

YÖNETİCİLER HİSSEDARLARIN ÇIKARLARI ALEYHİNE OLACAK KADAR YÜKSEK SEVİYEDE BÜYÜME GERÇEKLEŞTİRİRLER Mİ?

Yrd.Doç.Dr.Mehmet ERKAN*

Arş.Gör.Veysel KULA**

Arş.Gör. Dr.Ekrem TATOĞLU***

1.GİRİŞ

Günümüzde nerede ise bütün firmalar tek bir üründen öte çeşitli ürünler yelpazesi üretmektedirler. Bu konuya ilişkin gündemdeki tartışma büyüme olmalı mı olmamalı mı noktasından uzaklaşıp hangi büyüklükte bir büyümenin hedeflenmesi gerektiği noktasında yoğunlaşmaktadır.

Hissedarların refah düzeyini en üst noktaya çıkarmak firmaların hedefleri olarak bilinegelmiştir. Nakit akımlarını stabilize hale getirerek ve böylece de hissedarların maruz kaldığı riski azaltarak büyüme stratejileri bu hedefi temin edebilirler. Fakat bazı durumlarda büyüme hedefleri, hissedarların eline geçecek getiriye en üst düzeye çıkarmak hedefinden uzaklaşıp yöneticilerin bizzat kendilerine çıkar temin eden hedefler haline gelebilirler. Böylece hissedarlar tarafından değil de onların görevlendirdikleri yöneticiler tarafından kontrol edilen firmalarda, bir strateji olarak büyüme seçeneği hissedarların değil fakat yöneticilerin çıkarlarına hizmet eden araç olabilir. İşte bu yüzden büyüme stratejisinin analizinde yöneticilerin motivleri esaslı bir şekilde irdelenmelidir.

Bu çalışma esas olarak agency teorisi açısından yöneticilerin büyüme stratejilerine değin motivlerini inceleyecektir. Çalışmanın girişi takip eden ikinci bölümünde varolan literatür bazında agency sorunu ele alınacaktır. Üçüncü bölümde büyüme türlerinin başlıcaları tartışılacaktır. Daha sonra da, yöneticilerin hissedarların çıkarlarına zarar verecek şekilde yüksek seviyede büyüme stratejileri benimseyip

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.Fakültesi, İşletme Bölümü.

** Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.Fakültesi, İşletme Bölümü

*** Adnan Menders Üniversitesi, Nazilli İ.İ.B.Fakültesi, İşletme Bölümü

benimsemedikleri sorusuna cevap verebilmek için yöneticileri büyümeye değin karar almaya iten motivler detaylıca irdelenecektir.

2-AGENCY SORUNU

Fama tarafından da belirtildiği gibi, modern işletmelerin oluşumu, hissedarlığın ve yönetsel kontrolün etkin şekilde birbirinden ayrılması temelinde yatmaktadır ¹. Firmanın sahibi olan hissedarlar firmayı yönetmeleri için yöneticilerle (müdürler, agents) anlaşmaya varırlar. Bu yöneticiler, firmayı yönetme hizmetlerinin bedeli olarak kendilerine ekonomik edinim sağlarlar. Bağlayıcı sözleşmeler ve denetim sayesinde, hissedarlar yöneticilerin aktivitelerini kendilerinin (hissedarların) çıkarları ile uyumlu olacak şekilde kanalize ederler. Ancak yöneticilerin elde ettikleri ekonomik edinimlerin yöneticileri artık hissedarların çıkarlarını gözetecek şekilde davranmaya sevkedecek derecede olmadığı ya da hissedarlar tarafından yöneticiler üzerine uygulanan denetim mekanizması etkinliğini yitirdiği durumlarda agency sorunu gündeme gelmiş olur.

Blackburn, Lang ve Johnson' a göre², hissedarlar tarafından etkin bir denetim uygulanmadığı durumlarda yöneticiler kendi ekonomik edinim tutarlarını kendi kendilerine saptarlar ve serbestçe bu edinimlerini en üst tutara çıkarmayı hedef güderler. Yöneticilerin ekonomik edinimlerinin firmaca elde edilen karlılık düzeyine bağlı olduğu durumlarda, yöneticilerin çıkarları ile hissedarların çıkarları birbirleri ile tutarsız ve hatta çelişkili olabilir. Kendi çıkarlarını gözetken yöneticiler, hissedarların çıkarları lehinde olabilecek stratejilerden farklı stratejiler seçip uygulamaya koyabilirler.

Agency teorisi yöneticilerin hareket serbestiyetini kısıtlayan dışsal sınırlamaların var olduğunu kabul eder. Firmanın değerini arttırmaya yönelik olmayan aksiyonlar hisse senedi fiyatlarında

¹ Hoskisson, R. E. and Turk, T. A. (1990) "Corporate Restructuring; Governance and Control Limits of the Internal Capital Market" Academy of Management Review, vol. 15, no. 3, pp. 459-477.

² Blackburn, V. L.; Lang, J. R. and Johnson, K. H. (1990) "Mergers and Shareholder Returns: The Roles of Acquiring Firm's Ownership and Diversification Strategy" Journal of Management, vol. 16, no. 4, pp. 769-782.

düşüşe ve böylece de füzyon olasılığının ortaya çıkışına neden olurlar. Bununla birlikte firma değerini en yüksek seviyeye çıkarma şeklindeki amaçtan aşırıya kaçmayan ılımlı türdeki sapmaların kontrolü firma içi yapılanma ile temin edilebilir. Firmalarda yöneticilerin eylemlerine denetim getiren başlıca firma içi mekanizmalar olarak Hoskisson ve Turk³ şunları saymıştır: hissedarların yönetimle bizzat ilgilenmesi, etkin denetim yapan yönetim kurulu, yöneticiler ile yapılan sözleşmeler ve ancak pozitif net bugünkü değere sahip projelerin uygulanması ile ele geçen nakit akımları konusunda vurgu yapılması.

Bu veriler ışığında sonuç olarak belirtilebilir ki yöneticilerin her zaman hissedarların çıkarlarını gözeterek hareket ettiklerini varsaymak gerçekdışıdır. Aynı zamanda yöneticilerin hissedarların değil de kendi çıkarlarına hareket etmelerini mutlak şekilde sınırlandırmak da mümkün değildir. Bu bağlamda, çalışmanın üçüncü bölümünde büyüme stratejilerinin başlıcaları tanımlanacak ve takiben de dördüncü bölümde agency sorununun büyümeye ilişkin kararlar ile olan olası ilişkisi irdelenecektir.

3-BÜYÜME ÇEŞİTLERİ

Bir üründen ziyade çeşitli ürünler yelpazesi üretmek olarak tanımlanabilen büyümenin üç farklı türü vardır. Dikey ve yatay birleşme şeklindeki iki türde, firma sadece endüstrideki ölçeğini genişleterek yine aynı endüstride faaliyetine devam etmektedir.⁴ Dikey birleşme ileriye ya da geriye yönelik olabilir. İleriye doğru dikey birleşmede firma üretim zincirinin değer yaratma aşamalarının üst basamakları ile de artık kendisi ilgilenerak nihai tüketiciye bizzat kendisi ulaşır. Geriye doğru dikey birleşmede ise firma hammadde temini ve işleme ile ilgili aktiviteleri de kendi faaliyet alanına katar. Yatay birleşmede ise firma, mevcut ürünlerini tamamlayıcı nitelikte olan (çay ve şeker gibi) ya da onlar yerine geçebilen ikame mal özelliğini gösteren (çay ve kahve gibi) ürünleri de üretmeye başlar.

³ Hoskisson, R. E. and Turk, T. A. s.459-477

⁴ Davies, H. (1991) "*Managerial Economics for Business, Management and Accounting*", Pitman Publishing, London.

Öte yandan üçüncü büyüme türü olan çapraz büyümede ise firma daha önce hiçbir deneyimi olmadığı iş sahalarında faaliyet göstermeye başlar. Bu tür çapraz büyümenin temel motivleri olarak Clarke⁵ sinerji teminini, sadece fiziksel varlıkların değil aynı zamanda yönetsel deneyimin ve teknik bilginin daha iyi kullanımını ve kar ve nakit akımlarındaki dalgalanmaların böylece de riskin azaltılmasını saymaktadır.

Firma büyümeye karar verdikten sonra, bu stratejisini nasıl uygulayacağını belirlemelidir. Akgüç⁶ tarafından da belirtildiği gibi firmaların büyümesi iki şekilde olabilir: iç büyüme ve dış büyüme. Devralma ve birleşme dış büyümenin iki ana yöntemidir. Bu çalışma yöneticilerin hissedarların çıkarları aleyhine olacak derecede yüksek büyüme stratejilerini benimsemeye sevk eden motivleri genel olarak incelemeye yönelik olduğu için, çalışma boyunca büyüme stratejilerinin uygulanmasındaki farklılıklar gözetilmeksizin genel olarak tüm büyüme stratejileri göz önünde tutulmaktadır.

4-HİSSEDARLARIN ÇIKARLARI ALEYHİNE OLACAK ŞEKİLDE YÜKSEK SEVİYEDEKİ BÜYÜMELER

Hissedarlığın ve yönetim fonksiyonunun birbirinden ayrılması ve bunun neticesi ortaya çıkan yüksek seviyedeki yönetsel özerklik sonucu yöneticiler yönetim politikası saptama ve uygulamasında göreceli olarak özgür duruma gelmişlerdir ki yöneticilerin kendi ekonomik edinimlerini arttırmaya yönelik aktiviteler de bu tür politikalar arasındadır.⁷ Genelde büyük firmalarda yöneticiler diğer firmalara göre daha yüksek ücret ve getiri elde ettiklerinden, büyüme stratejilerini takip etmek yöneticilere cazip gelebilmektedir. Bu tür yönetimce benimsenen devralma şeklindeki büyümelerde devralmak isteyen firma yöneticileri hissedarların aleyhine olsa da yöneticilerin refah seviyesini arttırmak amacıyla devralınacak hedef firmaya gereğinden fazla değer ödeyebilirler.

⁵ Clarke, R. (1985) "*Industrial Economics*", Blackwell.

⁶ Akgüç, Öztin (1989) "*Finansal Yönetim*", Muhasebe Enstitüsü Yayın No:56, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.

⁷ Pike, R. and Neale, B. (1993) "*Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies*", Prentice Hall, U.K.

Shleifer ve Vishny⁸ hissedarların nazarında değerlerini arttırmak amacıyla yöneticilerin nasıl yatırım yaptıklarını açıklayan bir yönetsel siperlenme (managerial entrenchment) modeli geliştirmişlerdir. Yöneticiler bu tür yatırımları çalışma sözleşmelerinin feshedilip yerlerine başka yöneticilerin atanması olasılığını azaltmak, daha yüksek maaş ve getiriler temin etmek ve şirket stratejisinin saptanmasında daha fazla inisiyatif temin etmek için yaparlar. İşte büyüme stratejilerinin arkasındaki motivin bir cephesi de yönetsel siperlenme modeli ile bu şekilde açıklanmaktadır. Firmada istihdam edilme sürekliliğini daha da kuvvetlendirip firma içindeki yerini sağlamlaştırmak için yöneticiler kendi yönetimlerinde elde edilecek kar ile olası başka bir yönetim tarafından elde edilebilecek kar arasındaki farkı açmak amacıyla güden büyüme stratejisi takip edebilmektedirler. Hatta bununla ötesinde, bu amaçlı büyümeler hissedarların refah seviyesinin azalmasına ve böylece yöneticilerin önceden siperlendikleri varlıkları satınalabilmelerine de imkan verebilmektedir. Böylesine bir siperlenme amacı takibi yöneticileri mevcut olandan öte diğer iş sahalarında da aşırı bir şekilde faaliyet göstermeye dürtülecektir. Eğer yönetici firmanın temel iş sahalarından birinde başarılı olarak telakki edilirse, yönetici o zaman kendisinde yapılacak ilave büyüme yatırımının positif net bugünkü değer temin edip etmediğine bakmaksızın aynı iş sahasına çok daha fazla kaynak tahsis etme teşviki bulabilecektir. Ayrıca yöneticiler kendileri yerine gelebilecek potansiyel yöneticilere nazaran daha fazla göreceli yönetsel yeterliliğe sahip oldukları alanlarda da büyüme yatırımı yapabilmektedirler. Yöneticiye büyüme stratejisini benimseten dürtü, yöneticinin mevcut yeteneklerinin öneminin yitirilmesine sebebiyet verecek şekilde endüstride olan bir değişimden de kaynaklanabilir. Örneğin, çalıştığı firma üretim-ağırlıklı yaklaşımı terk edip, pazarlama-ağırlıklı yaklaşımı benimsediğinde mühendis kökenli ve deneyimli bir müdür bu ortamda marjinalleşeceği için üretim aktivitelerine daha fazla değer veren başka bir firmanın devralınması suretiyle büyümeyi arzulayacaktır.

⁸ Shleifer, A. and Vishny, W. (1989) "Management Entrenchment: The case of Manager-Specific Investments" Journal of Financial Economics, vol. 25, pp. 123-139.

Kendilerinin çalışma sözleşmelerinin fesh edilip yerlerine başka yöneticilerin atanmaları olasılığını azaltmak için büyüme stratejilerini uygulayan yöneticiler hedef firmayı olması gerekenden daha yüksek bir değer ödeyerek devralabilirler. Her ne kadar yöneticilerin bu tür motivli devralmalarda fazla tutar ödemeleri sürekli genel geçer bir vakıa olmasa da, bu durum firmanın mevcut endüstrideki diğer benzer firmalara nazaran daha düşük performans gösterdiği ya da mevcut iş kolunda büyüme fırsatlarını yitirdiği zaman özellikle ortaya çıkabilmektedir. Devralmalarda hedef firmaya gereğinden fazla tutarda ödeme yapılmasını açıklayan bir başka görüş de, teklif veren firmanın yöneticilerinin kendilerine aşırı güvenmeleri ve bu yüzden de hedef firmayı yönetebilmek açısından gerekli kabiliyetlerini gereğinden fazla abartmalarıdır⁹.

Morck, Shleifer ve Visny¹⁰ bir firmanın başka bir firmayı devralacağı ya da diğer farklı bir yatırıma gireceği zaman, firmanın yöneticilerinin hem bu yatırımdan kaynaklanan kişisel çıkarlarını ve hem de yatırım neticesi firmanın değerinde ne gibi bir değişim olacağını dikkate aldıklarını belirtmektedirler. Bu tür yatırımlar firmanın uzun vadeli gelişimine olumlu etkide buldukları gibi, yöneticilerin iş çalışma güvenliliğini de artırırlar. Eğer büyüme stratejisi yöneticiye büyük miktarlarda kişisel çıkar sağlıyorsa, yönetici yatırım neticesi firmanın pazar değerinde düşüş olsa dahi bu büyüme stratejisini uygulamaya koyabilecektir.

Teklif veren firmaların hissedarları için refah kaybına neden olacak devralma şeklindeki büyümelerin teklif veren firmaların yöneticilerine kişisel çıkar sağlayıp sağlamadığını ortaya çıkarmak için Morck, Shleifer ve Vishny¹¹ devralma stratejilerinin yönetsel amaçlar açısından kolayca anlaşılabilirlik şu iki yönü üzerine yoğunlaşmışlardır: mevcut iş kolunun devranılacak firmanın iş konu ile ilgisiz olması durumu ve devralmanın firmaya gelişim fırsatı sağlaması. 1975-1987 döneminde Amerika'da gerçekleştirilen 326 devralma örneğini inceleyerek bu akademisyenler, hissedarların refah

⁹ Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny, W. (1990) "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", Journal of Finance, vol. XLV, no. 1, pp. 31-48.

¹⁰ Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny, W. s. 31-48.

¹¹ Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny, W. s. 31-48

seviyesini azaltsa dahi yöneticilerin mevcut işkolu ile ilgisi olmayan büyüme stratejilerini gerçekleştirebildiklerini teyit etmişlerdir. Devralmanın firmaya gelişme fırsatları sunması ile ilgili konuya gelince, yöneticilerin firmanın hayatını devam ettirme fırsatları sunmanın yanısıra aynı zamanda bu kararları veren yöneticilerin kendilerine cazip fırsatlar yaratan büyüme stratejilerini benimsediği ortaya konmuştur. Bu tür büyüme ile yöneticiler cazip terfi imkanları elde ederler ve yüksek pozisyonlara tayin için rekabet sebebinin ortadan kaldırmış olurlar. Mevcut yönetsel kontrolün devam etmesini mecburi kılan böyle bir büyüme firmanın uzun vadeli yaşamını temin eden bir strateji olabilir, ancak uzun vadeli istihdam imkanı verdiğinden bu hedef hissedarlardan ziyade yöneticiler için daha çok önem arzedebilir.

Devralma şeklindeki büyüme ile ilgili kararlarda hissedarların mı ya da yöneticilerin mi etkin olduğunu ortaya koymak için Blackburn, Lang ve Johnson Federal Ticaret Komisyonu'nun (Federal Trade Commission) büyük boyuttaki devralmalar ile ilgili veri tabanından seçtikleri 1957-1979 döneminde gerçekleşen 182 devralma örneğini incelemişlerdir. Araştırmacılar bu çalışmalarında hissedarlarca yönlendirilen firmalara nazaran, yöneticilerce yönlendirilen firmaların daha yüksek oranda ilgisiz işkollarında devralma yolu ile büyüme stratejisi seçtikleri şeklindeki hipotezlerini test etmişlerdir. Çalışma sonuçları hipoteze destek vermemiştir. Bu da hissedarların denetiminin olmadığı durumlarda dahi firmaların rekabetsel durum ve ihtiyaç duyulan finansal kaynaklar açısından durumlarının yöneticilerin karar ve uygulama insiyatifini etkilediğini ve yöneticileri hissedarların çıkarlarına uyusur şeklinde davranmaya zorladıklarını ortaya koymaktadır. Böylece de ancak sadece yoğun rekabetin olmadığı ve yatırım için fazla finansal kaynağa ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda yöneticilerin sadece kendilerine menfaat sağlayan mevcut işkolu ile ilgisiz olan firmaları devralmaya yeltenebilecekleri ileri sürülmüştür.

Hoskisson ve Turk¹² büyümenin hissedarların değil fakat sadece yöneticilerin faydalanabileceği iki fayda sağladığını ileri

¹² Hoskisson, R. E. and Turk, T. A. s.459-477.

sürmektedir. Birincisi, firma hacmi ile yöneticilerin ekonomik edinimleri arasında olduğu kadar firma hacmi ile büyüme stratejisinin uygulanması arasında yüksek korelasyon olduğu için büyüme yöneticilerin yüksek ekonomik edinim temin etmelerine imkan verir. İkinci olarak da büyüme yöneticilerin iş sözleşmelerinin fesh edilmesi riskini azaltır. Bu yüzden büyüme firma hacmini arttırdığı müddetçe, ve bu şekilde yöneticilerin daha fazla ekonomik edinimlere kavuşmasını sağladığı ve işten çıkarılma riskini azalttığı müddetçe, yöneticiler hissedarlara nazaran daha fazla büyüme stratejisi uygulama taraftarı olacaklardır.

Hoskisson ve Turk'e¹³ göre hissedarlar toplam iş başarısızlığı riskini azaltmaya yetecek kadar olmanın yanısıra ölçek ekonomisi sayesinde firmanın değerini de arttırmaya yetecek kadar büyüme isterler. Hissedarların bu amaçlarına hizmet eden büyüme de firmanın güçlü olduğu işkolu ile bu işkolu ile ilgili alanlarda yatırım yapılması ile gerçekleştirilebilir.

Öte yandan yöneticiler firmanın kötü performans göstermeye başladığı noktaya kadar büyüme stratejisi uygulamayı tercih edebilirler. Hissedarların büyümeden elde edecekleri fayda ancak sadece firma değerinin artması ile ortaya çıkacağından ve yöneticiler de firma hacminin artışı ve işten atılma risklerinin düşmesinden fayda sağlayacağı için hissedarlara nazaran yöneticiler daha yüksek seviyede büyümeyi tercih edebilirler.

5-SONUÇ

Hernekadar yöneticilerin firmanın değeri ve dolayısıyla hissedarların refah seviyesi ile ilgili sonuçları gözetmeksizin büyüme stratejisi takip ettiklerini söylemek doğru olmasa da, yöneticilerin firma değerini arttıran seviye ötesinde büyüme taraftarı olabilecekleri ortaya konmuştur. Yöneticilerin amaçlarının hissedarların amaçlarına galip gelmesi etkin olmayan iç denetimin ve yüksek seviyedeki yönetsel inisiyatifin sonucudur. Hoskisson ve Turk tarafından da ortaya konduğu gibi, büyümenin hissedarlara optimal fayda sağlayabilmesini temin etmek için firma içi denetimsel yapı yönetim

¹³ Hoskisson, R. E. and Turk, T. A. s. 459-477.

kademelerinin insiyatifini kontrol altına alacak şekilde yeniden yapılandırılmalıdır. Hissedarların büyüme stratejisinin belirlenmesinde daha yoğun mesai harcamaları, yönetim kademesinin ücretini tahsiste stratejik kontrole daha fazla önem verilmesi, yönetim kurulunda firmanın faaliyet gösterdiği işkolu konusunda bilgili ve tecrübeli üyelerin olması, büyüme kararlarında hissedarların refah seviyesini arttıracak olan yeniden yapılanmış denetim mekanizmasının bir yansımasıdır.

Özet: Bu çalışma spesifik olarak, yöneticileri büyüme stratejilerini uygulamaya yönelten motivleri agency teorisi perspektifinden açıklamaya çalışmaktadır. Mevcut literatür baz alınarak agency sorunu tartışıldıktan sonra yöneticileri büyümeye sevkeden motivler detaylıca irdelenmiştir. Yöneticilerin hissedarların çıkarları aleyhine olacak şekilde yüksek seviyede büyüme gerçekleştirebileceklerine dair soruya değin açıklamalar sunulmuştur.

Abstract: This paper deals specifically with the motives of managers towards diversification within the context of agency theory. The agency problem based on the extant literature is discussed and the motives that lead managers to diversification are expounded. Explanations are provided to the question of whether the managers seek higher level of diversification than is in the interest of shareholders.

KAYNAKLAR

AKGÜÇ, Öztin. "Finansal Yönetim", *Muhasebe Enstitüsü Yayın No:56*, İstanbul Üniversitesi, İstanbul. 1989.

BLACKBURN, V. L.; Lang, J. R. and Johnson, K. H. "Mergers and Shareholder Returns: The Roles of Acquiring Firm's Ownership and Diversification Strategy" *Journal of Management*, vol. 1990.

CLARKE, R. "*Industrial Economics*", Blackwell, 1985.

DAVIES, H. "*Managerial Economics for Business, Management and Accounting*", Pitman Publishing, London, 1991.

HOSKISSO, R. E. and Turk, T. A. "Corporate Restructuring; Governance and Control Limits of the Internal Capital Market" *Academy of Management Review*, vol. 15, no. 3., 1990

MORCK, Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny, W. "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. XLV, no. 1., 1990

PIKE, R. and Neale, B. "*Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies*", Prentice Hall, U.K. 1993.

SHLEIFER, A. and Vishny, W. "Management Entrenchment: The case of Manager-Specific Investments" *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989.