

Anonim Şirketlerde Vekalet Sorunu ve bu Sorunun Çözümlemesinde Kullanılan Teknikler

Müge İşeri*

Abstract

In corporations, there are some problems and conflicts resulting from the separation of the management and ownership of the firm. This study examines the costs associated with potential conflict between parties in the firm and several actions to minimize these costs.

Özet

Bu çalışma, vekalet teorisinin temel prensiplerini inceleme ve anonim şirketlerde vekalet probleminin hangi biçimlerde ortaya çıktığını, bu sorunun minimize edilmesinde kullanılan yöntemleri belirlemeye yönelik olarak yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler

Vekalet, Maliyet, Hissedar, Yönetici, Kreditor.

Giriş:

Bu araştırma, anonim şirketlerde mülkiyet ve yönetim kontrolünün ayrılmasının yol açtığı sonuçlar ve getirdiği maliyetleri tanımlama ,aynı zamanda da bu problem ve maliyetlerin kontrol yöntemlerini incelemek amacıyla yapılmıştır.

Mülkiyet ve yönetimin ayrılması bir anonim şirkete diğer şirket türlerinden farklı olarak daha fazla esneklik ve istikrar sağlar. Yönetici işi bırakır ya da işten atılırsa bile, yerine gelen kişiyle şirket yaşamını sürdürür, veya hissedarların tümü hisselerini yeni yatırımcılara satsalar da şirket faaliyetine devam eder.

Büyük şirketlerde hissedarların aktif olarak yönetime katılmaları imkânsızdır. Dolayısıyla otoritenin aktarılması şarttır. Farklı servetlere, kişisel önceliklere, davranış biçimlerine sahip hissedarlar arasında ancak ortak bir amaç saptanabilirse delegasyon mümkün olabilir. Bu finansal amaç da tüm hissedarların birleştiği yatırımın net bugünkü değerini maksimize etme amacıdır.

Akıllı bir finansal yönetici firmanın hisse senetlerinin bugünkü değerini ve ortakların servetlerini maksimize etmeye uygun kararlar almaya çalışır.

Şirketler, içinde yönetici, işgören, hissedar gibi adlarla pekçok oyuncu barındıran gruplardır. Bu ekibin üyeleri birbirlerine formel ve formel olmayan bağlarla bağlanmışlardır. İktisatçılar uzun yıllar tüm ekiptekilerin ortak bir fayda sağlamak için çalıştığını düşünmüşlerdir. Ancak son yirmi-otuz yıldır bu düşünceleri değişmiş ve ortaya çelişkili amaçlar çıktığı kabul edilmiştir. Bu çelişkiler vekalet teorisi adı altında incelenmekte olup bu çalışmanın da temel çıkış noktasını teşkil etmektedir.

* Department of Management, İstanbul Kültür University 34191 Şirinevler / İstanbul

1. Şirketlerin Amacı Ne Olmalıdır?

Anonim şirketlerin temel amacı hissedarların servetlerini maksimize etmektir. Bu aynı zamanda şirketin hisse senetlerinin fiyatını maksimize etmek demektir. Doğal olarak şirketlerin başka amaçları da vardır. Özellikle yöneticiler kendi kişisel tatminleri, çalışanların servetleri, toplumun yararı, sosyal sorumluluklar gibi faktörleri de gözönünde tutarlar. Ancak tüm bunlarla kıyaslandığında hisse senedi fiyatının maksimizasyonu pek çok şirketin en önemli amacıdır.

Yöneticiler şirketin piyasa değerini maksimize etmeye uygun kararlar almaya çalışırlar. Bazen bu amaçlardan farklı amaçlar da ortaya konmaktadır. Örneğin bazı yöneticiler amaçlarının karı maksimize etmek olduğunu söylerler. Bu mantıklı gözüktüğü bile, kâr maksimizasyonu iyi tanımlanmış bir amaç değildir. Nedenlerini şöyle sıralayabiliriz. [1]

1. Kârın maksimizasyonu beraberinde hangi yılın kârının maksimizasyonu sorusunu da getirir. Çünkü hissedarlar, ileride elde edilecek kârlardan feragat ederek bu yılın kârının arttırılmasını tercih etmeyebilir.
2. Şirket gelecekte elde edilecek kârları arttırmak amacıyla bu yılın temettülerinden tasarruf yoluna gidebilir. Ancak şirket yapılan bu ekstra yatırımdan çok düşük bir getiri elde ederse, bu hissedarların lehine bir durum olmayabilir.
3. Muhasebeciler kârı, farklı yollarla hesaplayıp farklı kâr değerlerine ulaşabilirler. Serbest bir piyasa ekonomisinde firmalar değerlerini maksimize etme dışında amaçlar belirlediklerinde ömürleri pek uzun olmaz.

Yöneticiler aynı zamanda işin de sahibi olmadıklarında bazen hissedarların çıkarları doğrultusunda davranmayabilirler. Örneğin seyahatleri için özel uçak satın alabilir, kendi lüksleri için yaptıkları harcamaları şirket gideri olarak gösterebilirler. Çekici, yüksek getiri imkânı olan ancak aynı orandaki riskli projelere pozisyonlarını riske atmamak için girmeyebilirler. Bunlara ek olarak şirket varlıklarını kendilerine mal edebilir veya gerçek değerinin altında satabilirler. Yöneticilerin kendilerine kişisel çıkar sağlayacak yatırım stratejileri geliştirmeleri bile olanak dahilindedir. [2]

Başka bir olasılık ise, yöneticinin şirkette hissesi azaldıkça, yeni, kârlı, verimli, riskli projeleri araştırmak gibi yaratıcı aktiviteler için gerekli istek azalması olabilir. Bu çeşit riskleri almak için yeni teknolojileri öğrenmek ve yönetmek şartı, çok zahmet ve enerji gerektirdiğinden dolayı da bu tip işlerden kaçınıyor olabilir. Yöneticilerin böyle şahsi maliyetlerden kaçınması sonucu şirketin değeri olması gerekenin çok altında kalabilir.

Bu tür sorunlar şirketin asıl sahibi olan hissedarların kendi adlarına yöneticileri vekil tayin etmelerinden dolayı ortaya çıkabilir ve vekalet (temsil) sorunu adını alır. Yöneticilerin hissedarların servetini maksimize etmeye uğraştığını veya hissedarı belli bir noktaya kadar tatmin edip kendi kişisel amaçları içinde çalıştığını belirlemek hemen hemen imkânsızdır. Örneğin çalışanlara veya topluma fayda sağlayan programların uzun vadede hissedarın çıkarını en iyi şekilde koruduğunu nasıl söyleyebiliriz? Ancak şu bilinmelidir ki, rakiplerin olduğu bir piyasada faaliyet gösteren yöneticiler hissedarların servet maksimizasyonunu sağlayıcı şekilde davranmaya zorlanırlar. En azından kendi pozisyonlarını korumak için yöneticiler, hisse senedi fiyatlarını mümkün olduğunca yükseltmeye çalışırlar. Bazı yöneticiler kendi kişisel çıkarlarını, hissedarın servetini maksimize etmenin üstünde tutsalar bile, işlerini kaybetme tehlikesi onları hisse fiyatlarını maksimize etme yönünde motive eder. [3]

2. Vekalet Sorunu ve Temel Prensipler

Anonim şirketlerde yöneticiler kendi kişisel çıkarlarını hissedarların çıkarlarından daha fazla gözettikleri zaman vekalet maliyeti adı altında bir tür maliyet doğar. Bu maliyetin kaynağı şirket sahipliği ve kontrolünün farklı kişilerde olmasından doğan çıkar çatışmasıdır. [4] Burada asıl sermaye sahibi ana taraf hissedarlar, profesyonel yöneticiler de onların temsilcileridir (vekilidir). Vekalet maliyeti (agency cost) ne zaman ortaya çıkar?

1. Vekiller finansmanın temel amacı olan değer maksimizasyonu kararlarına uygun davranmaz ise;
2. Ana taraf vekilleri gözlemlemek ve davranışları üzerinde baskı oluşturabilmek için bir harcama yaparsa;

Hissedarlar aynı zamanda profesyonel yönetici olduğu zaman doğal olarak böyle bir maliyet yoktur, ancak çağdaş ekonomilerde mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrılması kaçınılmazdır ve bu da beraberinde vekalet maliyetlerini getirecektir.

Kanunlar, kurumlar ve güncel iş yaşamı bir dereceye kadar bu maliyetleri azaltabilir. Farklı ülkelerde farklı yöntemler izlenebilir. Herbir sanayileşmiş ülkenin kontrol ve yönetim üzerinde farklı sistemleri mevcuttur.

Bir şirketin yönetim kurulu hissedarların oylarıyla seçilir ve onları temsil eder. Yönetim kurulu yönetici kadrosunu tayin eder, aynı zamanda stratejik yatırım ve finans kararlarını onaylar. Ancak yönetim kurulunun hisse sahiplerinin çıkarlarına karşı olan sorumluluğu tartışmaya açıktır. Çünkü yeni yönetim kurulu üyeleri genellikle üst yönetimde de söz sahibi olan eski üyeler tarafından göreve atanırlar. Bu adaylar genellikle hissedarların oylarıyla da desteklenir, bu desteği vermeyen yani alınan karardan memnun olmayan adaylar da hisselerini satarak yeni duruma tepki verirler. Hisselerin satışı güçlü bir mesajdır. Büyük miktarlarda hisse satışı, hisse fiyatlarının düşmesine yol açar. Bu da üst yönetimin saygınlığını, üstelik ücretlerini düşürür. Çünkü yönetici ücretlerinin bir kısmı şirketin elde ettiği net kâra ya da hisse senedi opsiyonlarına bağlı olmaktadır. Bu durum yöneticileri kazançların artması için dolayısıyla da hissedarların çıkarı için hareket etmeye zorlar. Ancak bu tür bir motivasyon yöneticilerin hissedarların çıkarlarına uygun davranmaları için acaba yeterli midir sorusu tartışmaya açıktır.

Yöneticiler ve yönetim kadrosu üyeleri başarılı olmadıkları zamanlar, şirketin rakipleri tarafından ele geçirilme tehlikesi her zaman vardır. Uygunsuz finansal politikalar ve yönetim hataları yüzünden hisse senedi fiyatı ne denli düşerse, şirketin rakipler tarafından ele geçirilmesi o denli kolaylaşır. [5]

Vekalet ilişkisi kişilerin bir başkasını hizmet üretmek ya da kendisi adına karar vermek için işe almasıyla ortaya çıkar ve iki ana noktada belirginleşir. Bunlar hissedarlar ve yöneticiler arasındaki vekalet ilişkisi ile hissedarlar ve firmaya kredi veren kreditorler arasındaki vekalet ilişkisidir. Hissedar ve yöneticiler arasındaki vekalet sorununun temel dayanakları ile kreditorlerle hissedarlar arasındaki çelişkinin nedenleri farklılık gösterir. Hissedarlar ve firmaya borç verenler genellikle firma üzerinde alınan kararlarda anlaşamazlar. Bunun en büyük sebebi her iki grubun da firmaya olan nakit akımlarını farklı algılamasıdır. Hissedarlar tüm giderler ödendikten sonra kalan nakit akımı üzerinde söz sahibidir. Dolayısıyla ellerindeki hisselerin değerini arttırıcı her faaliyetin yanındadırlar. Hatta bu durum firmaya borç veren tahvil sahiplerinin riskini arttırsa bile durum aynıdır.

(Tahvil sahipleri nakit akımları üzerinde sabit bir getiri talep ederler.) Buna karşılık tahvil sahipleri de kendi taleplerinin güvenilirliğini korumak ve hatta yükseltmek isterler. Ancak hissedarlar genellikle firma yönetiminde ve karar vermede söz sahibi olduklarından kendi çıkarları tahvil sahiplerinin çıkarlarından baskın çıkar. Bu durum tahvil sahiplerinin bazı korumacı tedbirler almasına kadar sürer. Firma ödünç para aldığı müddetçe kendini bu çelişkili durumun içine sokar ve karar verme özgürlüğü kaybı ve diğer maliyetler olarak bunun fiyatını öder. [6]

Hissedarlar ve tahvil sahipleri arasındaki çelişki üç temel noktada ortaya çıkar.

- 1. Proje seçimi (Yatırım Kararları)**
- 2. Bu projelerin finanslanması (Finansman Kararları)**
- 3. Ne kadar temettü ödeneceği (Temettü Kararları)**

1. Yatırım Kararları

Mantıki olarak hissedarlar ve tahvil sahipleri firmanın piyasa değerini yükselten tüm projeleri kabul etmeliler gibi görünseler de genelde bu pek geçerli değildir. Hissedarlar tamamiyle bu şekilde düşünmelerine karşın tahvil sahipleri her zaman bu şekilde düşünmeyebilir. Çünkü tahvil sahibi firmaya belli bir risk içeren projeye karşılık ödünç para verir, ve bunun karşılığında tahvilden belli bir faiz getirisi elde eder. Firma tahmin edilenden daha riskli projelere girerse, tahvil sahibi elindeki değer bir kısmını kaybeder, sebep fiatın düşmesi buna karşılık faiz oranının yükselmesidir. Bu da daha yüksek riskin göstergesidir. Tahvil sahibinin kaybı hissedarın getirisidir. Proje, pozitif bir net bugünkü değere sahip olsa bile, hissedarlar sadece bugünkü değerden dolayı kazançlı olmazlar, tahvil sahiplerinden de belli bir kazanç elde ederler.

Bu durumda zaman zaman hissedarlar negatif net bugünkü değere sahip projeleri de kabul edebilirler, çünkü özsermaye değeri tahvil sahiplerinden gelen kazançtan dolayı yine de artar. Tahvil sahipleri ve firmaya borç verenler de bu risk değişimine karşı kendilerini korumak için firma yatırımlarının riskliliğini arttırıcı kararlara sınırlamalar koyarlar. Bu sınırlamalar tahvil sahiplerinin yatırım kararları üzerinde veto yetkisi olmasına dek uzanabilir. Risk değişimleriyle kastedilen firmada hissedar ve onların vekillerinin (yöneticilerin) tahvil sahiplerinin beklediğinden daha riskli projelere girme eğilimidir. [7]

2. Finanslama Kararları: Projelerin nasıl finanslanacağı konusunda da hissedarlar ve tahvil sahiplerinin çıkarları çatışabilir. Hissedarlar firma varlıklarını kaynak göstererek yeni borç bulma ve yeni borcu aldıkları kişilerin eskilere göre öncelikli olmasını ister. Çünkü böylelikle yeni borç üzerindeki faizi düşürebilirler. Doğal olarak firmaya daha eski borç vermiş olanlar da yeni borç verenlere böyle bir öncelik verilmesini istemezler. Çünkü bu şekilde kendileri daha riskli duruma düşerler.

Örneğin firma tutucu bir finansal politika izleyebilir ve borcu ödeyememe riskini düşük tutmak amacıyla düşük oranlarda borçlanabilir. Fakat borçlandıktan sonra firma daha yüksek bir risk ve kaldıraç stratejisi seçerek kendisine borç verenleri kötü bir duruma sokabilir. Bu şekilde tahvillerin piyasa değerinde meydana gelen düşüş, tahvil sahiplerinden hissedarlara servet aktarılmasının göstergesidir.

Tahvil sahipleri bu tür olaylara karşı kendilerini koruyamasalar bile, en azından hissedarlara karşı bazı korumacı önlemler alabilirler. Örneğin tahvile öyle bir tedbir koya-

bilirler ki, tahvil sahibi belirtilen durumlar söz konusu olduğunda (örneğin kaldıraçta artış olduğunda) vadesinden önce tahvil üzerinde yazan değeri ihraççıdan alabilir. [8]

3) Temettü Kararları

Temettü ödemeleri hissedarlar ve tahvil sahiplerini çelişkiye sokabilir. Bir firmada geniş nakit rezervleri ve az sayıda iyi yatırım projesi varsa, bu firmanın hissedarları eldeki naktin temettü olarak ödenmesini veya yeni hisse almayı isteyecektir. Halbuki tahvil sahipleri de firmanın nakti tutmasını ister çünkü bu para riski azaltmak için borç ödemelerinde kullanılır. Hissedarlar eğer sınırlandırılmazlarsa temettüleri öder veya yeni hisse alırlar. Bazı durumlarda yapılan ödemeler öyle bir miktara ulaşır ki firmanın borcu ödeyememe riski (default risk) oldukça artar. Temettülerdeki artış tahvil sahipleri açısından kötü habere işaret ettiği için tahvil fiatları temettülerdeki artışın ters yönünde hareket eder. Yani tahvil fiatları, temettülerdeki artışın ilanından sonra düşer, buna karşılık temettülerde düşüş olursa fiatlar etkilenmez. Aynı zamanda hisse senedi fiatları, temettülerdeki artışın ilanından sonra yükselir.

Tahvil sahipleri kendilerini bu tür kayıplara karşı korumak için temettüleri kazancın belli bir oranıyla sınırlandırabilir veya temettü artışlarını belli bir noktayla sınırlandırabilirler. Dönüşümlü tahviller de tahvil sahiplerini hissedarlara karşı koruyabilir, çünkü bu durumda tahvil sahibi isterse varlığını özsermayeye katabilir. Vekalet maliyeti gerçek maliyet olarak şu noktada karşımıza çıkar. Eğer tahvil sahipleri hissedarların tutumlarının kendilerini kötü duruma sokacağına inanırsa, bu beklentiye tahvil fiatlarına yansıtır ve verdikleri borç üzerinden daha yüksek oranda getiri talep ederler. [9]

2.1. Yöneticilerle Hissedarlar Arasındaki Vekalet Sorununu Yoketmede Kullanılan Yöntemler

Vekalet sorunu firma yöneticisinin firma hisselerinin % 100 'ünden azına sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bir başka ifadeyle şirket hisselerinin bir bölümü dışarıya satılırsa hemen bir çıkar çatışması söz konusu olmaktadır.

Yöneticinin bir miktar hissesi olsa bile şirketin tümünün sahibi olmadığı için, belki, hissedarların servetlerini maksimize edecek yönde çalışmayabilir. Çünkü bu servetin ancak bir kısmı kendisine dönecektir. Ya da yönetici gereğinden yüksek bir ücret talep edebilir, lüks çalışma alanları, bürolar, şirketin nakil vasıtalarını kendi özel amaçları için kullanma gibi maliyetler yaratabilir. Çünkü bu maliyetlerin bir bölümü hissedarlar tarafından ödenecektir. Dolayısıyla, şirket dışındaki hissedarlarla, yönetici arasında vekalet sorunu yaşanacaktır. İşletmede hisse sahibi olup, hem de aynı zamanda yöneticilik görevi sürdüren kişilerle yönetim yetkisine sahip olmayan hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasına özsermayeye ilişkin vekalet sorunu adı verilir. Hem hissedar hem yönetici konumunda olan kişilerin yönetsel lüks harcama yapma eğilimlerinden kaynaklanan maliyetlere ise özsermayeye ilişkin vekalet maliyeti denir. [10]

Bu durumda yönetimin şirket dışındaki hissedarlara adil davranması için alınabilecek önlemler aşağıda belirtilmiştir. [11]

1. İşten Kovulma Korkusu: Genelde büyük firmaların yönetimleri hisse sahipleri tarafından görevden uzaklaştırılma korkusu yaşamazlar. Çünkü pekçok firmanın hissele-

ri oldukça geniş bir kitleye yayılmış durumdadır ve yönetimin oylama mekanizması üzerindeki kontrolü kuvvetlidir. Bu durumda yönetimden hoşnut olmayan hissedarların yeterli oy potansiyeline ulaşip yöneticilere işten el çektirmeleri hemen hemen imkansızdır. Ancak bireysel yatırımcıdan çok, hisse senetleri birkaç şirkete ait olup bu şirketlerin fon yöneticileri tarafından devamlı gözlem altında tutulan firmalar da var olabilir. Üstelik bu kişilerin şirket faaliyetlerini etkileme güçleri de vardır. Bu da yöneticilerin işlerini kaybetme riskini beraberinde getirir.

2. Şirketin Başka Şirket Tarafından Ele Geçirilme Korkusu: Yönetimin karşı çıkmasına rağmen şirket başka bir firma tarafından ele geçirilebilir. Bu durum genellikle firma hisselerinin gerçek değerinden az bir değerle piyasaya sürülmesi durumunda ortaya çıkar, yine genellikle ele geçirilen şirketin yöneticileri kovulurlar ya da görevlerinde kalsalar bile eski güçlerini koruyamazlar.

Bu nedenle yöneticilerin şirketin hisse senedi fiyatlarını maksimize etme yönünde güçlü bir motivasyonları vardır.

Yöneticilerin, şirketin ele geçirilmesini önlemek için kullandığı bazı taktikler, hissedarlar açısından olumlu sonuçlar vermeyebilir. Örneğin şirketin cazibesini arttırmak için, o şirketi ele geçirmek üzere teklif veren firma büyük miktarda hisse elde edince mevcut hissedarların çekici bir fiattan ek hisse senedi almaya hak kazanması söz konusu olabilir. [12] Örnek; ABD’de Scoot Industries şirketi, yönetim kadrosu değiştirildiği takdirde, şirketin tüm borçlarının kısa süreli borç haline getirilmesi kararını almıştır. Bir başka şirket Carleton’da ise, şirket satın alındığı takdirde, yönetim kadrosuna varlıklarının büyük bölümünü kapsayan büyük miktarlardaki emeklilik ikramiyelerinin dağıtılmasını şart koşmuştur.

Ya da eğer bir şirket herhangi bir firmanın hisselerini blok halinde satın alır ve bu şekilde firma üzerinde kontrol sağlamaya başlarsa, bu tehdit unsurunu yoketmek için sözkonusu şirketin yönetimi karşı tarafa şirket hisselerini piyasa fiyatının üzerinde bir değerle geri almayı teklif edebilir. Ancak bu teklif tüm hissedarlar için geçerli olmayıp, sadece şirketin blok hisselerini alanlar için geçerlidir.

3. Yönetim Teşvikleri Oluşturmak: Gitgide firmalar yöneticilerin kazançlarını şirketin başarılı olmasına bağlamakta ve bu da yöneticilerin hisse senedi fiyatını maksimize edici yönde faaliyet göstermelerine neden olmaktadır. Yöneticilere hissedarlar kazançlı olduğu takdirde kazanç sağlayacak, aksi durumda ise bir anlam ifade etmeyen teşvikler sağlanabilir.

En bilinen başarıya dayalı teşvik planları yöneticilere verilen hisse senedi opsiyonlarıdır. Bu tür opsiyonlar yöneticilere gelecekte şirket hissesini bugünden belirlenmiş sabit bir fiattan satın alma olanağı sağlarlar. Opsiyonun değeri hisse senedinin fiyatıyla doğrudan alâkalı olduğu için yöneticinin hisse senedinin fiyatını maksimize edici yönde faaliyet göstermesi beklenir. Başarı hisseleri hisse başına kâr, varlıkların getirisi, özsermaye getirisi gibi araçlarla ölçülebilir. Yöneticiler üzerinde kontrol sağlamaya yönelik bu teşvik planları genel hisse senedi piyasası (borsa) üzerinde bir kontrol sağlayamadıklarından dolayı, hisse senedi opsiyonlarının yeterli bir teşvik aracı olmadığı şeklinde düşünenler de vardır.

Yöneticilere hisse senedi opsiyonu verme, başarı hisseleri veya kâra dayalı diğer teşvik edici planların başlıca iki amacı vardır. Öncelikle bu tür planlar yöneticilere kendi kontrolleri altında tutabildikleri faktörleri, şirketin hisse senedi fiyatını maksimize edici yöne çekmeleri açısından yararlı olmaktadır. İkinci amaç ise, bu tür, başarıyı teşvik edici planlar ile şirketler üst düzey yöneticileri cezbetmekte ve bünyelerinde tutabilmektedirler. İyi yapılmış teşvik planları aynı anda her iki amacı da gerçekleştirmektedir.

4. Yönetim Kurulu: Yönetim kurulları zaman zaman üst yönetimin perde arkasındaki destekleyicileri olarak görülür. Ancak şirketin başarısı azalmaya başlar ve yöneticiler de buna karşılık uygun bir strateji yürütmezlerse, yönetim kurulu devreye girer.

Hisse senedi sahipleri, şirketin başarısında düşme olduğuna ve yönetim kurulundakilerin de yöneticileri yeteri kadar zorlamadığına inanırlarsa, bir sonraki seçimde üyeleri değiştirmeye çalışırlar. Durumdan hoşnut olmayan hissedarlar, diğerlerini de ikna etme yoluna gider ve başarılı olurlarsa yeni bir yönetim kurulu devreye girerek şu andaki yönetim ekibini değiştirebilir.

5. Uzman Gözetimi: En son olarak da yöneticiler finansal danışmanlar tarafından gözetiminde tutulurlar. Yöneticilerin davranışları, yatırımcılara şirketin hisse senetlerinin alım satımı hakkında danışmanlık hizmeti veren borsa uzmanları tarafından denetlenir. Çünkü bireysel yatırımcılar için yönetimi gözlemlemek oldukça güçtür. Bu amaçla büyük finansal kurumların kullandığı uzmanlar vardır. Bir firma, büyük miktarda bir borç için herhangi bir bankaya başvurduğunda, ya da hisse senedi veya tahvil ihraç etmeye kalkıştığında şirket sözkonusu uzmanlar tarafından mikroskop altına alınacaktır.

2.2. Kreditörlerle Şirket Hissedarları Arasında Vekalet Sorununu Çözmede Kullanılan Yöntemler

Şirkette borçla finanslama varolduğu müddetçe hissedarlar yüksek risk ve dolayısıyla yüksek getiri içeren projeleri kabul etme eğilimindedir. Çünkü bu durumda servet tahvil sahiplerinden hissedarlara yönelmektedir. Yüksek risk, yüksek getiri içeren proje başarılı olduğunda, tahvil sahipleri sabit bir getiri sağlamakta, pastanın büyük bölümü ise hissedarlara gitmektedir. Ancak proje beklenen getiriyi sağlamadığı takdirde, maliyeti tahvil sahiplerine yüklenmektedir. Bu soruna borca ilişkin vekalet sorunu adı verilir. Özetle tahvil sahipleri hissedarların yukarıda sözü edilen riskli yatırım kararları alma eğilimlerini borcun fiyatına yansıtırlar. Borç maliyetinde bu nedenle kaynaklanan artışa borca ilişkin vekalet maliyeti denir. [13]

Kreditörler belli bir getiri beklentisi içinde firmalara borç verirler. Bu borcu verirken de belirledikleri faiz oranı firma riskiyle doğrudan ilişkilidir.

Kreditörlerin şirketlere borç vermede gözönüne aldıkları faktörler :

1. Firma varlıklarının taşıdığı risk
2. Gelecekte edinilecek varlıkların riskliliği hakkında tahminler.
3. Firmanın sermaye yapısı.
4. Gelecekteki sermaye yapısı değişiklikleriyle ilgili tahminler.

Bu tahminler firma borçlarının riskliliğini belirleyen kontrol edilebilir faktörlerdir. Kreditörler bu faktörlerdeki tahminlere göre faiz oranını saptarlar.

Şirket hissedarları kreditorler tarafından umulandan daha fazla risk taşıyan yeni yatırımlara girdiği takdirde kreditorler sadece sabit bir getiri elde edecek kazanılan tüm fayda hissedarlara kayacaktır. Halbuki zarar durumunda tahvil sahipleri de zarara katılma zorunluluğundadır. Bu durumda hissedarların, yöneticiler aracılığıyla firmaya borç veren kreditorlerin servetlerini ele geçirme tehlikesi mevcuttur. Ancak bu olasılık son derece düşüktür.

Günümüzde kreditorler kredi sözleşmelerinde belirtilen çeşitli kısıtlamalarla hissedarlara karşı kendilerini güvence altına almaktadırlar. İkinci önlem olarak da, potansiyel tahvil sahipleri, firmanın kendilerinden söz konusu şekilde yararlandığına inanırlarsa, o firmayla ilişkiyi keser veya, artan riski karşılamak için normalden daha yüksek bir faiz oranı talep ederler.

Dolayısıyla kreditorlerden adil olmayan şekilde fayda sağlamaya çalışan firmalar ya borç bulmakta zorlanacak ya da çok yüksek faiz oranlarıyla yüzyüze geleceklerdir. Her iki durum da uzun vadede şirket hisselerinin değerini düşürecektir.

Bu kısıtlamaların ışığında hissedarların servetlerini maksimize etme amacının, kreditorlere karşı adil olmak şartını da içine aldığını söyleyebiliriz. Hissedarların servetleri, firmanın sermaye piyasalarında sürekli kabul görmesi ile doğrudan ilişkilidir. Bu kabul görme de kredi sözleşmelerinde kreditorlere karşı adil olunmasıyla doğrudan bağlantılıdır. Hem kreditorlerin hem hissedarların temsilcisi olarak görev yapan yöneticiler her iki grubun da çıkarını dengede tutacak şekilde faaliyet göstermelidir. Aynı şekilde, firmanın iyi durumda olmasından çıkarı olacak tüm grupların (hissedarlar kreditorler, personel, müşteriler, toptancılar...) servetlerini azaltıcı yönde yapılan yönetim faaliyetleri, sonuçta hissedarların zararına etki yapar. Bu yüzden hissedarların servetlerinin maksimize edilmesi firmadan çıkarı olan tüm gruplar arasında adil olunmasına bağlıdır. [14]

Tahvil sahipleri şirkete tahvil alma yoluyla borç verdikleri fonlarını uzun vadeli olarak bağladıkları zaman, şirket, hissedarların lehine ve tahvil sahiplerinin aleyhine olarak bazı faaliyetlerde bulunabilir. Örneğin piyasada kredibilitesi yüksek güvenilir bir şirket, düşük getiri ile otuz yıllık tahvil ihracında bulunabilir. Yatırımcılar riskin azaldığından dolayı düşük getiriye razı olarak bu tahvillerden satın alabilirler. Satıştan sonra firma yönetimi beklenen getiriyi arttırmak amacıyla daha fazla borç yükümlülüğü altına girdiğini açıklayabilir. Bu durum şirket tahvillerinin riskliliğini de arttıracaktır. Sonuçta tahvillerin değeri düşecektir. Tahvil sahipleri tahvillerin piyasa getirisinin artması ve tahvillerin fiyatının düşmesi ile büyük kayıplara uğrayabilirler.

Vekalet problemini azaltmaya çalışan yatırımcılar, şirketin tahvil ihraç ettikten sonra tahvillerin değerini değiştirecek faaliyetlerde bulunmasını yasal kısıtlamalar yoluyla önlemeye çalışırlar. Bu amaçla tahvil sahipleri ile anonim şirketlerin haklarını belirleyen kanuni sözleşmeler yapılabilir.

Sözleşmelerin hükümlerinin ve tahvil sahiplerinin çıkarlarının korunması genellikle bankalar tarafından üstlenilen vekillik göreviyle yerine getirilir. Bu hükümler arasında, şirket yeniden tahvil ihraç etmek istediği zaman, faizin kaç kere kazanıldığı oranının belli bir düzeyde olması, yeteri kadar kazanç olmadığı zaman kâr payı ödemelerinde yapılacak kısıtlamalar gibi koşullar olabilir.

Tayin edilen vekil, hem sözleşme hükümlerinin geçerliliğini koruduğunu, hem de fark-

lı durumlara uygun davranış biçimlerine girilip girilmediğini kontrol eder. Örneğin şirketin iflas etmesi, dolayısıyla tahvillerin büyük kayıplara yol açacağı durumlarda, vekil, şirketi iflasa zorlamaktansa, sorunların üstesinden gelebilmesi için bir şans vermeye ve bu şekilde tahvil sahiplerine daha iyi hizmet edebileceğine karar verebilir.

Sonuç

Yöneticilerle hissedarlar ya da kreditorlerle hissedarlar arasındaki vekalet sorunu çeşitli yöntemlerle giderilebilir. Bu çalışmada öncelikle vekalet sorunu ve beraberinde doğan maliyetler tanımlanmış daha sonra da bu sorunun giderilmesine ilişkin yöntemler açıklanmaya çalışılmıştır. Söz konusu yöntemler iki ana başlık altında incelenmiştir. Öncelikle yönetici ve hissedarlar arasında oluşabilecek sorunlar tanımlanmış ve çözüm önerileri belirtilmiştir. İkinci olarak kreditor ve hissedarlar arasındaki vekalet sorunu ve bu sorunun giderilmesinde kullanılan yöntemlere değinilmiştir. Yönetici, hissedar ve şirkete kredi veren kişiler arasında ortaya çıkabilecek vekalet sorunları, ilgili tarafların bu konu hakkında bilgi sahibi olmaları ve sorunun giderilmesine ilişkin çözüm önerilerini uygulamalarıyla en aza indirilebilir.

Kaynaklar

- [1] Brealey R.A., Myers S.C., Marcus A.J., (1995) , "Fundamentals of Corporate Finance" , McGraw-Hill Inc., 6-11.
- [2] La Porta R., Florencio Lopez-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R.W., (February 2000), "Agency Problems and Dividend Policies Around the World" , *The Journal of Finance*, Vol.LV, No:1, 3.
- [3] Games A., Tosi H.L., Katz J.P., (1997), "Dis-aggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentives and Term in Office on Agent Decision Making", *Academy of Management Journal*, 40, 584.
- [4] M.Uğurlu, (2000) "Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry", *Journal of Economic Studies*, Vol 27, Issue 6, 566.
- [5] Lerner R. J., (1970), "Management Control and the Large Corporation", New-York, Dunellen, 50-52.
- [6] Damodaran A., (1997), "Corporate Finance Theory and Practice" , New-York, John Wiley and Sons, Inc., 453.
- [7] Fama E.F., (June, 1978) "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Securityholders", *American Economic Review*, No:68, 272-280.
- [8] Seitz N., Ellison M., (1995), "Capital Budgeting and Long-Term Financing Decisions" Orlando FL. The Dryden Press, 21-22.
- [9] Fama E., (June 1974), "The Empirical Relationships Between Dividend and Investment Decisions of Firm" , *American Economic Review*, No:64, 304-306.
- [10] Clifford W.S., (1990), "The Modern Theory of Corporate Finance", New-York , McGraw Hill Publishing Company, 89-91.
- [11] Damodaran, A.g.e., 456-468.
- [12] Ryngaert M., (Jan/March 1988), "The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth" , *Journal of Financial Economics*, No.20, 377-380.
- [13] Köse A., (1998). "Temsil Sorunu ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarında Temsil Sorununun Önemini Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma", *6.Ulusal İşletmecilik Kongresinde Sunulan Tebliğ*, 544-545.
- [14] Lambert R.A., Larcker D.F., (Spring 1986), "Executive Compensation, Corporate Decision Making, and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence", *Midland Corporate Finance Journal*, 64-71.