

## UZUN VE KISA VADELİ YÜKSEK DÜZEY YÖNETİCİ ÖDENEKLERİ VE FİRMA PERFORMANSI\*

**Dr. Öğr. Üyesi Duygu HİDİROĞLU**

Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi  
duyguhdr@mersin.edu.tr

 0000-0003-2647-8750

### Özet

Birçok araştırmanın konusunun özellikle yüksek düzey yönetici ödenekleri ile ilgili yapılması ve akademi çevresinin genelde alt düzey yöneticilerden çok yüksek düzey yöneticilere odaklanmasının iki temel nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; yüksek düzey yönetici ödeneklerinin veri tabanının diğer yöneticilerin ödeneklerine oranla daha ulaşılabilir olması ve daha gerçekçi ve güncel verileri barındırmasıdır. Araştırmacıların yüksek düzey yöneticilere odaklanmasının ikinci temel nedeni ise; karar verici olarak bir firma da şirket sahibinden sonra en çok yüksek düzey yöneticilerin söz sahibi olmalarıdır. Dolayısıyla, yüksek düzey yönetici bir firmanın bütün kararları üzerinde etkili kişidir. Çok bölümlü örgüt yapılarında yüksek düzey yöneticiler kendi endüstrilerindeki yatırım fırsatlarını araştırmak ve iş düzeyinde stratejiler geliştirmek gibi önemli sorumluluklara sahiptirler ve bu durum onların performanslarının şirket performansı ve başarısı üzerinde ne kadar etkili olduğunu kanıtlar niteliktedir.

Bu çalışmada; yüksek düzey yönetici ödenek düzeyi ve yapısının başka bir deyişle, ücret ve teşvik sistemlerinin çok birimli firmaların performansı ile ilişkisi incelenmektedir. Ayrıca, çalışmada ödenekler kısa ve uzun vadeli olmak üzere sınıflandırılmıştır. Aktif karlılığı verileri çok birimli firma raporlarından alınarak elde edilen yüksek düzey yönetici ödenek bilgileri ile yapılan araştırmaların incelenmesinden sonra, yüksek düzey yöneticilere hisse bazında uzun vadeli ödenek ve teşviklerin sağlanması gerekliliği sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Ödenekler, Firma Performansı, Yüksek Düzey Yönetici Ödenekleri, Ödenek Yapısı, Uzun ve Kısa Vadeli Ödenekler

**JEL Sınıflandırması:** D2, D20, D21

\* Bu makale, 5. Uluslararası EMI Girişimcilik & Sosyal Bilimler Kongresinde sözlü bildiri olarak sunulmuştur.

## LONG AND SHORT TERM HIGH-LEVEL EXECUTIVE COMPENSATION AND FIRM PERFORMANCE

### Abstract

Research on compensation has mostly focused on high-level executive compensation. This partly due to easier access to high-level executive compensation and the assumption that high-level executive compensation is the most influential decision maker in a typical firm. However, in large multidivisional firm high-level executives play very significant roles that might have large impact on overall corporate performance. In multidivisional firms, high-level executives' responsibilities include scanning their industry environment for investment opportunities and developing business level strategies that ultimately determine their business unit as well as overall corporate performance. Therefore, compensating high-level executives matter for corporate performance.

In this paper, the relationship between pay level, pay structure and corporate performance in multidivisional firms are examined. Specifically, the effects of high-level executives' long and short term pay levels and pay structures to firm performance will be examined regarding multidivisional firms. As a result of literature review, most of studies concludes that stock based long-term compensation provide proper incentives for high-level executives.

**Key Words:** Compensation, Firm Performance, High-level Executive Compensation, Pay Structure, Long and Short Term Compensation

**JEL Classifications:** D2, D20, D21

## GİRİŞ

Ödenekler ve maaşlar, iş adamları ve akademisyenler arasında en çok tartışılan konulardan biri olmuştur. Bu tartışmadaki temel argüman, firma sahiplerinin bizzat kendilerinin yönetici olmadığı firmalarda yöneticinin ücret ile performansı arasında yakın bir ilişki olduğu düşüncesidir. Bazı araştırmacılar, ödenek ve performans arasındaki gözlenen bağlantının uygun performans teşviki sağlayacak kadar güçlü olmadığını savunmaktadır (Jensen ve Murphy, 1990). Son yıllarda, nitelikli bir yüksek düzey yönetici için ödenek düzeyi önemli ölçüde artmıştır. Tipik bir ödenek (ücret) sözleşmesi, temel maaş, ikramiye, uzun vadeli teşvik planı, hisse senedi sahipliği ve diğer faydaların yanı sıra opsiyon planlarını da içermektedir. Ödenek seviyesindeki artış, büyük ölçüde stoktaki artışa (özellikle opsiyona dayalı ödenek) atfedilebilir (Murphy, 1998). Ayrıca, gelecek dönemlerde piyasalarda yüksek düzey yöneticilere daha da uzun vadeli ödenek sağlanması yönünde belirgin bir eğilim vardır.

Literatürde ödenekler üzerine araştırmalar çoğunlukla yüksek düzey yönetici ödeneklerine odaklanmıştır. Bu kısmen yüksek düzey yönetici ödenekleri verilerine daha kolay erişim sağlanabilmesinden ve yüksek düzey yöneticinin tipik bir firmada en etkili karar verici olduğu varsayımından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte, büyük çapta çok bölümlü firma organizasyonuna sahip firmaların yüksek düzey yöneticileri, firmanın genel kurumsal performansı üzerinde büyük etkisi olabilecek çok önemli roller oynamaktadır. Çok bölümlü örgütsel yapısı olan firmalarda, yüksek düzey yöneticilerin sorumlulukları, endüstri ortamlarını yatırım fırsatları için taramayı ve sonuçta iş birimlerini ve genel kurumsal performansı belirleyen iş seviyesi stratejilerini geliştirmeyi içermektedir. Bu nedenle, ödeneklerle memnun edilen yüksek düzey yöneticilerin kurumsal performansları firma için oldukça önemlidir.

Bu çalışmada, çok bölümlü örgüt yapısına sahip firmalarda ücret düzeyi, ücret yapısı ve kurumsal performans arasındaki ilişki incelenmektedir. Çalışmada özellikle, yüksek düzey yöneticilerin uzun ve kısa vadeli ödenek seviyelerinin ve varlıkların getirisinin firma performansına etkisini araştıran çalışmalar incelenmiştir. Çalışmanın genelinde, yüksek düzey yöneticilerinden en az biri için ödenek verileri rapor edilen çok bölümlü firma yapısına sahip şirketlerden oluşan örneklem test edildiği çalışmaların tartışma ve sonuçlarından yararlanılarak firma performansının hangi tipte ve ne kadar vadede sağlanan ödeneklerle en üst düzeye ulaşabildiği hakkında genel kabul gören ortak fikre ulaşılabilmektedir. Çalışma sonunda, yüksek düzey yöneticilerin en verimli performansı gösterdiği ödenek tipinin hisse senedine dayalı uzun vadeli ödenek tipi olduğu hususunda kanaat oluşmuştur.

## 1. Firma Büyüklüğüne Göre Ödenek Çeşitleri ve Yüksek Düzey Yöneticilerin Ödeneklerindeki Artışın Sebepleri

Şirket büyüklüğü, ödenekleri yakından etkileyen temel bir faktördür. Şirket büyüklüğü arttığında; genel bir kural olarak, ödeneği aynı oranda en üst düzeye çıkarmak neredeyse zorunludur. Daha büyük şirketlerin karmaşık ve karışık görevler gerektirmesi nedeniyle, yüksek nitelikli ve çok yüksek ödenekler temin edilen yüksek düzey yöneticiler işe alınmaktadır. Bu yüksek ödenek, yüksek düzey yöneticileri motive etmekte ve performanslarını arttırmaktadır. Yüksek düzey yöneticiler yüksek ödenekler mukabilinde yüksek beceri isteyen görevleri başarıyla yerine getirmektedirler.

Öte yandan büyük şirketler; ödenek ve ücret sistemlerini belirlerken; performansa dayalı ücret sistemi oluşturmada hassasiyet göstermemektedirler (Ryan ve Wiggins, 2001; Frydman ve Saks, 2010; Murphy, 2013). Bu

durum ise çalışanların ve yöneticilerin performansını olumsuz etkileyebilmektedir.

Geçmişte önde gelen büyük şirketlerin ücret sistemleri incelendiğinde; çoğunlukla, ödenek planları, göze batmayan ek ücretler, ikramiyeler, hisse senedi sahipliği ve opsiyon planları ile cazip temel maaşlara dayanarak yapılandırılmış olduğu görülmektedir.

Piyasadaki ödeneklerin bugüne kadar tarihsel süreci incelendiğinde ise; yüksek düzey yöneticilere hisse senedi payı verilerek performansının teşvikini sağlamayı öngören sistemlerin günümüzde yüksek düzey yöneticiler için oldukça cazip olduğu görülmektedir (Cohen vd., 2000). Yüksek düzey yöneticiler genellikle ödenek yapılandırmalarında bu ödeme tipini tercih etmektedirler.

Senelerdir yüksek düzey yönetici ödenekleri konusunda birçok araştırma yapılmasına rağmen; yüksek düzey yönetici ödenekleri ilk kez 1990'larda kamu sektörü ile ilişkisini inceleyen araştırmalar yapılmaya başlanmıştır (Pendiuc ve Lis, 2013). Bu dönemde yüksek düzey yöneticiler ile çalışanların ödenekleri arasındaki büyük farka dikkat çekilmiş ve birçok kamu kurumunun medya aracılığı ile bu eşitsizlik hakkında farkındalık oluşturması sağlanmıştır. Yüksek tutarda yüksek düzey yönetici ödeneklerinin en önemli olumsuz sonucu, çoğu güçlü şirketi zamanla küçülmeye gitmek zorunda bırakmasıdır (Garen, 1994). Küçülme ise atıl kapasiteye sahip sektör firmalarının hisse senedi fiyatlarını arttırmaktadır (Mahoney ve Thorn, 2006). Küçülme esnasında işten çıkarmalar ise genellikle, memnun olmayan ve yerinden edilmiş çalışanlar arasındaki gerilimi artırmakta ve böylece yönetici hisse senedi opsiyonlarının değerini arttırmaktadır (Murphy 2003).

Güçlü Amerikan şirketlerinde ödenekler ve ücret performans hassasiyetleri büyük ölçüde geliştirilmiştir. Bu şirketler ödenek sistemlerini

yenilemek için öncelikle hisse senedi opsiyonlarına odaklanmaktadırlar. Geçmişte büyük şirketlerde yüksek düzey yönetici hisse senedi opsiyonları 1950'lere kıyasla 2000'lerde daha fazladır (Jensen ve Murphy, 2001). Günümüzde, hisse senedi opsiyonları neredeyse tüm Amerikan endüstrilerinde ödeneklerin temel bileşeni olan maaşların yerini almıştır. Dolayısıyla, son zamanlarda ödeneklerdeki artışın büyük kısmı hisse senedi opsiyon hibelerinin hibe tarihi değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Son yıllarda, yüksek düzey yöneticiler normal emeklilik yıllarından daha erken yıllarda işten ayrılma eğilimindedir (Gupta vd., 2012). Ödüller ve ikramiyeler ise yüksek düzey yöneticilerin dikkatlerini şirkette tutacak kadar cazip değildir (Abdul vd., 2010). Yüksek düzey yöneticilerin örgütsel bağlılığı düşük olduğundan, birçok rakip firma daha yüksek ödenek sunarak onları şirketlerine transfer etmeyi hedeflemektedir (Murphy 2013).

## 2. Yüksek Düzey Yöneticilerin Ödenek Sistemlerinin Yapısı

Ödenek tutarları ve ödenek sistemleri yapısı örgütsel firma başarısı üzerinde çok etkilidir (Sigler, 2011). Risk alma ve sürdürülebilir firma performansı gibi stratejik durumlar, ödenek politikasına doğrudan bağlıdır. Sağlam ödenek yapısı ve ödenek planlama sistemi olan firmalar, yüksek düzey yöneticilerini niteliksiz işgücünden seçmek yerine nitelikli başvuru sahiplerinden seçebilmektedirler (Murphy, 2013). Ödenek tutarları firmalardaki yüksek düzey yöneticilerin niteliği ile yakından ilgilidir. Yüksek düzey yöneticilere ortalama ücret seviyesinden daha fazla tutarda ödenek ayırmak, iyi eğitilmiş ve yetenekli yüksek düzey yöneticilere ulaşmayı kolayca sağlamaktadır. Geçmişte geleneksel yönetim sistemine sahip firmalarda ise kontrol mekanizması şirket sahiplerinin elindeyken, günümüzde bu mekanizma daha fazla yüksek nitelikli yüksek düzey yöneticilerin kontrolünde olma

eğilimindedir. Bu durum firmaların kararları üzerinde yüksek düzey yöneticilere önemli takdir yetkisi vermektedir.

Teşvik uyum mekanizmaları bulunmayan şirketlerdeki yüksek düzey yöneticiler genellikle firma sahiplerinden farklı çıkarılara sahiptir. Teşvik sisteminde doğan bu ayrılık, şirket sahipleri ve yüksek düzey yöneticiler arasında bir bilgi asimetrisi olduğunda ya da sahipler yüksek düzey yöneticilerin davranışlarını iyi takip edemediğinde büyük problemler oluşturabilmektedir (Tian, 2014). Böyle zamanlarda genelde yöneticiler, kendi hedeflerini takip etmemekte ve uzun vadede firma sahiplerinin ilgisini çekmeyen projelere yatırım yapmaktadırlar. Ampirik kanıtlar bu önermeyi destekler niteliktedir (Devers vd., 2007).

Birçok çalışma, şirket birleşme ve evliliklerinin var olan şirket değerini yok ettiğini ve üst yönetim kendi çalıştığı firmada küçükde olsa bir hisse senedi sahibi olduğunda; değer yıkımının o şirkette daha çok olduğunu kanıtlar niteliktedir (McGuire, Dow ve Argheyd, 2003). Bu sorun, yönetici performanslarını değerlendiren bir teşvik sistemi oluşturarak ortadan kaldırılabilir (Wasserman, 2006).

Şirketlerin uzun vadede hayatta kalması ve katma değerli süreçlerde yüksek düzey yöneticinin başarısına ve performansına önemli ölçüde bağlıdır. Yüksek düzey yöneticilerin düşük performans gösterme olasılığı ve riski vardır (Perry ve Zenner, 2001). Üstün performans gösterme ve değer maksimizasyonu sağlama güçlü parasal ve parasal olmayan teşviklerle sağlanabilmektedir (Balsam ve Ryan, 2007). Yüksek düzey yöneticiler şirketleri için özel bir değere sahiptirler ve iş dünyasında da kendilerine özel değerlere sahiptirler. Yüksek düzey yöneticileri şirketten çıkarmak onların kendi piyasa değerlerini düşürmesine ve güvenilirliğini kaybetmelerine yol açmaktadır. Yüksek düzey yöneticiler

bireysel kararlarının sonuçlarından sorumlu olduklarından dolayı, performans seviyelerinin yüksek olma eğilimi vardır (Bebchuk ve Jackson, 2005).

Öte yandan, performansa dayalı ödenek teşvik mekanizmasının etkinliği sadece performansa değil, sağladığı teşviklerin yoğunluğuna da bağlıdır (Nguyen ve Nielsen, 2014). Yani eğer şirketler yüksek düzey yöneticilerinin ihtiyaçlarını çok cömertçe karşılamayı tercih ederse, daha yetenekli yüksek düzey yöneticileri işe alabilmekte ve böylece firmanın başarısı tesadüf olmaktan çıkmaktadır.

Ödenek tutarının yanında, diğer önemli sorun, ödenek yapılandırılmasının nasıl yapıldığıdır. Ortalama bir performans için ödenek tutarı, sabit bir (asgari ücret) ve değişken bir bileşen (yıllık ikramiye, hisse senedi bazlı ödenek) içermektedir (Frydman ve Jenter, 2010). Değişken bileşen ne kadar yüksek olursa, ücret sözleşmesinin teşvik yoğunluğu o kadar yüksek olmaktadır. Bu tür bir ödenek türü, performansın hem çaba ve dürüstlük gibi kontrol edilebilir faktörlerinin hem de kişi başına gelir veya bir ürün için piyasa talebi gibi kontrol edilemeyen faktörlerin doğrudan bir sonucudur (Brick vd., 2006). Bu nedenle, ödeneğin performansla ilişkilendirilmesi, riskten kaçınan yönetici için tazminat riski oluşturmaktadır. Bu, yöneticiyi değerli ama riskli yatırım projelerinden vazgeçmeye itebilmektedir (Low, 2009). Yani, risk alma tutumu ile performansa dayalı teşvikler arasında bir denge vardır. Ödenek yapılandırmasını performansla ilişkilendirmenin, daha yetenekli yöneticileri çektiği ve onların ilgi alanları ve hedeflerini firma sahiplerinin hedefleriyle aynı doğrultuda tuttuğu gözlenmiştir (Engelland ve Riphahn, 2004)

Ödenek yapılandırılmasını konu alan bu çalışma, ödeneği kısa vadeli ödenek sistemleri ve uzun vadeli ödenek sistemleri olarak iki türlü ele almaktadır. Kısa vadeli ödenek sistemleri olarak sadece maaş ve ikramiyeler

belirtilmekteyken; uzun vadeli ödenek sistemleri olarak ise sadece hisse senedi sahipliği ve opsiyon planları ele alınmaktadır. Ödenenin ana temeli ve büyük kısmı maaştır. İkramiyeler temel maaş bölümünü temsil etmekte ve ikramiyeler muhasebe getirileri ile hisse senedi performansı arasındaki korelasyonu yansıtmaktadır. Hisse sahipliği, yüksek düzey yöneticilerin servetinin çoğunluğunun bağlı olduğu hisse senedi varlıklarını, kısıtlı hisse senetlerini ve hisse senedi opsiyonlarını kapsamaktadır. Opsiyon planları ise temel maaşın katları olarak belirlenmiştir. Bütün bu sınıflandırma ve tazminat düzenlemeleri ödenek yapısını belirlemektedir. Sağlam bir tazminat yapısına sahip olmak için güçlü şirketler, maaş seviyelerinde, hedef ikramiyelerde, hisse senedi opsiyonlarında ve opsiyon planlarında yıllık düzenlemeler yapmaktadır (Murphy, 2013).

### 3. Kısa Vadeli Ödenek Sistemleri: Maaşlar ve İkramiyeler

Temel maaşlar yüksek düzey yönetici ödenek sözleşmelerinin önemli bir bileşenidir ve bu sözleşmeler tipik olarak önümüzdeki beş yıl için temel maaşlarda asgari artışları garanti eden sözleşmelerdir. Şirketler genel olarak yüksek düzey yöneticilerin maaşlarına karar vermek için genel maaş anketlerinden, benzer endüstrilerin kapsamlı analizlerinden ve piyasa akranlarından faydalanmaktadır.

Baz maaşlar, ödeneklerin büyük kısmını belirlemede ve maaş seviyeleri, ödeneklerin bileşenlerini doğrudan etkilemektedir. Temel maaş seviyelerindeki artışın, ödeneklerin bileşenleri üzerinde beklenmedik olumlu bir sonucu vardır. Temel maaş düzeylerindeki azalma ise, ödeneklerin bileşenleri üzerine olumsuz etki etmektedir.

Genellikle, güçlü şirketlerde üçüncü paydaşların yüksek düzey yöneticilerin ödenek sözleşme sürecini yönetmede önemli rolleri vardır. Üçüncü paydaşlar esas olarak dış

yöneticilerden oluşan tazminat komiteleridir. Ayrıca, iç ve dış paydaşların güçlü siyasi güçlerinin ödenek yapılarını ve maaş yapısını düzenleyen başka belirleyicileri de bulunmaktadır.

Her ne kadar yukarıda belirtilen belirleyiciler ve güçler maaş yapısının belirlenmesinde önemli olsa da, maaş esaslı tazminat yapısını düzenlerken, aynı sektörde yer alan başka şirketler de ödenek yapılarının diğer belirleyicileri olabilmektedir. Performans seviyeleri arasındaki farkı değerlendirme de daha gerçekçi sonuçlara ulaşabilmek için, bu şirketlerle kıyaslama yapmak izlenecek doğru yöntemlerden biridir. Bu yöntemin ana fikri, maaş yapısının önemli performansı ödüllendirmesi ve kötü performansı cezalandırması üzerine kurulmuştur.

İkramiyeler temel maaşların bir parçasıdır ve muhasebe getirileri ile hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadırlar. Çoğu büyük firmada, ikramiye planları yalnızca yüksek düzey yöneticiler ve üst yönetim için düzenlenmektedir. Bu ikramiyeler bir yıllık performansa göre ödenmektedir. Temel maaşlar yüksek düzey yönetici sözleşmelerinde “sabit bileşen” i temsil etmekte, riskten kaçan yüksek düzey yöneticiler genellikle temel maaşta bir birim artışı “hedef” ikramiyelerde bir birim artışa tercih etmektedirler (Murphy, 2013).

İkramiyelerin yapısı üç temel bileşene göre planlanmaktadır: performans ölçümleri, performans standartları ve maaş-performans ilişkisinin yapısı. İkramiyelerin yapısı hem nakit ödeneği hem de hisse senedi fiyatı performansı ile ilgilidir. İkramiyeler doğrudan muhasebe karlılığı ile dolaylı olarak hisse senedi performansı ile bağlantılıdır (Murphy, 2013).

#### 4. Uzun Vadeli Ödenek Sistemleri: Hisse Senedi Sahipliği ve Opsiyon Planları

Çoğu akademik araştırma, kimyasalların üretiminde, makine üretiminde ve Ar-Ge yoğun endüstrilerde; metal endüstrisi, gıda sektörü ve Ar-Ge yoğun olmayan endüstrilere nazaran hisse senedi sahipliği temelli ödenek sistemlerinin daha yaygın olarak kullanıldığını göstermektedir.

Ödenek sistemleri göz önüne alındığında, hisse senedi sahipliği yüksek düzey yönetici zenginliği ve firma performansı üzerinde en güçlü etkiye sahiptir. Yüksek düzey yöneticilerin sahip olduğu hisse senetleri ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli olduğunda, yüksek düzey yöneticilerin piyasa beklentileri karşılanmakta ve şirketler yüksek düzey yöneticilerin performansından memnun kalmaktadırlar (Ashley ve Yang, 2004). Hisse senetlerinin sahipliği arttıkça, şirket başarısı ve performansı aynı doğrultuda artmaktadır (Firth vd., 2006). Fakat çok az sayıda şirket yüksek düzey yöneticilerinin başarısını artırmak için hisselerinin büyük bir kısmını yüksek düzey yöneticiye devretmeyi tercih etmektedir. Şirketlerin hisse senetleri devrine karşı olumsuz tutumu neticesinde; hisse senedi uygulaması ile ilgili olumlu performans etkisi düşük olmaktadır (Bengtsson ve Hand, 2011). Firma sahiplerinin hisse senedi devrine sıcak bakmamaları neticesinde çoğu şirkette hisse senedi payları yüksek düzey yöneticinin toplam servet ve performansının küçük bir bölümünü kapsamaktadır. Ayrıca, yüksek düzey yöneticinin toplam servetindeki bu sınırlama, şirketin performansı ve büyümesiyle bağlantılı gizli bir maliyet de doğurmaktadır.

Murphy (1999) yaptığı çalışmada, opsiyon planlarını beş yıllık bir süre ile tek bir hibe olarak değerlendirmiş ve opsiyonların fiyatını vekil beyanında veya taraflar arasında düzenlenen sözleşmede belirtildiği gibi olmasına değinmiştir. Başka bir deyişle, opsiyon planları yüksek düzey yöneticilere

önceden belirlenmiş bir süre için (genellikle en az 5 yıl) önceden belirlenmiş bir uygulama fiyatından hisse senedi alma hakkı veren sözleşmelerdir (Martin ve Thomas, 2005). Opsiyon planları ödemesinin bir birimlik değer için bir birimlik hisse senedi fiyatındaki artışlarla artırması nedeniyle, opsiyon planları doğrudan yönetsel ödüller ve hisse-fiyat değerlemesi ile ilgilidir denilebilmektedir (Chalmers vd., 2006).

Opsiyon planları ne şirket ne de yüksek düzey yöneticiler için vergi meselelerini açıklamaz. Opsiyon planları, firma performansına etkisi açısından değerlendirildiğinde nitelikli opsiyon planları ya da vasıfsız opsiyon planları olarak sınıflandırılmaktadır (Chance vd., 2000). Niteliksiz opsiyon planları göz önüne alındığında, piyasa fiyatları ve gerçekleştirilen fiyatlar arasındaki fark yüksek düzey yöneticilere vergilendirilmektedir. Bu ise yüksek düzey yöneticiler için bireysel gelir kaynağı olurken ve şirket için tazminat gideri kesintisi oluşturmaktadır. (Kaplan, 2012).

Öte yandan, nitelikli opsiyon planları için, yönetici stok tutmaya devam etmesi şartıyla gerçekleştirilen fiyatlar üzerine hiçbir şey ödemek zorunda değildir ve sonunda hisse sattığında sermaye kazancı vergilerini ödemekle yükümlüdür. Bununla birlikte şirket, tazminat gideri kalemi olarak nitelikli bir opsiyondan planından elde ettiği kazancı düşemez (Murphy, 2003). Opsiyon planları çoğunlukla nitelikli olmayan seçeneklerdir. Ancak, son zamanlarda vergi kanunu sermaye kazancı vergi oranını % 28'den % 20'ye veya daha azına düşürmek olarak değişmektedir ve bu da bugünlerde nitelikli seçenekleri daha cazip hale getirmektedir (Tiley ve Loutzenhiser, 2012).

Opsiyon planları takas edilemez ve risklidir (Hite ve Long, 1982). Çünkü; yüksek düzey yöneticiler yetkilendirmeden önce işlerinden ayırdıklarında, opsiyon satın alma haklarını kaybederler (Hall ve Murphy, 2002). Opsiyon

planlarına ilişkin bir başka sorun ise, opsiyonların sadece hisse senedi fiyatı takdirini ödüllendirmesi ve toplam hissedar getirisini tam olarak yansıtamamasıdır. Yüksek düzey yöneticiler genellikle temettülardan kaçınmakta ve hisse geri alımlarını tercih etmektedirler (Carpenter ve Remmers, 2001). Dahası, opsiyonların değeri hisse senedi fiyatı oynaklığı ile artmaktadır, böylece opsiyonları olan yüksek düzey yöneticiler daha az riskli olan yatırımlar yerine daha riskli yatırımlar hakkında karar vermeyi tercih etmektedir (Martin ve Thomas, 2005).

Bu sorunu aşmak için, çoğu firma yüksek düzey yöneticilerin opsiyon planları için temettü koruması uygulamaktadır (Murphy, 2002). Yüksek düzey yöneticilere ödenek planlarında temettü koruması sözü verilirken; faiz yöntemi en sık kullanılan yöntemdir. Bazen temettü koruması, temettü ödenirken fiyatları düşürerek ya da hisse senedi fiyatlarını temettü esasına göre belirleyerek de uygulanabilmektedir (Lam ve Chng, 2006).

## 5. Ödenek Sistemleri ve Firma Performansı İlişkisi: Kısa ve Uzun Vadeli

### 5.1. Kısa Vadeli

Maaş ve performans arasındaki doğrudan ilişki hakkında mevcut literatür belirli bir kanıt sunamamaktadır (Attaway, 2000). Cordeiro ve Veliyath (2003) çalışmalarında, maaş ve performans arasındaki ilişkiyi incelemekte ve her ikisi arasında herhangi anlamlı bir ilişki bulamamaktadır. Bebchuk ve Fried (2009) ise çalışmalarında gözlemlenen tazminat uygulamalarının yüksek düzey yöneticilere uygun teşvikleri sağlayamadığına ikna edici kanıtlar sunmaktadır. Son olarak, maaş ve performans arasındaki ilişki hakkında çok fazla kanıt olmamasına rağmen, mevcut literatür maaş ve performans arasındaki ilişkinin derecesinin en iyi Bebchuk ve Fried (2009) ve Eisenmann (2002) çalışmalarında ispatlandığını ve bu ilişkinin derecesinin oldukça zayıf olduğunu göstermektedir.

Maaş ve performansı ilişkilendirirken bazı eksiklikler bulunmaktadır. Eksikliklerden biri yönetim kurulunun performansa yönelik ödeme yapmaya önem vermemesidir. Yönetim kurulu belirsiz bir adalet duygusu ile olması gerekenden daha düşük maaşlar verebilmektedir.

Eksikliklerden diğeri ise performansa dayalı maaş seviyelerinin uzun vadeli piyasa değeri dışındaki metrikler tarafından belirlenmesidir (Nourayi ve Daroca, 2008). Ödüllü yüksek düzey yöneticilerin maaşları göz önüne alındığında, yüksek düzey yöneticilerin performanslarının çoğunun hissedar serveti ve borsa değeri yerine muhasebe getirileri ve kazançlarındaki değişimlerle ölçüldüğü görülmektedir. Performans ölçülürken, kurumsal pazar değerini yansıtamadığı için bu yöntemi kullanmak maaş belirlemede yetersiz kalmaktadır. Diğeri önemli eksiklik ise maaşları performansa göre sınırlı bir zamanda belirlemekten kaynaklanmaktadır (O'Connell ve O'Sullivan, 2014). Şirketlerin performans ölçütlerine daha fazla dikkat etmeleri gerekmektedir. Yönetim kurulu yüksek düzey yönetici performansını görmek için yıldan yıla veri kullanmayı tercih ettiğinde, büyük resmin tamamını görmekte güçlük çekmekte ve yanlış değerlendirme yapmaktadır. Uzun vadede daha doğru performans sonuçları elde etmek için, şirket hisse senedi getirileri gibi geniş yatay kesitli ölçütler kullanmak doğru olacaktır. Böylece doğru performans, şirketleri doğru maaş yapısını kurgulamaya yönlendirebilmektedir.

Yüksek düzey yöneticilerin bireysel performanslarını ölçmek için firmalar bazı hedefler ve öznel değerlendirmeler belirlemektedir. Bu hedefler, tam olarak ölçülemeyen zamanlama, müşteri memnuniyeti vb. değerlendirmelerden oluşmaktadır. Çoğunlukla finansal olmayan değerlerden oluşmakta ve bu değerler çoğunlukla gözlemlere dayanmaktadır. Bu hedeflerle eşik performans değerlendirilmekte ve bu toplam



performans standardının bir yüzdesine takabül etmektedir.

Performans standartları genellikle muhasebe verilerine, bütçeye ve yıllık performansa dayandığı görülmektedir (Matolcsy ve Wright, 2011). Çoğunlukla bu standartlar hissedarların beğenisini sağlamak için geliştirilmiş standartlardır. Bütçeye dayalı performans standartları, yöneticilerin yılın yapılabilecek toplam faaliyet yüzdelerini bilinçli olarak düşük tutmalarına neden olabilmektedir (Gervais vd., 2011). Hatta bu standartlar gelecek yılın bütçesi üzerinde istenmeyen olumsuz etki oluşturabilmektedir. Benzer şekilde, önceki yıl performansına dayanan standartlar daralmaya neden olabilmektedir. Çünkü yüksek düzey yöneticiler, yüksek performans gösterdiklerinde bir sonraki dönemde artan performans standardı ile karşılaşacaklarının bilincindedirler. Ödenek yapısı oluşturulurken bir sektör temsil kıyaslama grubunun performansına dayalı performans standartları belirlendiğinde, ikramiye katılımcılar üzerinde daha olumlu etki oluşturmaktadır. (Murphy, 2013)

Genel olarak, ikramiyeler bireysel performansa dayanmaktadır ve bireysel performansta kademeli bir yükselme varsa; ikramiyeler ödenmekte ve hatta katlanarak artabilmektedir (Grinstein ve Hribar, 2004). Fakat, ikramiyeler bir eşik performansından sonra verilmektedir. Minimum ikramiye, hedef ikramiyenin yüzdesi anlamına gelmekte ve yöneticinin eşik performansında ödenmektedir (De Angelis ve Grinstein, 2015). Muhasebe karları, yüksek düzey yöneticilerin ikramiyelerinin belirleyici faktörüdür. Muhasebe değişkenleri kısa vadeli olmasına rağmen, gelecekteki değil mevcut karlılığı göstermesine ve kolayca değiştirilebilmesine rağmen, ölçülebilirlikleri ve desteklenebilirlikleri nedeniyle hala kabul görmektedirler (De Angelis ve Grinstein, 2012).

Ayrıca, ikramiyeler genellikle yıllık performansa dayanmakta ve yüksek düzey yöneticilerin günlük faaliyetleri ve kararları

yıllık performans değerlendirmelerine göre yeniden değerlendirilmek zorunda kalmaktadır (Clifford ve Lindsey, 2016). Böylece ikramiye planlarındaki doğrusallıkların önemli teşvik sorunlarına yol açması muhtemeldir. Teşvik sorunları, sınırlı ve dar teşvik planlarında teşvik bölgesinden kaynaklanan yetersiz performans sonuçlarından kaynaklanmaktadır. Beklenen firma performansı teşvik edilmeye uygun görülen performansın çok altındaysa, yöneticiler, özellikle eşik performans seviyesine ulaşmanın pek olası görünmediği yıl sonuna kadar, ikramiye fırsatını askıya alacaklardır (Rost ve Osterloh, 2009). Beklenen firma performansı teşvik edilmeye uygun görülen performansın orta dereceli altında olduğunda, eşikteki ikramiye ödemelerindeki süreksizlik, performans eşiğine ulaşmak için güçlü teşvikler sağlamaktadır (Murphy ve Oyer, 2001).

İkramiyelerin birçok uygun yapılandırması ve planı vardır. 80/120 ikramiye planı, özellikle tüm finansal sektörde yer alan şirketler için en düzenli olarak kullanılan plandır (Guthrie vd., 2012). Bu yöntemin ana mantığı, yöneticinin performansı performans standardının% 80'ine ulaşmadığında yöneticiye hiçbir ikramiye ödenmediği ve eğer yöneticiler performans standardının% 120'sinden fazla ekstra performans gösterirse alacakları ikramiyelerin geometrik artışla katlanarak çoğaldığı plandır (Matolcsy vd., 2012). Performans standart aralığının% 80 ile %120'si arasındaki performanslara ikramiye vermek ise şirketlerin insiyatifine kalmıştır.

Değiştirilmiş Hedefler Toplamı yöntemi ise, ikinci en tercih edilen ikramiye planıdır ve bu plana göre, her bireyin kendi amaçları vardır ve bu nedenle de hedef ikramiyesi vardır (Ortiz-Molina, 2007). Ancak, bu hedefler ulaşılabilir ve gerçekçi olmalıdır. Ayrıca, bu hedefler için belirli bir süre belirlenmiştir. Bu sürenin sonunda, bireysel performansın, bireyin hedeflerine ulaşip ulaşmadığı ölçülmekte ve bireysel performans, tüm şirketin performansı

ile karşılaştırılmaktadır (Blackwell vd., (2007). Bu karşılaştırmaya bağlı olarak, % 80/120 ikramiye planına benzer şekilde hak eden performanslara ikramiye verilmektedir. Hesaplamalı ikramiye planları ve ihtiyari ikramiye planları ise diğer daha az tercih edilen ikramiye plan yöntemleridir değildir (Murphy ve Oyer 2001).

### 5.2. Uzun Vadeli

Birçok araştırma, özkaynak (hisse senedi) tazminatının teşvik edici özellikleri ve hisse senedi bazlı ücretlendirme ile firmanın borsa performansı arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır. Literatürde maaş performansı hassasiyetlerini inceleyen ve icracı hisselerin paylarını yüksek düzey yöneticinin şirkete değer katma payı olarak gösteren birçok çalışma bulunmaktadır. Bunun nedeni ise; hissedar serveti arttığında, yüksek düzey yöneticinin hisselerinin değerinde de performansla ilintili olarak olumlu yönde artmasıdır (Hermalin ve Weisbach, 2001).

Bu alanda yapılan çalışmalar arasında öne çıkan çalışmalardan biri, istatistiksel olarak önemli olmasına rağmen, yüksek düzey yönetici ödemesinin performansa duyarlılığının çok düşük olduğunu belgeleyen Jensen ve Murphy'nin (1990) çalışmasıdır. Ayrıca çalışmalarında teşviklerin önemli bir kısmının hisse senedi bazlı ödenek yapısıyla oluştuğunu da kanıtlamışlardır. Ancak, ödenek sözleşmeleri kamuya açık olduğundan ödeneğin borsa performansı ile ilişkilendirilmesi sorunlu olabilmekte ve bu nedenle değerlerinin hisse senedi fiyatına tam olarak yansıtılamaması sorunu gündeme gelmektedir. Yıllık bono planları, gelecekteki opsiyon hibeleri için duyurulan taahhütler gibi şirket bilgileri halka açık olmadığında ve hissedarların ödeneklerin yüksek düzey yöneticilerin performansı üzerindeki etkisini hafife aldığı durumlarda, hisse senedi getirileri olumsuz etkilenmektedir (McConnell ve Servaes, 1990). Yüksek düzey yöneticiler hibe duyurularını hisse senedi fiyatlarını artıracak

haberlerle eş zamanladığında ise, hisse senedi getirileri kolayca sürdürülebilir olmayan gerçeği yansıtmayan olumlu bir etki altına girebilmektedir (Mehran, 1995).

Ödeneğin performansa etkisini analiz etmek için gerçekçi yöntem vaka çalışması yöntemidir. Bu yöntem kullanılarak ikramiye planları (Vafeas ve Waagelein, 2007), hisse senedine dayalı tödenekler (Brickley vd., 1985) ve opsiyon planlama (Yermack, 2006) sistemlerinin firma performansına etkisi ve piyasa etkisi kolayca araştırılabilmektedir. Vaka çalışması yöntemiyle ilgili çıkabilecek yegane sorun ise, çalışılacak vakanın sınırlarını belirleme sürecindedir (Anderson, Banker ve Ravindran, 2000).

Şirketlerin hisse senedi sahipliğinden daha fazla opsiyon planı uygulamayı seçmesi, opsiyon planları ile performans arasındaki bağlantının önemini ortaya koymaktadır. Opsiyon planları yaklaşımının performans üzerine etkisini anlamak için firmalar hem firmalara opsiyon verme maliyetine, hem de opsiyonları yüksek düzey yöneticilere vermenin maliyetine katlanmalıdırlar (Murphy, 2002). Opsiyonların pay sahiplerine verilmesi, yöneticilere kıyasla daha maliyetli olmaktadır. Bu nedenle, opsiyonlar, ancak, hisse senedine dayalı iyileştirilmiş teşviklerin oluşturduğu artan performansa bağlı olarak, şirketin maliyeti ve yöneticinin değeri arasındaki farkı geçtiğinde verilmelidir.

Jensen ve Murphy (1993) ve Hall ve Liebman'ın (1997) çalışmalarında, yüksek düzey yöneticiler için kurumsal performansa dayalı ödeneğin yüksek düzey yöneticinin sözleşmesinin örtük kısmında belirtilmesinden ziyade açık bir şekilde ifade edileceğinden bahsedilmektedir (Lee, 2009). Bu yöntemin faydası, bu yöntemle daha gerçekçi performans yorumlamalarına ulaşılabilmesindedir. Maaş performansı yüksek düzey yöneticilerin firma değeri oluşturmadaki payını simgelmektedir (Shao vd., 2008). Ayrıca, yüksek düzey yöneticilerin

servetinin şirket performansına göre nasıl değiştiğinin bir ölçüsünü oluşturmak üzere firmalar bir araya getirilen kesirli hisse senetlerini ilişkilendirmesi yöntemini de kullanmaktadırlar.

Opsiyonların varlığı ve elverişli vergi ve muhasebe işlemleri performans teşvik edici unsurlardır (Chauvin ve Shenoy, 2001). Opsiyon planları, yüksek düzey yöneticilerin vergiye tabi geliri ertelemelerine izin verdikleri ve şirketlerin muhasebe beyanlarından büyük ölçüde görünmediği için yüksek düzey yöneticiler için oldukça caziptir. Ancak muhasebe beyanları, endeksli opsiyonlar, performansla tetiklenen opsiyonlar (Stabile, 1999) veya değişken şartlı opsiyonlar için bu bahsedilen geçerlidir; çünkü bunlar sabit fiyatlar uygulayan sabit bileşenlerdir (Guay vd., 2003). Bu nedenle, muhasebe uygulaması büyük ölçüde sadece düzenli seçenekler sunma eğilimini açıklamaktadır (Oyer ve Schaefer, 2006). Değerleme yüksek düzey yöneticilerin riskten kaçınmasına bağlı olacaktır, düzenli seçenekler tercih edildiğinde değerlendirme bütüncül fayda yerine birkaç fayda sağlayacaktır (Grasselli ve Henderson, 2009). Riskli opsiyonlar teşvik edicidir ve düşük ekonomik maliyete sahiptir (Core ve Guay, 2001). Bu da yüksek düzey yöneticilerin servetini sürdürülür şekilde arttırmalarını sağlayacağı için yöneticinin ve firmanın performansını olumlu etkileyecektir.

Sonuç olarak, değerlendirme yüksek düzey yöneticilerin riskten kaçınmasına bağlı olacaktır ve bu nedenle opsiyon planı oluşturulana dek yüksek düzey yöneticinin şirkette uzun vadeli çalışması ile performans en üst seviyeye taşınabilecektir (Lee, 2009).

## SONUÇ

Ödenekler üzerine araştırmalar çoğunlukla yüksek düzey yönetici ödeneklerine odaklanmıştır. Yönetici maaşı ile firma performansı arasındaki ilişki ise kurumsal

yönetim literatüründe en çok üzerine tartışılan konulardan biri olmuştur. Son yıllarda geliştirilen işletme teorileri ve idari yönetim ücreti üzerine akademik literatürdeki çalışmalar, yüksek düzey yöneticilerin ödeneklerinin firma performansına göre ayarlanması gerekliliğini savunmaktadır. Bu kısmen yüksek düzey yönetici ödeneklerine daha kolay erişim ve yüksek düzey yöneticinin tipik bir firmadaki en etkili karar verici olduğu varsayımı nedeniyle gelişen bir durumdur. Ancak, büyük çok bölümlü örgüt yapısına sahip firmaların yüksek düzey yöneticiler, genel kurumsal performans üzerinde büyük etkisi olabilecek önemli roller oynamaktadır. Çok bölümlü örgütsel yapı firmalarda, yüksek düzey yöneticilerin sorumlulukları, endüstri ortamlarını yatırım fırsatları için taramayı ve sonuçta iş birimlerini ve genel kurumsal performansını belirleyen iş seviyesi stratejilerini geliştirmeyi içermektedir. Bu nedenle, teşvik edilen yüksek düzey yöneticiler kurumsal performans için oldukça önemlidir.

Birçok kurumsal işletme teorisi göstermektedir ki, yüksek düzey yönetici ödenekleri sözleşmeleri yöneticilerin çıkarlarını iç ve dış paydaşların menfaatleriyle uyumlu hale getirecek şekilde tasarlanmalıdır. Yüksek düzey yönetici ödenekleri ile performans arasında daha güçlü bir ilişki olması da daha yetenekli ve verimli yöneticilerin seçilmesine ve elde tutulmasına yardımcı olmaktadır. Bir işletme için yüksek düzey yönetici belirlerken bireysel motivasyon faktörlerini gözlemlemek zor olduğundan, üst düzey yöneticilere performans dayalı yönetici ödenekleri sunmak olumsuz seçim sonrası yönetici motivasyon ve performansıyla ilgili yaşanması muhtemel sorunları azaltabilmektedir.

Yüksek düzey yöneticilerin hedefleri ile firma hissedarlarının hedefleri bazı durumlarda birbirinden farklı olabilmektedir. Örneğin, bir yüksek düzey yönetici hissedarların beklentisi doğrultusunda kâr maksimizasyonu stratejilerini başarılı şekilde takip etmeye

odaklanmak yerine; bireysel menfaatleri doğrultusunda kişisel itibarının artması ve gücün kendi üstünde toplanmasına odaklanabilmektedir. Böyle durumların firmaya olumsuz etkisini azaltmak için uygulanması gereken en etkin stratejilerden biri firma performansına dayalı yönetici ödeneklerini belirleme politikasıdır.

Bu çalışmada, çok bölümlü örgüt yapısına sahip firmalarda ödenek düzeyi, ödenek yapısı ve kurumsal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Özellikle, yüksek düzey yöneticilerin uzun ve kısa vadeli ödenek seviyelerinin ve maaş yapılandırılmalarının firma performansına etkileri çok bölümlü örgüt yapısına sahip firmalar bazında incelenmiştir. Literatürdeki hatırsayılar araştırmaların taraması sonucunda, çalışmaların çoğunun hisse senedine dayalı uzun vadeli tazminatın yüksek düzey yöneticileri için uygun teşvikler sağladığı sonucuna vardığı gözlenmiştir.

#### KAYNAKÇA

Abdul, M., Ismail, H., & Jaafar, N. I. H. (2010). Job satisfaction among executives: Case of Japanese electrical and electronic manufacturing companies, Malaysia. *Journal of Global Business Management*, 6(2), 1.

Aggarwal, R. and A. Samwick (1998), "The Other Side of the Tradeoff: The Impact of Risk on Executive Compensation," Dartmouth College.

Anderson, M. C., Banker, R. D., & Ravindran, S. (2000). Executive compensation in the information technology industry. *Management Science*, 46(4), 530-547.

Ashley, A. S., & Yang, S. S. (2004). Executive compensation and earnings persistence. *Journal of business ethics*, 50(4), 369-382.

Attaway, M. C. (2000). A study of the relationship between company performance and

CEO compensation. *American business review*, 18(1), 77.

Balsam, S., & Ryan, D. H. (2007). Limiting executive compensation: The case of CEOs hired after the imposition of 162 (m). *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(4), 599-621.

Bebchuk, L. A., & Jackson Jr, R. J. (2005). Executive pensions (No. w11907). National Bureau of Economic Research.

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2009). Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation. Harvard University Press.

Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23(3), 939-961.

Bengtsson, O., & Hand, J. R. (2011). CEO compensation in venture-backed firms. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 391-411.

Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.

Blackwell, D. W., Dudney, D. M., & Farrell, K. A. (2007). Changes in CEO compensation structure and the impact on firm performance following CEO turnover. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(3), 315-338.

Brickley, J. A., Bhagat, S., & Lease, R. C. (1985). The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 115-129.

Carpenter, J. N., & Remmers, B. (2001). Executive stock option exercises and inside information. *The Journal of Business*, 74(4), 513-534.

Chalmers, K., Koh, P. S., & Stapledon, G. (2006). The determinants of CEO compensation: Rent extraction or labour demand?. *The british accounting review*, 38(3), 259-275.

Chance, D. M., Kumar, R., & Todd, R. B. (2000). Therepricing' of executive stock options. *Journal of financial economics*, 57(1), 129-154.

Chauvin, K. W., & Shenoy, C. (2001). Stock price decreases prior to executive stock option grants. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 53-76.

Clifford, C. P., & Lindsey, L. A. (2016). Blockholder heterogeneity, CEO compensation, and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(5), 1491-1520.

Cohen, R. B., Hall, B. J., & Viceira, L. M. (2000). Do executive stock options encourage risk-taking. Unpublished manuscript, Harvard University.

Cordeiro, J. J., & Veliyath, R. (2003). Beyond pay for performance: A panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, 21(1), 56.

Core, J. E., & Guay, W. R. (2001). Stock option plans for non-executive employees. *Journal of financial economics*, 61(2), 253-287.

De Angelis, D., & Grinstein, Y. (2012). Pay for the right performance. *Johnson School Research Paper Series*, (03-2011).

De Angelis, D., & Grinstein, Y. (2015). Performance terms in CEO compensation contracts. *Review of Finance*, 19(2), 619-651.

Devers, C. E., Cannella Jr, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of management*, 33(6), 1016-1072.

Eisenmann, T. R. (2002). The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking. *Strategic Management Journal*, 23(6), 513-534.

Engellandt, A., & Riphahn, R. (2004). Incentive Effects of Bonus Payments: Evidence from a Multinational Company. Discussion Paper, University of Basel.

Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714.

Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2(1), 75-102.

Frydman, C., & Saks, R. E. (2010). Executive compensation: A new view from a long-term perspective, 1936–2005. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 2099-2138.

Garen, J. E. (1994). Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of political economy*, 102(6), 1175-1199.

Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.

Grasselli, M., & Henderson, V. (2009). Risk aversion and block exercise of executive stock options. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 33(1), 109-127.

Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of financial economics*, 73(1), 119-143.

Guay, W., Kothari, S. P., & Sloan, R. (2003). Accounting for employee stock options. *American Economic Review*, 93(2), 405-409.

Gupta, N., Conroy, S. A., & Delery, J. E. (2012). The many faces of pay variation. *Human Resource Management Review*, 22(2), 100-115.

Guthrie, K., Sokolowsky, J., & Wan, K. M. (2012). CEO compensation and board structure revisited. *The Journal of Finance*, 67(3), 1149-1168.

Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1997). Are CEOs really paid like bureaucrats?. No. w6213.

Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2002). Stock options for undiversified executives. *Journal of accounting and economics*, 33(1), 3-42.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*, 101-112.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature (No. w8161). National Bureau of Economic Research.

Hite, G. L., & Long, M. S. (1982). Taxes and executive stock options. *Journal of Accounting and Economics*, 4(1), 3-14.

Jensen, M. and B. Barry (1991). "Gordon Cain and the Sterling Group (A)." HBS Case 9- 492-021.

Jensen, A. M., Chiu, S., & Murphy, S. (1993). Astrocyte networks. *Astrocytes: pharmacology and function*, 309, 329.

Kaplan, S. N. (2012). Executive compensation and corporate governance in the US: perceptions, facts and challenges (No. w18395). National Bureau of Economic Research.

Lam, S. S., & Chng, B. F. (2006). Do executive stock option grants have value implications for firm performance?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 26(3), 249-274.

Lee, J. (2009). Executive performance-based remuneration, performance change and board structures. *The International Journal of Accounting*, 44(2), 138-162.

Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490.

Mahoney, L. S., & Thorn, L. (2006). An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: A Canadian investigation. *Journal of Business Ethics*, 69(2), 149-162.

Martin, K. J., & Thomas, R. S. (2005). When is enough, enough? Market reaction to highly dilutive stock option plans and the subsequent impact on CEO compensation. *Journal of corporate finance*, 11(1-2), 61-83.

Matolcsy, Z., Shan, Y., & Seethamraju, V. (2012). The timing of changes in CEO compensation from cash bonus to equity-based compensation: Determinants and performance consequences. *Journal of contemporary accounting & economics*, 8(2), 78-91.

Matolcsy, Z., & Wright, A. (2011). CEO compensation structure and firm performance. *Accounting & Finance*, 51(3), 745-763.

McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.

McGuire, J., Dow, S., & Argheyd, K. (2003). CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4), 341-359.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.

Murphy, K. J. (2002). Explaining executive compensation: Managerial power versus the perceived cost of stock options. *U. Chi. l. rev.*, 69, 847.

Murphy, K. J. (2003). Stock-based pay in new economy firms. *Journal of Accounting and Economics*, 34(1-3), 129-147.

Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 211-356). Elsevier.

Murphy, K. J., & Oyer, P. (2001). Discretion in executive incentive contracts: Theory and evidence. Available at SSRN 294829.

Nguyen, B. D., & Nielsen, K. M. (2014). What death can tell: Are executives paid for their contributions to firm value?. *Management Science*, 60(12), 2994-3010.

Nourayi, M. M., & Daroca, F. P. (2008). CEO compensation, firm performance and operational characteristics. *Managerial Finance*.

O'Connell, V., & O'Sullivan, D. (2014). The influence of lead indicator strength on the use of nonfinancial measures in performance management: Evidence from CEO compensation schemes. *Strategic Management Journal*, 35(6), 826-844.

Ortiz-Molina, H. (2007). Executive compensation and capital structure: The effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 69-93.

Oyer, P., & Schaefer, S. (2006). Costs of broad-based stock option plans. *Journal of Financial Intermediation*, 15(4), 511-534.

Pendiuc, T., & Lis, E. C. (2013). Perceptions of executive payment abuse in public institutions. *Problems of Management in the 21st Century*, 7, 39.

Perry, T., & Zenner, M. (2001). Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, 62(3), 453-488.

Rost, K., & Osterloh, M. (2009). Management fashion pay-for-performance for CEOs. *Schmalenbach Business Review*, 61(2), 119-149.

Ryan Jr, H. E., & Wiggins III, R. A. (2001). The influence of firm-and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation. *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 101-123.

Sanders, W. G. (2001). Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay. *Academy of Management journal*, 44(3), 477-492.

Shao, P., Liu, L., & Kong, A. G. (2008). Analysis on the Sensitive Factors between Executive Officer's Payment and Corporate

Performance [J]. *Journal of Finance and Economics*, 1, 94-105.

Sigler, K. J. (2011). CEO compensation and company performance. *Business and Economics Journal*, 31(1), 1-8.

Stabile, S. J. (1999). Motivating executives: Does performance-based compensation positively affect managerial performance. *U. Pa. J. Lab. & Emp. L.*, 2, 227.

Tian, J. J. (2014). Board monitoring and endogenous information asymmetry. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 136-151.

Tiley, J., & Loutzenhiser, G. (2012). *Revenue Law: Introduction to UK tax law; Income tax; Capital gains tax; Inheritance tax*. Bloomsbury Publishing.

Vafeas, N., & Waagelein, J. F. (2007). The association between audit committees, compensation incentives, and corporate audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28(3), 241-255.

Wasserman, N. (2006). Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures. *Academy of Management Journal*, 49(5), 960-976.

Yermack, D. (2006). Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of financial economics*, 80(1), 211-242.



**Araştırma ve Yayın Etiği:** *Bu çalışmada araştırma ve yayın etiği kurallarına uyulduğu yazarlar tarafından taahhüt edilmektedir.*

**Research and Publication Ethics:** *In this study, the rules of research and publication ethics were fully followed by author/s.*

# EMI journal

Special  
Issue EMI