde yalnızca %0,35'lik bir azalışa neden olduğunu göstermiştir. Bu asimetrik tepki kalıbı, maliyetlerin yukarı yönlü hareketlerde esnek, aşağı yönlü hareketlerde ise yapışkan bir doğaya sahip olduğunu işaret etmektedir.

Anderson vd. (2003) çalışmasının ardından maliyet yapışkanlığı davranışı, farklı ülkeler, sektörler ve maliyet kalemleri bağlamında kapsamlı biçimde test edilmiştir. Calleja, Stelarios ve Thomas (2006), ABD, İngiltere, Fransa ve Almanya'yı kapsayan karşılaştırmalı analizlerinde yapışkanlık olgusunun evrensel olduğunu ancak şiddetinin ülkeden ülkeye farklılaştığını göstermiştir. Banker, Byzalov ve Chen (2013), 20 OECD ülkesini kapsayan geniş örneklemli çalışmalarında işgücü piyasası esnekliği ve istihdam düzenlemelerinin maliyet yapışkanlığını etkileyen önemli makro düzeyli faktörler olduğunu ortaya koymuştur. Benzer şekilde Cannon (2014), sektörel farklılıkların yapışkanlık düzeyini önemli ölçüde etkilediğini raporlamıştır.

Son yıllarda maliyet yapışkanlığı literatürünün önemli ölçüde genişlediği söylenebilir. İbrahim vd. (2022) tarafından gerçekleştirilen ve literatürdeki çalışmaları sistematik bir şekilde tarayan araştırmada, maliyet yapışkanlığı alanındaki çalışmaların yalnızca %24'ünün gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirildiği ortaya konulmuş ve bu alandaki önemli bir boşluğa dikkat çekilmiştir. Güncel araştırmalar, ekonomik belirsizlikler (Jin ve Wu, 2021), iç kontrol zayıflıkları (Liang vd., 2020) ve maliyet davranışının finansal raporlama üzerindeki etkileri (Hartlieb ve Loy, 2022) gibi konulara odaklanmıştır.

Maliyet yapışkanlığının nedenlerine ilişkin literatürde üç temel açıklama öne çıkmaktadır. Bu açıklamalardan ilki, kaynak ayarlama maliyetleri hipotezidir (Anderson vd., 2003; Banker ve Byzalov, 2014). Bu görüşe göre firmalar, kaynakları azaltırken “işten çıkarma tazminatları”, “eğitim maliyetleri kaybı” ve “yeniden işe alım giderleri” gibi önemli ayarlama maliyetleriyle karşılaşmaktadır. Bu maliyetler, yöneticileri geçici olduğunu düşündükleri talep düşüşlerinde kaynakları korumaya yöneltmektedir. İkinci açıklama ise, yöneticilerin iyimser beklentileri hipotezidir (Banker vd., 2014). Yöneticiler, gelecekteki talebin artacağına ilişkin iyimser beklentiler taşıyorlarsa, mevcut satış düşüşlerine rağmen kaynakları elde tutmayı tercih edebilmektedir. Maliyet yapışkanlığını açıklayan üçüncü ve en güçlü teorik çerçeve ise, yöneticilerin kendi çıkarlarını maksimize etme eğilimlerine odaklanan vekâlet teorisidir. Bu teoriye göre yöneticilerin maliyetleri kısımtaki isteksizliği, temel bir çıkar çatışmasından beslenmektedir, çalışmanın bir sonraki bölümünde bu olgu detaylı bir şekilde açıklanacaktır.

2.2. Vekâlet Teorisi ve İmparatorluk Kurma Güdüsü

Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilen vekâlet teorisi, mülkiyet ve yönetimin ayrıştığı modern işletmelerde hissedarlar (asil) ile yöneticiler (vekil) arasındaki çıkar çatışmasını analiz etmektedir. Bu çerçevede yöneticiler, firma değerini maksimize etmek yerine kendi fayda fonksiyonlarını maksimize etmeye yönelebilmektedir. Jensen (1986), serbest nakit akışı hipotezini ortaya atarak vekâlet sorunlarının en belirgin biçimde kaynak tahsis kararlarında kendini gösterdiğini ileri sürmüştür. Buna göre yöneticiler, statü, güç, prestij ve yüksek ücret gibi özel çıkarlarını gerçekleştirmek amacıyla kontrolleri altındaki kaynakları büyütme eğilimi göstermektedir. İmparatorluk kurma olarak adlandırılan bu davranış kalıbı (Stulz, 1990; Masulis vd., 2007), denetim mekanizmalarının zayıf olduğu durumlarda daha belirgin hale gelmektedir.

Vekâlet teorisi perspektifinden maliyet yapışkanlığı ise şu şekilde açıklanmaktadır: Satışlar arttığında yöneticiler, kaynakları hızla genişleterek kontrolleri altındaki varlıkları büyütmektedir. Bu genişleme; yeni personel alımları, ofis alanı genişletmeleri, teçhizat yatırımları ve genel olarak organizasyonel büyüme biçiminde olabilmektedir. Ancak satışlar düştüğünde yöneticiler, bu kaynakları elden çıkarmakta isteksiz davranmaktadır. Bu durum; işten çıkarma, küçülme ve tasarruf tedbirlerinin yöneticinin itibarını, statüsünü ve kontrol alanını zedeleyebilmesinden kaynaklanmaktadır. Yönetici davranışlarından kaynaklanan bu tür bir direnç, maliyetlerin aşağı yönlü esnekliğini kısıtlayarak yapışkanlığa yol açmaktadır.

Chen, Lu ve Sougiannis (2012), vekâlet teorisini maliyet yapışkanlığı bağlamında test eden en kapsamlı çalışmalardan birini gerçekleştirmiştir. Yazarlar, ABD firmalarını analiz ederek zayıf kurumsal yönetim yapılarına sahip firmalarda

maliyet yapışkanlığının daha yüksek olduğunu göstermiştir. Dierynck, Landsman ve Renders (2012) ise Belçika firmalarını inceleyerek benzer sonuçlara ulaşmıştır. Güncel çalışmalar da bu bulguları desteklemektedir. Costa ve Habib (2023), ABD firmalarında maliyet yapışkanlığının firma değerini olumsuz etkilediğini ve bu ilişkinin vekâlet probleminin yüksek olduğu firmalarda daha belirgin olduğunu tespit etmiştir. Bulgular maliyet yapışkanlığının salt teknik veya operasyonel kısıtların değil, aynı zamanda yönetici davranışlarının ve teşvik sistemlerinin bir sonucu olduğunu ortaya koymaktadır.

2.3. Kurumsal Yönetimin Düzenleyici Rolü

Kurumsal yönetim, yöneticilerin hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sağlayan izleme, teşvik ve kontrol mekanizmaları bütünü olarak tanımlanmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Etkin kurumsal yönetim yapıları; yönetim kurulu bağımsızlığı, denetim komitesi etkinliği, kurumsal yatırımcı gözetimi, yönetici ücretlendirme politikaları ve şeffaflık standartları gibi unsurları kapsamaktadır (Gillan, 2006; Brown, Beekes ve Verhoeven, 2011).

Kurumsal yönetimin maliyet yapışkanlığı üzerindeki düzenleyici etkisi iki temel kanal aracılığıyla işlemektedir. Bunlardan ilki, izleme etkisidir. Bağımsız yönetim kurulları ve kurumsal yatırımcılar, yöneticilerin performansını yakından takip ederek satış düşüşlerinde gerekli maliyet kesintilerinin zamanında yapılması için baskı kurabilmektedir. Weiss (2010) çalışmasında analist takibinin yoğun olduğu firmalarda maliyet yapışkanlığının daha düşük olduğunu göstererek, dış gözetimin disipline edici rolünü vurgulamıştır. İkinci etki olan teşvik uyumlaştırma kapsamında performansa dayalı ücretlendirme sistemleri ile yöneticilerin çıkarları hissedarların çıkarlarıyla uyumlaştırarak gereksiz kaynak biriktirme güdüsü azaltılmaktadır (Kama ve Weiss, 2013).

Maliyet yapışkanlığı literatürünün büyük bölümü ABD ve Batı Avrupa gibi gelişmiş piyasalara odaklanmıştır. Bu piyasalar; etkin sermaye piyasaları, güçlü hukuki koruma mekanizmaları, dağınık mülkiyet yapıları ve yüksek kurumsal şeffaflık ile karakterize edilmektedir (La Porta vd., 1998). Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalar, yapısal olarak farklı bir kurumsal çevre sunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde çoğunlukla yüksek makroekonomik volatilité ve belirsizlik, zayıf yatırımcı koruma mekanizmaları, yoğunlaşmış aile mülkiyeti yapıları, düşük kurumsal şeffaflık düzeyi ve sınırlı analist takibi gözlemlenmektedir (Claessens ve Yurtoglu, 2013; Fan vd., 2011).

ABD örneğinde kurumsal yönetim ilkelerinin piyasanın geneline yayılmış ve standart bir uygulama haline geldiği görülmektedir. Yatırımcılar için bir firmanın kurumsal yönetim notuna sahip olması olağan bir durum iken, asıl ayrıştırmacı faktörün, notun kalitesi ve seviyesi olduğu söylenebilir (Gompers, Ishii ve Metrick, 2003). Bu nedenle ABD'de kurumsal yönetim ile ilgili ölçekler, lineer ve sürekli bir kalite değişkeni olarak işlev görmektedir. Diğer taraftan Türkiye örneği, özellikle bu çalışmanın odaklandığı 2010-2024 dönemi göz önünde bulundurulduğunda, ABD'den farklı bir dinamik sergilemektedir. İlgili dönemde yönetim notu almak büyük ölçüde gönüllülük esastır. 2024 yılı itibarıyla TSRS kapsamında yeni zorunluluklar getirilmiş olsa da, analiz edilen veri seti, bu yapısal değişimden önceki "gönüllü uyum" ve "sinyal verme" dönemini yansıtmaktadır. Yönetim notu alma süreci gönüllülük esasına dayandığından, firmaların yalnızca küçük bir bölümü bu süreçte dâhil olmuştur (Ararat, Black ve Yurtoglu, 2017). Bu nedenle, kurumsal yönetim notuna sahip olmanın, firmayı piyasanın geri kalanından ayıran bir meşruiyet göstergesi olarak işlev gördüğü söylenebilir. Zira DiMaggio ve Powell (1983) tarafından geliştirilen "Kurumsal Meşruiyet Teorisi" ne göre, örgütlerin yalnızca ekonomik verimlilik için değil, aynı zamanda sosyal kabul ve meşruiyet kazanmak için de belirli yapı ve uygulamaları benimsediği ileri sürülmektedir. Bu açıdan kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi hem rasyonel bir verimlilik arayışı hem de kurumsal çevrenin beklentilerine uyum sağlama çabası olarak yorumlanabilir (Aguilera ve Jackson, 2003; Scott, 2014).

Yukarıda sunulan teorik çerçeve ve ampirik kanıtlar ışığında bu çalışmanın test edeceği hipotezler şu şekilde geliştirilmiştir:

Vekâlet teorisi, denetim mekanizmalarının yokluğunda yöneticilerin imparatorluk kurma güdüsüyle hareket edeceğini öngörmektedir (Jensen, 1986; Chen vd., 2012). Bu güdü, satış düşüşlerinde kaynakların korunmasına ve dolayısıyla maliyet yapışkanlığına yol açmaktadır. Kurumsal yönetim mekanizmaları ise bu davranışı disipline ederek yapışkanlığı azaltıcı bir işlev üstlenmektedir. Bu ilişkinin piyasa gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak evrensel olması beklenmektedir.

H1: Hem ABD hem de Türkiye piyasalarında kurumsal yönetim gözetimi altında olmayan firmalar daha fazla maliyet yapışkanlığı sergilemektedir.

Öte yandan kurumsal yönetimin disipline edici mekanizmasının işleyişi, piyasanın gelişmişlik düzeyine ve kurumsal bağlamına göre farklılaşabilir. ABD gibi gelişmiş piyasalarda kurumsal yönetim yaygın bir uygulama olduğundan, yönetimin varlığından ziyade kalitesi belirleyici olabilir (Gompers vd., 2003; Bebchuk vd., 2009). Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda ise kurumsal yönetim gönüllülük esaslı ve sınırlı yaygınlıkta bir uygulama olup (Ararat vd., 2017), yönetim notuna sahip olmak başlı başına bir meşruiyet sinyali işlevi görebilmektedir (DiMaggio ve Powell, 1983). Bu farklılıklar, kurumsal yönetim puanının maliyet yapışkanlığı üzerindeki etkisinin piyasalar arasında değişkenlik gösterebileceğine işaret etmektedir.

H2: Kurumsal yönetim puanının seviyesi ile maliyet yapışkanlığı arasındaki ilişki, piyasa gelişmişlik düzeyine göre farklılaşmaktadır.

3. VERİ VE YÖNTEM

3.1. Örneklem Seçimi ve Veri Kaynakları

Bu çalışmada, kurumsal yönetim mekanizmalarının maliyet yapışkanlığı üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla Thomson Reuters Eikon (Refinitiv) veri tabanından elde edilen firma düzeyinde veriler kullanılmıştır. Araştırmada, kurumsal yapıları ve piyasa dinamikleri bakımından farklı kutupları temsil eden iki farklı örneklem (Gelişmiş piyasa örneği olarak ABD ve gelişmekte olan piyasa örneği olarak Türkiye) kullanılmıştır. Örneklem dönemi, 2010-2024 yıllarını kapsayacak şekilde belirlenmiştir. ESG raporlamasında yaygınlaşma, küresel finansal krizin etkileri ve COVID-19 pandemisinin yarattığı ekonomik dalgalanmalar ilgili dönemin tercih edilmesinde etkili olmuştur. Finansal kurumların ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin maliyet yapılarının ve muhasebe raporlama standartlarının diğer sektörlerden belirgin biçimde farklılık göstermesi nedeniyle analiz, imalat sanayi firmaları (SIC 2000-3999) ile sınırlandırılmıştır. Veri setinin güvenilirliğini artırmak ve analiz sonuçlarını sapıtrabilecek uç değerlerin etkisini minimize etmek amacıyla tüm sürekli değişkenler %1 ve %99 düzeylerinde winsorize edilmiştir (Wooldridge, 2010).

Veri temizleme ve eşleştirme işlemleri sonucunda elde edilen nihai dengesiz panel veri seti, ABD örneklemini için 1.224 tekil firma ve 13.915 firma-yıl gözleminden, Türkiye örneklemini için ise 163 tekil firma ve 2.102 firma-yıl gözleminden oluşmaktadır. Örneklem büyüklükleri arasındaki asimetri, iki piyasanın ekonomik ölçekleri ve kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlığındaki farklılıkları yansıtmaktadır.

3.2. Değişken Tanımları

Çalışmanın bağımlı değişkeni, Anderson vd. (2003) tarafından geliştirilen maliyet yapışkanlığı modelinin nakit akışı odaklı bir uyarlamasıdır. Muhasebe tahakkuklarının yarattığı ölçüm gürültüsünü gidermek ve yöneticilerin nakit harcama taahhütlerini doğrudan ölçmek amacıyla maliyet değişkeni olarak Nakit Faaliyet Giderleri tercih edilmiştir (Chen vd., 2012):

$$\text{Nakit Faaliyet Giderleri}_{(i,t)} = \text{Net Satışlar}_{(i,t)} - \text{Faiz Vergi ve Amortismandan Önceki Kar (EBITDA)}_{(i,t)}$$

Analizde kullanılan temel değişkenler şunlardır: Nakit Faaliyet Giderlerindeki değişimi gösteren $\Delta \ln \text{Cost}_{(i,t)}$ değişkeni nakit faaliyet giderlerinin logaritmasının birinci farkı, satışlardaki değişimi gösteren $\Delta \ln \text{Sales}_{(i,t)}$ değişkeni net satışların logaritmasının birinci farkı alınarak hesaplanmıştır. D (Decrease Dummy) değişkeni satışların düştüğü dönemlerde 1 değerini alan kukla değişkenini ifade etmektedir. GovDummy firmanın yönetim notuna sahip olup olmadığını gösteren kukla değişkeni ve GovScore firmanın 0-100 arasında değişen kurumsal yönetim puanını temsil etmektedir.

Kurumsal yönetim kalitesinin temsil etmek amacıyla kullanılan GovScore, Thomson Reuters Refinitiv ESG veri tabanından elde edilen Yönetişim Skorunu (Governance Pillar Score) ifade etmektedir. 0 ile 100 arasında değer alan bu skor, firmanın yönetim kurulu yapısı, bağımsızlık, çeşitlilik, yönetici ücretlendirmesi ve hissedar hakları gibi kritik alanlardaki performansını ölçmektedir. Refinitiv metodolojisi, kamuya açık verileri (faaliyet raporları, web siteleri, borsa bildirimleri) kullanarak firmaları "Yönetim" (Management), "Hissedarlar" (Shareholders) ve "Kurumsal Sosyal Sorumluluk Stratejisi" (CSR Strategy) kategorileri altında yüzlerce veri kullanarak puanlamaktadır. Dolayısıyla analizde kullanılan bu skor, sadece bir anket sonucu değil, aynı zamanda firmanın kurumsal yönetim sistemlerinin ve şeffaflık düzeyinin küresel standartlara göre nesnel ve göreceli başarısını yansıtan bileşik bir endeks niteliğindedir (Refinitiv, 2022).

Maliyet davranışını etkileyebilecek firmaya özgü yapısal özellikleri kontrol etmek amacıyla dört kontrol değişkeni modele dâhil edilmiştir: Firma büyüklüğü (Size) toplam varlıkların logaritması, finansal kaldıraç (Leverage) toplam borçların toplam varlıklara oranı, varlık yoğunluğu (Asset_Int) toplam varlıkların satışlara oranı ve stok yoğunluğu (Inv_Int) stokların satışlara oranı alınarak hesaplanmıştır (Anderson vd., 2003; Banker vd., 2013). Söz konusu değişkenlerin modele eklenmesindeki temel ekonomik neden, kaynak ayarlama maliyetlerinin ve finansal kısıtların yapıışkanlık üzerindeki etkisini birbirinden ayırmaktır. Modelde varlık ve stok yoğunluğu, firmaların küçülme kararlarında karşılaştıkları fiziksel katılıkları ve varlıkları elden çıkarma maliyetlerini temsil ederken, finansal kaldıraç, borç ödemelerin yarattığı nakit baskısının yöneticileri maliyet kesintisine zorlama potansiyelini, firma büyüklüğü ise operasyonel karmaşıklık ve ölçek etkisini kontrol etmek amacıyla yer almaktadır.

3.3. Ekonometrik Model

Bu çalışmada maliyet davranışının asimetrik yapısını test etmek amacıyla, Anderson vd. (2003) ve Chen vd. (2012) tarafından geliştirilen modeller genişletilerek kurumsal yönetimin maliyet yapıışkanlığı üzerindeki etkisi iki farklı boyutta ele alınmıştır. Model 1'de firmaların kurumsal yönetim derecelendirmesine tabi olup olmama durumu kukla değişken (GovDummy) aracılığıyla modelde yer alırken, Model 2'de ise doğrudan kurumsal yönetim skorunun düzeyi (GovScore) modele ilave edilmiştir:

Model 1 (Kukla Değişken):

$$\Delta \ln Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \beta_2 (D_{i,t} \times \Delta \ln Sales_{i,t}) + \beta_3 (GovDummy_{i,t} \times D_{i,t} \times \Delta \ln Sales_{i,t}) + \beta_4 GovDummy_{i,t} + \gamma' Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2 (Skor):

$$\Delta \ln Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \beta_2 (D_{i,t} \times \Delta \ln Sales_{i,t}) + \beta_3 (GovScore_{i,t} \times D_{i,t} \times \Delta \ln Sales_{i,t}) + \beta_4 GovScore_{i,t} + \gamma' Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Burada:

i = firma, t = yıl

$D_{i,t}$ = Satış düşüşü kukla değişkeni ($\Delta \ln Sales_{i,t} < 0$ ise 1, aksi halde 0)

$GovDummy_{i,t}$ = Kurumsal yönetim notuna sahip olma durumu (varsa 1, yoksa 0)

$GovScore_{i,t}$ = Kurumsal yönetim puanı (0-100)

$Controls_{i,t}$ = Kontrol değişkenleri vektörü

Tahmin edilen modellerdeki katsayılar, maliyet davranışının asimetrik yapısını ve kurumsal yönetimin bu asimetri üzerindeki düzeltici etkisini yansıtacak şekilde modele eklenmiştir. Bu çerçevede β_1 katsayısı, satışların arttığı dönemlerdeki ($D = 0$) maliyet esnekliğini ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle bu katsayı, satışlarda meydana gelen yüzde birlik bir artışın maliyetleri yüzde kaç oranında artırdığını göstermektedir.

Maliyet yapıışkanlığı teorisi, satışlar düştüğünde maliyetlerin orantılı biçimde azalmak yerine belirli bir direnç sergilediğini öne sürmektedir. Maliyet yapıışkanlığının varlığı ise satışların gerilediği dönemlerde ($D = 1$) devreye giren β_2 katsayısı aracılığıyla tespit edilmektedir. Modelin yapısı gereği, satışlar arttığında maliyet esnekliği yalnızca β_1 ile ifade edilirken, satışlar düştüğünde bu esneklik ($\beta_1 + \beta_2$) biçiminde hesaplanabilmektedir. Simetrik bir maliyet davranışı varsayımı altında, satışlardaki artış ve azalışların maliyetler üzerinde eşit büyüklükte etki yaratması beklenir. Bu durumda satış artışındaki esnekliğin (β_1) satış düşüşündeki esnekliğe ($\beta_1 + \beta_2$) eşit olması gerekir ki, bu eşitlik ancak $\beta_2 = 0$ olması durumunda sağlanabilir. Dolayısıyla β_2 katsayısı özünde bir "fark katsayısı" niteliği taşımakta olup, satış düşüşlerindeki maliyet tepkisinin satış artışlarındaki tepkiden ne ölçüde saptığını ölçmektedir. Model çerçevesinde maliyet yapıışkanlığı, negatif işaretli bir β_2 katsayısı ile kendini göstermektedir ($\beta_2 < 0$). Negatif bir β_2 değeri, satış düşüşü dönemlerindeki toplam eğimi ($\beta_1 + \beta_2$) küçültürken, maliyetlerin satışlardaki daralmaya verdiği tepkinin zayıfladığını ortaya koymaktadır.

Kurumsal yönetimin maliyet yapıışkanlığı üzerindeki etkisi, her iki modelde de üçlü etkileşim terimi olan β_3 katsayısı ile ölçülmektedir. Katsayıların yorumlanmasında teorik beklenti, güçlü kurumsal yönetim mekanizmalarının yöneticilerin kaynakları koruma eğilimini sınırlandırarak söz konusu direnci hafifletmesi yönündedir. Matematiksel olarak bu durum, yapıışkanlığı temsil eden negatif β_2 katsayısını dengeleyecek pozitif işaretli bir β_3 katsayısını ($\beta_3 > 0$) gerektirmektedir. Ancak bu etkinin yorumlanması, kurulan modellere göre farklılık göstermektedir. Model 1'de yer alan

β_3 katsayısı, bir kurumsal yönetim derecesine sahip olmanın (GovDummy = 1) maliyet yapışkanlığını, sahip olmayan firmalara kıyasla ne kadar azalttığını ölçmektedir. Model 2'de yer alan β_3 katsayısı ise sürekli bir değişken (GovScore) üzerinden çalıştığı için, elde edilen kurumsal yönetim skorundaki her bir birimlik artışın, maliyetlerin satış düşüşlerine olan duyarlılığını marjinal olarak ne ölçüde artırdığını göstermektedir.

Özetle, her iki modelde de β_2 katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunması maliyet yapışkanlığının varlığına işaret edecektir. Ancak β_3 katsayısının pozitif ve anlamlı çıkması; Model 1'de kurumsal yönetim ilkelerini benimseyerek bir derecelendirme notuna sahip olmanın, Model 2'de ise mevcut kurumsal yönetim kalitesini (skorunu) yukarı taşımanın, maliyet yapışkanlığını azaltıcı bir görev üstlendiğini ampirik olarak ortaya koyacaktır.

Yukarıdaki modellerin tahmininde, panel veri modellerinde ortaya çıkan dinamik panel yanlılığının (Nickell, 1981) ve potansiyel içsellik sorunlarının üstesinden gelmek amacıyla Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen Sistem GMM tahmincisi kullanılmıştır. Sistem GMM, Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen Fark GMM yaklaşımını, Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen seviye denklemleriyle birleştirmektedir (Roodman, 2009). Tahmin sürecinde araç değişkenlerin geçerliliği iki temel test ile değerlendirilmiştir. Hansen J testi aşırı belirleme kısıtlamalarının geçerliliğini, Arellano-Bond AR(2) testi ise birinci fark denklemlerinde ikinci dereceden otokorelasyonun varlığını sınamaktadır. Araç değişken sayısının örneklem büyüklüğüne göre aşırı artmasını engellemek için “collapse” seçeneği uygulanmıştır (Roodman, 2009).

3.4. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 1'de ABD ve Türkiye örneklemi için temel değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Korelasyon matrisleri Ek Tablo 1 ve Ek Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken		Panel A: ABD (N=13.915)	Panel B: Türkiye (N=2.102)
$\Delta \ln \text{Cost}$	Ortalama	0,063	0,242
	Std. Sapma	0,341	0,425
$\Delta \ln \text{Sales}$	Ortalama	0,079	0,247
	Std. Sapma	0,449	0,310
GovDummy	Oran	0,504	0,120
GovScore*	Ortalama	50,78	50,74
	Std. Sapma	21,90	20,85
Size	Ortalama	12,85	13,28
Leverage	Ortalama	0,597	0,473
Asset_Int	Ortalama	6,40	1,59
Inv_Int	Ortalama	0,144	0,174
Satış Düşüş Sıklığı	Oran (%)	34,90	15,84

Not: * GovScore istatistikleri yalnızca yönetim notuna sahip firmalar için hesaplanmıştır.

Tablo 1'de sunulan tanımlayıcı istatistikler, iki piyasa arasındaki yapısal farklılıkları açık biçimde ortaya koymaktadır. Maliyet ve satış değişimlerinin ortalama değerleri Türkiye'de (%24,2 ve %24,7) ABD'ye (%6,3 ve %7,9) kıyasla belirgin biçimde yüksektir. Bu bulgu yüksek enflasyon ortamında faaliyet gösteren Türk firmalarının nominal büyüme dinamiklerini yansıtmaktadır. Yönetim notuna sahip firma-yıl gözlemlerin oranı ABD'de %50,4 iken Türkiye'de yalnızca %12'dir. Bu fark, kurumsal yönetim derecelendirmesinin ABD'de yaygın ve sürekli bir uygulama olduğuna, Türkiye'de ise görece daha sınırlı sayıda firma tarafından ve daha geç dönemde benimsendiğini işaret etmektedir. Türkiye örneğinde yönetim notuna sahip firmalar incelendiğinde, bunların genellikle büyük ölçekli, köklü ve uluslararası görünürlüğü yüksek firmalar olduğu dikkat çekmektedir (örn. Arçelik, Ereğli Demir Çelik, Ford Otosan, Tofaş, Tüpraş, Şişecam). Satış düşüşü sıklığı ABD'de (%34,9) Türkiye'ye (%15,8) göre iki kattan fazladır, bu durum yüksek enflasyonun nominal satışları artırıcı etkisinden kaynaklanmaktadır. Analizlerde nominal değerlerin kullanılması, Anderson vd. (2003) tarafından kurulan metodolojik çerçeveye ve maliyet yapışkanlığı literatüründeki yaygın uygulamayla tutarlıdır. Test edilen ekonometrik modellerde logaritmik farklar alınarak hesaplanan yüzdesel değişimler, enflasyonist etkileri büyük ölçüde azaltmakta ve ülkeler arası karşılaştırmalarda metodolojik tutarlılığı sağlamaktadır.

Değişkenler arasındaki ikili ilişkileri gösteren Pearson korelasyon katsayıları, ABD örneklemini Ek Tablo 1'de, Türkiye örneklemini için ise Ek Tablo 2'de sunulmuştur. Korelasyon matrisleri incelendiğinde, bağımsız değişkenler

arasındaki ikili korelasyon katsayılarının literatürde kabul gören kritik eşiklerin altında olduğu görülmektedir. ABD örnekleminde firma büyüklüğü (Size) ile kurumsal yönetim skoru (GovScore) arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki (0,402), büyük ölçekli firmaların kurumsal yönetim mekanizmalarına daha fazla kaynak ayırdığı literatür beklentisiyle örtüşmektedir. Türkiye örnekleminde ise dikkat çeken en önemli bulgu, nakit faaliyet giderleri ile net satışlar arasındaki korelasyonun (0,908) ABD'ye kıyasla (0,514) oldukça yüksek olmasıdır. Söz konusu yüksek katsayının temelinde, Türkiye ekonomisine özgü yüksek enflasyonist koşulların nominal satışlar ve maliyetler üzerinde yarattığı eşanlı ve güçlü trend etkisinin yattığı düşünülmektedir.

4. BULGULAR VE TARTIŞMA

4.1. Regresyon Sonuçları

Kurumsal yönetim mekanizmalarının maliyet davranışları üzerindeki etkisini çok boyutlu biçimde analiz etmek amacıyla hem kurumsal yönetim notuna sahip olan ve olmayan firmalar (Model 1, Kukla Modeli) hem de nota sahip olan firmaların notun yüksekliğine bağlı olarak belirlenen yönetim kalitesi (Model 2, Skor Modeli) ayrı ayrı ABD ve Türkiye için test edilmiştir. Tablo 2'de Sistem GMM tahmin sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 2: Kurumsal Yönetim ve Maliyet Yapışkanlığı (Sistem GMM Sonuçları)

Değişkenler	(1) ABD Model 1	(2) ABD Model 2	(3) TR Model 1	(4) TR Model 2
$\Delta \ln \text{Sales}$	0,424*** (0,037)	0,384*** (0,054)	1,038*** (0,090)	0,885*** (0,073)
$D \times \Delta \ln \text{Sales}$	-0,091* (0,051)	-0,009 (0,080)	-0,392** (0,169)	-0,635 (1,014)
$\text{GovDummy} \times D \times \Delta \ln \text{Sales}$	0,133*** (0,050)		0,367* (0,193)	
$\text{GovScore} \times D \times \Delta \ln \text{Sales}$		0,003* (0,002)		0,012 (0,016)
GovDummy	0,014* (0,008)		-0,026 (0,019)	
GovScore		-0,000 ^a (0,000)		0,001 (0,001)
Size	0,005***	0,005***	0,004	-0,020
Leverage	-0,015**	-0,050*	0,003	-0,041
Asset Int	0,002***	0,002***	-0,037***	-0,018
Inv_Int	0,069**	-0,071	0,078***	0,061
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	13,915	8,727	2,102	280
Firma Sayısı	1,224	881	163	46
AR(2) Test (p)	0,887	0,615	0,846	0,510
Hansen Test (p)	0,355	0,379	0,377	0,506

Not: Parantez içindeki değerler (robust) standart hatalardır. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. ^a Tablodaki 0 değeri basamak yuvarlamasından kaynaklanmaktadır (katsayı: -0,0001434)

Modelin yapısal tutarlılığı tanısal testler aracılığıyla doğrulanmıştır. Arellano-Bond AR(2) test istatistikleri tüm modellerde birinci fark denklemlerinde ikinci derece otokorelasyonun bulunmadığını ($p > 0,10$) göstermekte olup moment koşullarının tutarlılığını desteklemektedir. Hansen J test istatistikleri ise aşırı belirleme kısıtlamalarının geçerliliğini doğrulamakta ($p > 0,10$) ve araç değişkenlerin dışsalılık koşulunu sağladığına işaret etmektedir (Roodman, 2009).

Analiz sonuçlarına göre gelişmiş piyasa örneği olan ABD'ye ilişkin bulgular, Vekâlet Teorisi'nin temel öngörülerini güçlü biçimde desteklemektedir. Model 1'de $\Delta \ln \text{Sales}$ katsayısı ($\beta_1 = 0,424$, $p < 0,01$) satışlardaki %1'lik artışın maliyetlerde yaklaşık %0,42'lik bir artışa yol açtığını göstermektedir. $D \times \Delta \ln \text{Sales}$ etkileşim teriminin negatif ve anlamlı katsayısı ($\beta_2 = -0,091$, $p < 0,10$), satış düşüşlerinde maliyetlerin yapışkan olduğunu ortaya koymaktadır, bu bulgu H_1 hipotezini desteklemektedir.

Kurumsal yönetimin disipline edici rolü her iki ABD modelinde de istatistiksel olarak anlamlı biçimde doğrulanmıştır. Model 1'de $\text{Dummy} \times D \times \Delta \ln \text{Sales}$ katsayısının pozitif ve anlamlı olması ($\beta_3 = 0,133$, $p < 0,01$), yönetim notuna sahip firmaların satış düşüşlerinde maliyetlerini daha esnek biçimde ayarlayabildiğini göstermektedir. ABD için Model 2'de

yönetim puanı ile yapıışkanlık etkileşimi de pozitif ve anlamlı bulunmuştur ($\beta_3 = 0,003$, $p < 0,10$); bu bulgu H_2 hipotezini desteklemekte ve ABD'de yönetimin kalitesinin maliyet davranışlarını disipline ettiğini ortaya koymaktadır.

Türkiye örneklemeine ilişkin bulgular, gelişmekte olan piyasalarda kurumsal yönetimin farklı bir mekanizma aracılığıyla işlediğini ortaya koymaktadır. Üçüncü sütunda sunulan (TR Model 1) $\Delta \ln \text{Sales}$ katsayısı ($\beta_1 = 1,038$, $p < 0,01$) dikkat çekici biçimde yüksektir ve satışlardaki değişimin maliyetlere neredeyse birebir yansıdığını göstermektedir. $D \times \Delta \ln \text{Sales}$ katsayısı ($\beta_2 = -0,392$, $p < 0,05$), ABD'ye kıyasla çok daha şiddetli bir yapıışkanlığa işaret etmektedir. Bu bulgu zayıf kurumsal yapının vekâlet sorunlarını derinleştirdiğini desteklemektedir. Çalışmanın en özgün katkısı, kurumsal yönetimin Türkiye'deki işleyiş mekanizmasının ABD'den farklılaşmasına ilişkindir. Üçüncü sütunda $\text{GovDumy} \times D \times \Delta \ln \text{Sales}$ katsayısı pozitif ve %10 seviyesinde anlamlıdır ($\beta_3 = 0,367$, $p < 0,10$). Bu bulgu yönetim notuna sahip olmanın yapıışkanlığı azalttığını göstermektedir. Buna karşın dördüncü sütunda sunulan skor modelinde (TR Model 2) yönetim puanının yapıışkanlık üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsızdır ($\beta_3 = 0,012$, $p > 0,10$). Türkiye skor modelindeki anlamsız katsayı, iki şekilde yorumlanabilir. İlk olarak, örneklem hacminin (46 Firma, 280 Gözlem) istatistiki gücü zayıflattığı ileri sürülebilir. Ancak daha önemlisi ve teorik çerçevemizle örtüşen ikinci yorum, Türkiye'de not almayı tercih eden (ESG notu olan) az sayıdaki firmanın zaten belirli bir kurumsal olgunluğa erişmiş olmasıdır. Bu grup içerisinde notun 60 veya 80 olması analiz sonuçlarına göre marjinal bir fayda yaratmamaktadır. Türkiye örneğinde asıl ayrışma, Model 1'in Türkiye tahmin sonuçlarının sunulduğu üçüncü sütunda görüleceği üzere bu gruba girenler ve giremeyenler arasındadır. Bir başka ifade ile, H_2 hipotezini destekleyen bu bulgular, kurumsal yönetimin disipline edici mekanizmasının iki piyasada farklı işlediğini ortaya koymaktadır. ABD'de notun seviyesi belirleyici iken, Türkiye'de sisteme dâhil olmak tek başına yeterli görünmektedir. Bu bağlamsal farklılık, DiMaggio ve Powell'ın (1983) Kurumsal Meşruiyet Teorisi çerçevesinde yorumlanabilir. Türkiye'de kurumsal yönetim notu almak gönüllülük esaslıdır ve az sayıda firma bu sürece dâhildir. Notu olan firmalar, piyasanın geri kalanından ayrılmaktadır. Ararat vd. (2017) belirttiği üzere, bu meşruiyet kazanımı, yöneticileri uluslararası normlara uygun davranmaya ve rasyonel maliyet yönetimi sergilemeye teşvik edebilmektedir.

Kontrol değişkenlerine ilişkin bulgular incelendiğinde, firma büyüklüğünün (Size) ABD örnekleminde maliyet değişimi üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç (Leverage), ABD'de negatif ve anlamlı bulunmuş olup, yüksek borçluluk düzeyinin yöneticileri maliyet kesintisine zorladığı şeklinde yorumlanabilir. Varlık yoğunluğu (Asset_Int) ABD'de pozitif, Türkiye'de ise negatif ve anlamlı bulunmuştur. Stok yoğunluğu (Inv_Int) her iki örnekleme de pozitif ve anlamlı olup, yüksek stok düzeyinin maliyet esnekliğini artırdığına işaret etmektedir.

Özetle çalışmada elde edilen bulgular, literatürdeki önceki çalışmalarla büyük ölçüde tutarlılık göstermektedir. ABD örnekleminde tespit edilen yapıışkanlık katsayısı, Chen vd. (2012) tarafından raporlanan değerlerle örtüşmektedir. Türkiye'de gözlemlenen daha yüksek yapıışkanlık düzeyi ise Calleja vd. (2006)'nın farklı ülkelerde yapıışkanlık şiddetinin kurumsal bağlama göre değiştiğine ilişkin bulgularını desteklemektedir. Öte yandan kurumsal yönetimin yapıışkanlığı azaltıcı etkisi, Weiss (2010) ve Liang vd. (2020) çalışmalarıyla da uyumludur.

5. SONUÇ ve ÖNERİLER

Bu çalışmada, kurumsal yönetim mekanizmalarının maliyet yapıışkanlığı üzerindeki etkisi, gelişmiş (ABD) ve gelişmekte olan (Türkiye) piyasalar arasındaki yapısal farklılıklar dikkate alınarak incelenmiştir. 2010-2024 dönemini kapsayan ve Sistem GMM yöntemiyle gerçekleştirilen analizler, literatüre hem teorik hem de uygulamaya yönelik önemli katkılar sunmaktadır. Elde edilen bulguları üç temel başlık altında özetlemek mümkündür. İlk olarak araştırma sonucunda, vekâlet sorununun evrensel olduğu ancak şiddetinin kurumsal bağlama göre farklılaştığı tespit edilmiştir. Hem ABD'de hem de Türkiye'de "gözetim" altında olmayan firmalar, satış düşüşlerinde maliyetlerini kısmakta isteksiz davranarak imparatorluk kurma eğilimi sergilemektedir. Ancak bu verimsizlik, makroekonomik belirsizliğin yüksek ve dış denetimin zayıf olduğu Türkiye piyasalarında ABD'ye kıyasla daha şiddetlidir. Türkiye'deki yapıışkanlık katsayısının ABD'nin yaklaşık dört katı olması, zayıf kurumsal altyapının vekâlet maliyetlerini ne denli derinleştirebileceğini somut biçimde ortaya koymaktadır. İkincisi ve çalışmanın en özgün katkısı, kurumsal yönetimin işleyiş mekanizmasındaki bağlamsal ayrışmanın ortaya konulmasıdır. ABD piyasasında kurumsal yönetim etkinliği ve piyasa şeffaflığı yüksek olduğundan yatırımcılar kurumsal yönetim seviyesini, sürekli bir değişken olarak fiyatlamaktadır (Gompers vd., 2003). Yönetim puanı arttıkça yöneticiler üzerindeki disiplin artmakta ve maliyet davranışları daha simetrik hale gelmektedir. Buna karşın Türkiye piyasasında kurumsal yönetim lineer bir süreç değil, bir eşik meselesidir. Analiz edilen dönem kapsamında Türkiye'de belirleyici olan puanın seviyesi değil, firmanın uluslararası normlara uygun bir yönetim notuna sahip olup olmadığıdır. Bu tür bir not almak firmaya meşruiyet ve prestij kazandırmakta ve bu etikete sahip yöneticiler maliyetlerini disipline etmektedir. Diğer bir ifadeyle yönetim notuna sahip olan firmalar, notun seviyesinden bağımsız olarak, sadece bu gruba dâhil olarak maliyet yapıışkanlığı sorununu hafifletebilmektedir. Üçüncü olarak, çalışmada kullanılan Nakit Faaliyet Giderleri değişkeni, yönetim etkisinin yalnızca muhasebe tahakkuklarında değil firmanın

gerçek nakit çıkış kararlarında da etkili olduğunu kanıtlamıştır. Bu durum, kurumsal yönetimin, yöneticilerin nakit harcama yetkilerini sınırlayan güçlü bir dengeleme mekanizması olduğunu göstermektedir (Chen vd., 2012). Bulgular düzenleyici otoriteler, yatırımcılar ve firma yöneticileri için önemli çıkarımlar sunmaktadır. Gelişmekte olan piyasalardaki düzenleyici otoriteler için temel öneri, firmaları doğrudan yüksek yönetim skorları almaya zorlamak yerine öncelikle kurumsal derecelendirme sürecine dâhil olmaya teşvik etmeleridir. Analiz sonuçları, notun seviyesi düşük olsa bile sadece sisteme girmiş olmanın firmayı yapışkan maliyet yapısından kurtarmaya yardımcı olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda, raporlamayı belirli ölçekteki firmalar için zorunlu kılarak önceliği “skor maksimizasyonuna” değil “sisteme katılıma” veren 2024 Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (TSRS) uygulamasının, bu çalışmanın bulgularıyla uyumlu bir politika yönelimi olduğu söylenebilir. Yatırımcılar açısından kurumsal yönetim notu, özellikle kriz dönemlerinde portföy oluşturma sürecinde bir risk azaltma mekanizması olarak değerlendirilebilir. Yönetimsel perspektiften bakıldığında ise bulgular, maliyet yapışkanlığının piyasa katılımcıları tarafından bir vekâlet problemi ve operasyonel verimsizlik sinyali olarak yorumlanabildiğine işaret etmektedir. Bu durum, firma yöneticilerinin maliyet davranışlarının piyasa değerlemesi üzerindeki potansiyel etkilerini dikkate alması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Bu çalışma bazı kısıtlar içermektedir. Türkiye örnekleminde yönetim notuna sahip firma sayısının sınırlı olması Skor Modeli (Model 2) tahminlerinin istatistiksel gücünü azaltmıştır. Çalışma yalnızca imalat sanayi firmalarını kapsamakta olup bulguların diğer sektörlerle genellenebilirliği ayrıca test edilmelidir. Gelecek araştırmalar, farklı gelişmekte olan ülkeleri kapsayarak meşruiyet mekanizmasının genellenebilirliğini test edebilir. Ayrıca yönetim ile maliyet davranışları arasındaki ilişkinin kriz dönemleri ve politika rejimleri bağlamında daha ayrıntılı biçimde incelenmesi literatüre önemli katkılar sağlayacaktır. Sonuç olarak bu çalışma, kurumsal yönetimin gelişmiş piyasalarda kalite odaklı, gelişmekte olan piyasalarda ise katılım odaklı bir disiplin mekanizması olarak işlev gördüğünü ortaya koymaktadır. Kurumsal yönetimin evrensel bir reçete olmadığı, kurumsal bağlama göre farklı mekanizmalarla çalıştığı gerçeği hem akademik literatür hem de politika uygulamaları açısından kritik bir içgörü sunmaktadır.

Ekler

Ek Tablo 1: Korelasyon Matrisi- ABD Örneklemi (N = 7.716)

	$\Delta \ln \text{Cost}$	$\Delta \ln \text{Sales}$	GovScore	Leverage	Size	Inv_Int	Asset_Int
$\Delta \ln \text{Cost}$	1,000						
$\Delta \ln \text{Sales}$	0,514	1,000					
GovScore	-0,082	-0,088	1,000				
Leverage	-0,050	0,003	0,043	1,000			
Size	-0,057	-0,074	0,402	0,155	1,000		
Inv_Int	-0,018	-0,039	-0,004	0,058	-0,127	1,000	
Asset_Int	0,056	-0,114	-0,089	-0,100	-0,178	-0,183	1,000

Not: GovScore yalnızca yönetim notuna sahip firmalar için hesaplanmıştır. Korelasyon matrisindeki gözlem sayısı ile temel regresyon modellerindeki gözlem sayısının farklılaşması, analiz yöntemlerinin eksik verileri ele alış biçiminden kaynaklanmaktadır. Korelasyon matrisinde liste bazlı silme (listwise deletion) uygulanırken, regresyon tahminlerinde kullanılan ortogonal sapmalar (orthogonal deviations) dönüşümü ve dinamik panel yapısı, dengesiz panel veri setinde gözlem kaybını minimize ederek daha fazla verinin korunmasını sağlamıştır.

Ek Tablo 2: Korelasyon Matrisi- Türkiye Örneklemi (N = 274)

	$\Delta \ln \text{Cost}$	$\Delta \ln \text{Sales}$	GovScore	Leverage	Size	Inv_Int	Asset_Int
$\Delta \ln \text{Cost}$	1,000						
$\Delta \ln \text{Sales}$	0,908	1,000					
GovScore	-0,040	-0,093	1,000				
Leverage	0,084	0,044	0,051	1,000			
Size	0,220	0,209	0,327	-0,094	1,000		
Inv_Int	0,351	0,323	-0,021	0,123	-0,070	1,000	
Asset_Int	-0,276	-0,137	-0,224	-0,436	0,040	-0,275	1,000

Not: GovScore yalnızca yönetim notuna sahip firmalar için hesaplanmıştır. Korelasyon matrisindeki gözlem sayısı ile temel regresyon modellerindeki gözlem sayısının farklılaşması, analiz yöntemlerinin eksik verileri ele alış biçiminden kaynaklanmaktadır. Korelasyon matrisinde liste bazlı silme (listwise deletion) uygulanırken, regresyon tahminlerinde kullanılan ortogonal sapmalar (orthogonal deviations) dönüşümü ve dinamik panel yapısı, dengesiz panel veri setinde gözlem kaybını minimize ederek daha fazla verinin korunmasını sağlamıştır.

Kaynakça

- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.
- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs "sticky"? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Banker, R. D., Basu, S., Byzalov, D., & Chen, J. Y. (2016). The confounding effect of cost stickiness on conservatism estimates. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 203-220.
- Banker, R. D., & Byzalov, D. (2014). Asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 43-79.
- Banker, R. D., Byzalov, D., & Chen, L. T. (2013). Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 111-127.
- Banker, R. D., Ciftci, M., & Mashruwala, R. (2014). The moderating effect of prior sales changes on asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 221-242.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & Finance*, 51(1), 96-172.
- Calleja, K., Stelias, M., & Thomas, D. C. (2006). A note on cost stickiness: Some international comparisons. *Management Accounting Research*, 17(2), 127-140.
- Cannon, J. N. (2014). Determinants of "sticky costs": An analysis of cost behavior using United States air transportation industry data. *The Accounting Review*, 89(5), 1645-1672.
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Costa, M. D., & Habib, A. (2023). Cost stickiness and firm value. *Journal of Management Control*, 34(2), 235-273.
- Dierynck, B., Landsman, W. R., & Renders, A. (2012). Do managerial incentives drive cost behavior? Evidence about the role of the zero earnings benchmark for labor cost behavior in private Belgian firms. *The Accounting Review*, 87(4), 1219-1246.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Fan, J. P., Wei, K. J., & Xu, X. (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 207-214.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402.

- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Hartlieb, S., & Loy, T. R. (2022). The impact of cost stickiness on financial reporting: Evidence from income smoothing. *Accounting & Finance*, 62(3), 3913-3950.
- Hope, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Ibrahim, A. E. A., Ali, H., & Aboelkheir, H. (2022). Cost stickiness: A systematic literature review of 27 years of research and a future research agenda. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 46, 100439.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jin, X., & Wu, H. (2021). Economic policy uncertainty and cost stickiness. *Management Accounting Research*, 52, 100750.
- Kama, I., & Weiss, D. (2013). Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs? *Journal of Accounting Research*, 51(1), 201-224.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Liang, Z., Moreland, K. A., & Yang, R. (2020). Internal control weaknesses and cost stickiness. *Advances in Accounting*, 49, 100472.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.
- Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. *Econometrica*, 49(6), 1417-1426.
- Refinitiv. (2022). Refinitiv ESG scores methodology.
https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Scott, W. R. (2014). *Institutions and organizations: Ideas, interests, and identities* (4th ed.). Sage Publications.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review*, 85(4), 1441-1471.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.