

ŞİRKETLERİN YÖNETİMİNDE TEMSİL SORUNU VE KURUMSAL YÖNETİM

Dr. Mustafa DOĞAN*

ÖZET

Kurumsal yönetim, hissedarlar ile yöneticilerin farklı kişiler olmasının sonucu olarak ortaya çıkan temsil sorununun giderilmesini amaçlamaktadır. Hissedarlar, şirketin kullanımına sundukları kaynakların yok olmasını ve şirketin elde ettiği kârdan payını alarak refahını arttırmayı amaçlamaktadır. Şirket yöneticisi, şirketin başarısı için harcadığı çabaların karşılığını tam olarak almak istemekte, başarılarının ödüllendirilmesini beklemektedir. İki taraf da haklarını korumayı ve refahlarını arttırmayı amaçlamakta, çıkarların çatışması temsil sorununa neden olmaktadır. Ayrıca hissedarlar ile yöneticilerin farklı risk algılamaları, şirket faaliyetlerinin yönlendirilmesinde farklı görüşlerin çatışması, kurumsal yönetim düzenlemelerine olan gereksinimi göstermektedir.

ABSTRACT

Corporate governance attempts to minimize the conflict of interests between managers and shareholders, which arising from the separation of ownership and control over the partition of wealth generated by company. Shareholders expect to protect their investments against expropriations and assure themselves of getting a return on their investments and maximize their wealth. Managers expect to remunerate their efforts for company's success. Both parties, shareholders and managers, aim protect their rights and increase their wealth, conflicting of interests cause agency problem. Besides, different risk preferences of shareholders and managers can cause collisions governing companies and preparing business plans. These reasons show need for corporate governance.

* Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü

GİRİŞ

Küçük ölçekteki iş yerlerinin kapanarak yerlerini büyük miktarlarda üretim yapabilen fabrikalara bırakması ile başlayan sanayileşme süreci, günümüzde belirgin bir nitelik değişirse de devam etmektedir. Bir kişinin veya ailenin yalnız başına gerçekleştiremeyeceği yatırımları, sermaye birikimlerini bir araya getirerek gerçekleştiren şirketler, başlangıçta ayrı bir tüzel kişiliği olmayan şahıs şirketleri olarak ortaya çıkmışlardır. Şahıs şirketlerinde kurucular hem sermayedar, hem yönetici, hem de şirketin temsilcileridirler. Zamanla şahıs şirketlerinin de yetersiz kalması sonucu sermaye şirketleri doğmuştur. Sermaye şirketlerinin önemli bir özelliği, sermaye sahipleri ile yöneticilerin ayrı kişiler olabilmesine olanak sağlamasıdır. Hissedarlar, yaptıkları bir sözleşme ile, şirketi yönetme görevini profesyonel bir yöneticiye vermişlerdir.

Kurumsal yönetim (corporate governance), en geniş anlamda bir amaca ulaşmak için oluşturulan bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Dar anlamda kurumsal yönetim, bir şirketin, hak sahiplerine ve kamusal menfaatlere zarar vermeyecek şekilde finansal kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç elde ederek refah artışı sağlamasını mümkün kılan zorunlu ve gönüllü uygulamaların bileşimi olarak tanımlanabilir. Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasında hissedarlar ile yöneticilerin, bir başka biçimde söyleyecek olursak, sermaye ile yönetim ve kontrolün ayrılmasından doğan “temsil sorunu” önemli bir yer tutmaktadır. Bunun nedeni, farklı beklentileri olan ve farklı güdülenmelere sahip olan hissedarlar ile yöneticilerin çıkarlarının kaçınılmaz olarak çatışmasıdır. Kurumsal yöneti-

min işlevi de bu noktada önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim, temsil sorunundan kaynaklanan çıkar çatışmalarının azaltılmasını amaçlamakta ve bilgi asimetrisi nedeniyle yöneticilerin sahip oldukları bilgileri kullanarak hissedarlar aleyhine olabilecek eylemlerini denetim altına almaya çalışmaktadır.

Kurumsal yönetimin son yıllarda bu kadar önem kazanmasının gerekçelerinden bazıları şirketlerin yönetiminde gözlemlenen yüksek profilli başarısızlık ve suiistimaller ile gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizlerdir¹. Kurumsal yönetimin son yıllarda kamuoyunun dikkatini çekmesinin bir diğer nedeni de, genel olarak toplumun tasarruflarını kullanarak yatırımlara dönüştüren şirketlerin ve dolaylı olarak toplumun sağlıklı işleyişinde taşıdığı önemdir.

1. Temsil Sorunu

Sermaye şirketlerinin tipik örneği anonim şirketlerdir. Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 269. maddesinde anonim şirket, “bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mamelekiyle mesul bulunan şirkettir” şeklinde tanımlanmaktadır. Sermayenin hisse senedi ile ifade edilen belli paylara bölünmüş olması, şirketin borçları için sorumluluğunun sadece malvarlığı ile sınırlı olması, ortakların da şirket alacaklılarına karşı sorumluluğunun koyduğu sermaye ile sınırlı olması, gerçek kişilerin yanında tüzel kişilerin de ortak olabilmesi, ortak olmanın ve ortaklıktan ayrılmanın kolay olması, sermayedar ve yönetici ayrımına olanak vermesi anonim şirketlerin gelişmesini sağlayan faktörlerdir. Bu özelliklerinden dolayı anonim şirketler, ekonomideki küçük tasarrufların büyük sermayelere dönüşmesinde önemli bir işlevi yerine getirir.

¹ Joanna R. Shelton, “The Importance of Governance in the Modern Economy”, New Corporate Governance for the Global Company International Conference, Brüksel, 1998, sayfa 2.

Anonim şirketlerde ortakların yönetim, temsil ve denetim hakları yoktur. Bu işlevler, şirketin organları tarafından yerine getirilir. Anonim şirketlerin TTK tarafından öngörülen organları, genel kurul, yönetim kurulu ve denetçilerdir. Genel kurul, şirketin yasal sahipleri olan hisse senedi sahiplerinden oluşur. Yönetim kurulu, şirketin yönetim ve temsil işlevlerini yürütür. Yönetim kurulu üyeleri, genel kurul tarafından seçilebilirler veya şirket ana sözleşmesi hükümlerine göre atanabilirler. Denetçiler de yönetim kurulu üyeleri gibi, genel kurul kararıyla veya atama ile saptanır. Denetçilerin görevi, şirketin finansal tablolarının incelenmesi ve şirket faaliyetlerinin şirket ana sözleşmesi ve genel kurul kararlarına uygunluğunun denetlenmesidir.

Şirketlerde sermaye ile yönetim birbirinden ayrıldığında, şirketin sahibi olan hissedarlar ile şirketi yönetmek üzere görevlendirdikleri yöneticiler arasında bir temsil ilişkisi doğar. Yöneticiler, şirketin yasal olarak sahibi olan hissedarların temsilcileri sıfatı ile şirketi yönetirler. Temsil ilişkisi, bir veya daha fazla kişiler (müvekkil) ile, müvekkillerin kendileri adlarına belli bir hizmeti yerine getirmesi konusunda görevlendirdikleri ve karar alma yetkisini devrettikleri kişi (vekil) arasındaki bir sözleşmeye dayalı ilişkidir². Hissedarlar adına karar alan yöneticilerin, kararlarında hissedarların çıkarlarını gözetmemesi “temsil sorunu”na yol açar. Hissedarların kendilerini temsil etme yetkisini yöneticilere devretmiş olmasına vurgu yaparak, temsil sorunu bazı kaynaklarda 'agenta sorunu' olarak ifade edilir³.

Klasik temsil sorununun üç tarafı vardır: Hissedarlar, yöneticiler ve alacaklılar. Temsil sorunu ele alan kaynaklarda, konu genellikle hisse-

darlar ile yöneticiler ve hissedarlar ile alacaklılar arasındaki çıkar çatışmaları biçiminde ele alınmaktadır.

1.1. Hissedarlar ile Yöneticiler Arasındaki Temsil Sorunu

Kurumsal yönetim bağlamında temsil sorununda temel çatışma, hissedarlar ile yöneticiler arasındadır.

Şirket ortaklarının aynı zamanda yönetici olması durumunda şirket değerinin artması yöneticilerin gelirlerini de arttıracaktır. Ancak, sermaye şirketlerinde olduğu gibi, hisse senetlerinin çoğuna dışarıdaki yatırımcıların sahip olması durumunda yöneticinin güdülenmesi değişecek, şirket kaynaklarından kendisine daha fazla pay ayırmak (daha fazla maaş ve ikramiye almak, sosyal olanaklardan daha fazla yararlanmak gibi) güdüsüyle şirket ortaklarının refahını arttırma çabası azalacaktır. Örneğin getirisi ve riski yüksek bir proje hissedarlar için çekici olsa bile, yöneticiler bu projeye fazla ilgi göstermeyebilecektir.

Hissedarlar ile yöneticilerin bakış açılarının farklı olması, şirketin yaşam süresi algısı ile de ilgilidir. Şirketler belirli bir süre için kurulduklarından, ortaklar şirketin sınırsız bir süre boyunca sağlayacağı nakit akışlarıyla ilgilenirken, yöneticiler sadece kendilerinin şirkette çalıştıkları süre boyunca gerçekleşen nakit akışlarıyla ilgilenirler. Bu sorun, emekliliğine kısa bir süre kalmış olan yöneticilerde daha belirgindir. Bu nedenle yöneticiler daha uzun vadeli ve daha kârlı olabilecek yatırımlar yerine, geri ödeme süresi daha kısa olan yatırımları tercih edecektir.

² Michael C. Jensen, William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, cilt 3, sayı 4, Ekim 1976, sayfa 308.

³ Güven Sayılğan, “Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı”, Turhan Kitabevi, Ankara 2003, sayfa 14.

Hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çatışmanın kaynaklarından biri de farklı risk algılamalarıdır. Yatırımcılar sistematik olmayan risklerden çeşitlendirme yoluyla kaçınılırlar ve şirkete özgü belirli risklerden uzak kalırlar. Yöneticilerin çeşitlendirme olanakları ise çok kısıtlıdır ve gelirlerinin devamlılığı, şirketin geleceğiyle ve işlerini korumalarıyla yakından ilgilidir.

Şirket çalışanlarının görev tanımlarındaki belirsizlik, kişisel yetenek gerektiren görevlerin yoğunluğu, insan kaynaklarının yönetim biçimi, şirketin fiziksel varlıkları ile personel sayısı arasındaki oran ve kullanılan teknoloji de temsil sorununa etki etmektedir⁴.

1.2. Hissedarlar ile Alacaklılar Arasındaki Temsil Sorunu

Temsil sorununun bir diğer biçimi, hissedarlarla alacaklılar arasında muhtemel çatışmalardan doğar. Borç verenlerin işletmeye verdikleri borçların faiz oranı, işletmenin mevcut riskliliğine, beklenen riskliliğine, kullandığı borç miktarına ve gelecekte sermaye yapısında meydana gelmesi beklenen değişikliklere bağlıdır. Borç verenlerin, risklerini azaltmak için borçlanmayı izlemesi de gerekmektedir. Ancak, borçlanma araçları borç verene şirketin yönetimine katılma hakkı tanımaz. Bu durumda borçlanma ile ilgili koşulların dikkatlice belirlenmesi ve bir sözleşmeye bağlanması gerekir. Belirlenecek koşulların hem borç verenin haklarını koruması, hem de borç alanın hareket serbestisini fazla kısıtlaması gerekir.

1.3. Temsil Maliyetleri

Temsil sorunundan kaynaklanacak olumsuzluk-

ları azaltmak veya ortadan kaldırmak için alınması gereken önlemler ve bu önlemlerin uygulanması için katlanılan maliyetlere temsil maliyetleri denilmektedir. Bu maliyetlere örnek olarak iç denetim maliyetleri ve dış denetim maliyetleri gösterilebilir⁵.

Temsil maliyetleri, hissedarlar ile yöneticilerin çıkarları arasındaki uyumsuzluk ile paralel olarak artmakta ve hissedarların refahını azaltmaktadır⁶. Yöneticilerin farksızlık eğrileri, yöneticilerin kendi önceliklerini hayata geçirmekteki rahatlığı, işgücü pazarında yöneticiler arasındaki rekabet düzeyi gibi faktörler, temsil maliyetlerini etkiler.

Temsil maliyetlerini, dolaysız ve dolaylı temsil maliyetleri olmak üzere ikiye ayırarak incelemek mümkündür. Dolaysız temsil maliyetlerine örnek olarak, yöneticilerin performanslarının izlenmesi ve faaliyetlerinin denetlenmesi için katlanılan maliyetler gösterilebilir. Dolaylı temsil maliyetleri, temsil sorunu nedeniyle bir fırsatın kaçırılması ile ilgilidir. Örneğin, farklı risk algılamaları dolayısıyla hissedarların kabul edebileceği bir yatırım olanaklarını yöneticilerin risk almaktan kaçınarak reddetmesi sonucu kaçırılan fırsatlar dolaylı temsil maliyeti olarak kabul edilir.

Temsil maliyetleri kapsamında değerlendirilebilecek bir diğer konu da önlenemeyen kayıplardır. Önlenemeyen kayıplar, çıkar çatışmaları sonucunda tarafların önceliklerinin doğru sıraya konulamamasının veya yatırım optimal olmasına rağmen gerektiği gibi yönetilememesinin şirketin yüklediği ek maliyetlerdir.

⁴ Oliver E. Williamson, Michael L. Wachter, Jeffrey E. Harris, "Understanding the Employment Relation: The Analysis of Idiosyncratic Exchange", The Bell Journal of Economics, cilt 6, sayı 1, 1975, sayfa 276.

⁵ Sayılğan, a.g.e., sayfa 14-15.

⁶ James S. Ang, Rebel A. Cole, James Wuh Lin, "Agency Costs and Ownership Structure", The Journal of Finance, cilt 55, sayı 1, Şubat 2000, sayfa 83.

2. Disiplin Mekanizmaları

Çıkar çatışmalarının ve temsil maliyetlerinin azaltılması için içsel ve dışsal disiplin mekanizmaları kullanılır. Disiplin mekanizmaları, şirketi ve yönetim çevresini oluşturan farklı çıkarlara sahip faktörler arasında bir denge kurulabilmesini sağlamaya yarayan mekanizmalardır.

2.1. Dışsal Disiplin Mekanizmaları

Dışsal disiplin mekanizmaları, kaynağı şirket dışında olan, ancak şirketin iç yapısını etkileme gücü bulunan denetim mekanizmalarıdır. Dışsal disiplin mekanizmaları, elegeçirme tehdidi, ürün ve faktör piyasasındaki rekabet, yöneticiler işgücü piyasası, yatırım analistleri, yasal çevre ve yöneticilerin tanınırlığı olarak sayılabilir. Dışsal disiplin mekanizmalarının Anglo-Amerikan kurumsal yönetim sisteminde etkisi daha fazladır.

2.1.1. Elegeçirme Tehdidi

Çok sayıda hissedarı bulunan bir şirkette küçük hissedarların denetim maliyetlerini üstlenerek yönetimi denetleme olanakları çok kısıtlıdır. Buna karşılık, elegeçirme tehdidinin bu soruna kısmen çözüm olarak kullanılabileceği öne sürülmektedir. Bu görüşe göre yönetim yetersiz ise veya hissedarların çıkarlarını gözetmiyorsa, dışarıdan şirketi ucuz almak için girişimde bulunanlar ortaya çıkarak ucuz bir fiyatla şirketi satın alabilir, daha iyi bir yönetim kadrosunu oluşturduktan sonra kârlı biçimde şirketi satabilir. Ancak, küçük hissedarlarda şirketi ele geçirmek is-

teylen girişimcinin şirketin değerini arttıracacağı inancı oluşursa, küçük hissedarlar ellerindeki hisseleri ucuz fiyattan satmayacaklardır. Bu durumda şirket girişimci için beklediği kadar ucuz olmayacak ve elegeçirme düşüncesi kârlılığını yitirecektir⁷.

Kıta Avrupasında elegeçirmeler, Anglo-Amerikan şirketlerine göre az gerçekleşmektedir. Bu durum Avrupa'daki sermaye piyasalarının yapısından ve şirketlerin ortaklık yapılarından kaynaklanmaktadır⁸.

2.1.2. Ürün Pazarında Rekabet

Ürün ve faktör piyasasındaki rekabet, şirketlerin hayatını devam ettirebilmesi için yöneticileri daha verimli bir örgütlenmeye yöneltir. Rekabet her ne kadar verimlilik açısından önemli bir faktör ise de, yeni girişilen bir faaliyette ve büyük miktarda rant sağlayan faaliyetlerde piyasaya güçleri genellikle zayıf kaldığından, kurumsal yönetim sorununun çözümünde rekabet tek başına yeterli olmayacaktır⁹.

2.1.3. Yönetici İşgücü Piyasası

Yönetici işgücü piyasasında yöneticilerin ücretleri belirlenirken veya alternatif iş fırsatları sunulurken geçmişteki performansları göz önünde bulundurulur. Zarar eden şirketlerden ayrılan yöneticilerin şirketin zarar etmesinde payı olup olmadığı işgücü piyasası tarafından sorgulanmakta, şirketin başarısızlığında payı olduğu düşünülen yöneticiler yeni bir iş bulma şansı yarı yarıya azalmaktadır¹⁰. Finansal sorunlar yaşa-

⁷ Sanford J. Grossman, Oliver D. Hart, "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation", The Bell Journal of Economics, cilt 11, sayı 1, 1980, sayfa 42-43.

⁸ Julian Franks, Colin Mayer, "Ownership and Control in Germany", London Business School, Working Paper, 1994.

⁹ Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", The American Economic Review, cilt 76, sayı 2, Mayıs 1986, sayfa 323.

¹⁰ Albert A. Cannella Jr., Donald R. Fraser, D. Scott Lee, "Firm Failure and Managerial Labor Markets: Evidence from Texas Banking", Journal of Financial Economics, sayı 38, 1995, sayfa 185-210.

yan şirketlerden istifa eden yöneticiler, yeni işlerinde üçte bir oranında daha az desteğe sahip olmaktadır¹¹.

2.1.4. Yatırım Analistleri

Yatırım analistleri, şirket yöneticilerinin denetlenebilmesinde önemli bir role sahiptirler. Yatırım bankaları, aracı kurumlar ve büyük kurumsal yatırımcılar tarafından işe alınan yatırım analistleri, yöneticilerin şirketin sahiplerinden elde ettikleri parasal ve parasal olmayan çıkarların kötüye kullanımını denetleyebilir, böylelikle sermaye ve yönetimin ayrılmasından kaynaklanan temsil sorununu azaltabilirler.

Yapılan analizlerin, yöneticilerin disiplin altına alınmasında sağlayacağı yarar konusunda şüphe olmamakla birlikte, maliyetinin yüksek olması nedeniyle tüm şirketlerin bu olanaktan yararlanmaları olası gözükmemektedir.

2.1.5. Yasal Çevre

Kurumsal yönetimi etkileyen dışsal bir başka etken de yasal çevredir. Şirketlerin faaliyetleri yasalarla, yönetmeliklerle, yetkili kurul ve kurumların yayımladığı tebliğlerle düzenlenebilir. Bu düzenlemeler; şirketlerde verimlilik, maliyetler, denetim mekanizmaları ve kâr dağıtım düzenlemeleri gibi faktörler üzerinde etki yapabilir. Özellikle küçük yatırımcıların korunması amacına dönük yasal düzenlemelere önem verilmektedir. Ayrıca sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesi ile ilgili kamu otoriteleri, kâr dağıtım konusundaki yasal düzenlemeleri önemsemekte ve uygulamaları denetlemektedirler.

Kurumsal yönetim konusunda bir dönüm nokta-

sı sayılabilecek olan Sarbanes-Oxley yasası, şirket yönetimi konusunda diğer ülkelere örnek olacak pek çok yenilik getirmiştir. OECD ve Dünya Bankası'nın da etkisiyle Türkiye de dahil, günümüzde pek çok ülkede kurumsal yönetim düzenlemeleri yapılmıştır.

2.1.6. Tanınırlık

Yöneticiler, gelecekte alacakları ücretlerin azalması veya daha iyi koşullarda yeni bir görev getirilmek için başarılı olduklarını göstermek isterler. İşgücü piyasasının da, yöneticilerin yeteneklerini ve başarılarını, yapmakta oldukları çalışmalarını göz önünde bulundurarak değerlendirir; yöneticilerin bu bilinçle işgücü piyasasında kendileri ile ilgili olumlu izlenimler bırakmak için çaba harcarlar. Ancak emekliliği yaklaşan yöneticilerin olumlu izlenim bırakma çabalarında azalma gözlenir¹².

2.2. İçsel Disiplin Mekanizmaları

Şirket içindeki güçlerin diğerlerini dengelemesi ve denetlemesini sağlayan mekanizmalar olarak tanımlanabilecek olan içsel disiplin mekanizmaları, temsil sorununun azaltılmasında önemli bir etkiye sahiptir. Özellikle şirketlerde büyük hissedarların ve kurumsal yatırımcıların yoğun olarak yer aldığı Kıta Avrupası sisteminde içsel disiplin mekanizmalarının kurumsal yönetim düzenlemelerinde bir araç olarak kullanıldığı görülmektedir.

2.2.1. Büyük Hissedarlar ve Kurumsal Yatırımcılar

Büyük hissedarlar ve kurumsal yatırımcılar yöneticilerin denetlenmesinin maliyetine katlanmaktan çekinmeyeceklerinden, şirket perfor-

¹¹ Stuart C. Gilson, "Management Turnover and Financial Distress", Journal of Financial Economics, sayı 25, 1989, sayfa 241-262.

¹² Robert Gibbons, Kevin J. Murphy, "Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence", The Journal of Political Economy, cilt 100, sayı 3, Temmuz 1992, sayfa 469.

mansını ve yönetimini denetleme güdüsünden dolayı temsil sorunlarının tarafı olma potansiyeli taşırlar.

Şirket hisselerinin küçük paylar halinde dağınık olması, şirket yöneticilerinin denetlenebilmesi olanağını azaltır. Yöneticilerin işlerini aksatmalarının sonucunda her ortak payı ölçüsünde zarara katlanır. Şirketin kötü yönetilmesinden dolayı büyük yatırımcılar daha büyük zarara uğrayacağından, yöneticilerin denetlenmesi için gerekli maliyetlere katlanmaktan çekinmezler.

2.2.2. Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu, yöneticilerin denetime alınmasındaki rolleri dolayısıyla kurumsal yönetim açısından büyük bir öneme sahiptir. Yönetim kurullarının temel görevleri, şirketin stratejik kararlarının verilmesi, önemli yönetim kararlarının onaylanması ve yönetim performansının izlenmesi olarak ifade edilebilir¹³.

Yönetim kurulunun yapısına ilişkin önemli bir nokta, yönetim kurulu üyelerinin bir kısmının bağımsız üyelerden oluşmasıdır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket ile doğrudan bağlantısı yoktur, ancak uzmanlıkları dolayısıyla yönetim kurulunda yer alırlar. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, şirket yönetimini gözetleme ve denetleme konusunda önemli bir işleve sahip olduğu ve yatırımcıların çıkarlarının korunması konusunda önemli bir role sahip oldukları kabul edilmektedir. Bu rolleri dolayısıyla kurumsal yönetim düzenlemelerinde yönetim kurulunun yapısına ve bağımsız yönetim kurulu üyelerine özel bir önem verildiği görülür.

2.2.3. Hissedar Yönetici

Yöneticilerin aynı zamanda şirket ortağı olmasının hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını azaltacağı kabul edilmektedir. Yöneticinin şirkette sahip olduğu pay arttıkça, kötü yönetilmesi sonucu şirketin uğrayacağı kayıptan yöneticinin payına düşen kısım da artacaktır. Dolayısıyla yöneticilerin aynı zamanda hissedar olmaları durumunda hissedarların bakış açıları ile yöneticilerin bakış açıları arasındaki fark azalacaktır. Yöneticilerin hisselerinin artmasına paralel olarak şirket performansının arttığı¹⁴, yöneticilerin güdülenmelerinin hissedarların çıkarlarını daha fazla gözetecek biçimde değiştiği söylenebilir¹⁵.

Yöneticilerin şirketteki hisselerinin fazla olması, hissedarların sayısının fazla ve hisselerin dağınık olduğu durumlarda hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması beklendiği gibi azalmayabilir, aksine daha derinleşebilir. Bu durumda ele geçirme olasılığının önüne etkili biçimde geçilebilmekte, ancak izleme mekanizmalarının etkisinin kırılmasıyla, dışsal disiplin araçlarını ve yönetim mekanizmalarını işleme hale gelebilmektedir¹⁶.

2.2.4. Borçlanma Politikaları

Şirketin daha fazla borçlanması, hisse senedi çıkararak finansman sağlama gereksinimini azaltır. Böylelikle en temel temsil sorunu olan hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması azalır. Ancak bu durum, ortaklar ve borç verenler arasındaki temsil sorunu gündeme getirebilir. Hissedarlar açısından bakıldığında borçlanma,

¹³ Eugene F. Fama, Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law & Economics, cilt 26, Haziran 1983, http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94032, sayfa 7.

¹⁴ Rebel A. Cole, Hamid Mehran, "The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry", Journal of Financial Economics, sayı 50, 1998, sayfa 292.

¹⁵ Michael C. Jensen, William H. Meckling, 1976, sayfa 312-313.

¹⁶ Rene M. Stulz, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, cilt 20, 1988, sayfa 25-54.

hissedarları ya riskli projeleri seçmek yönünde güdüleyerek şirketin kayba uğramasına veya verimsiz projelerin seçilmesi yönünde güdüleyerek şirketin potansiyel getirilerden mahrum kalmasına neden olabilir. Borç verenler ise üstlendikleri muhtemel risklerin karşılığında olabildiğince yüksek faiz oranı talep ederler. Bu da borçlanmanın maliyetini arttırır.

Borçlanmanın vergi tasarrufu etkisi vardır. Faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebilmesi dolayısıyla borçlanma, ödenecek vergi miktarını azaltabilir. Kâr payı ödemelerinin vergi yasalarınca gider olarak kabul edilmemesi nedeniyle borçlanmanın sağladığı vergi avantajı özsermaye ile finansmanda yoktur. Vergi avantajı ile birlikte borçlanmanın gerçek maliyeti vergi oranlarına bağlı olarak düşebilmekte ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azalması şirket değerini, dolayısıyla ortakların menfaatini arttırmaktadır¹⁷.

2.2.5. Kâr Dağıtım Politikaları

Sermaye piyasalarında şirketin faaliyetlerinin ve performansının değerlendirilmesini sağlayan araçlardan birisi de kâr dağıtım politikasıdır. Kâr dağıtım politikası, sermaye piyasalarında şirketlerin faaliyetlerinin ve performanslarının izlenmesinde yatırımcıların kararlarını etkileyen önemli bir faktör olmasının yanında, hissedarlarla yöneticiler arasındaki temsil sorununun azaltılmasına katkı sağlayabilecek bir araç olduğu büyük ölçüde kabul görmektedir.

Hissedarlara yapılan nakit kâr payı ödemeleri fazla dikkat çekmemekle birlikte, hissedarlar ile yöneticiler arasında önemli bir çatışma nedeni-

dir. Hissedarlara yapılan nakit ödeme, yöneticilerin kontrolünde bulunan şirket kaynaklarının azalmasına, dolayısıyla yöneticilerin gücünün azalmasına neden olacaktır. Yöneticiler ise, şirket büyüdükçe güçleri artacağından, genellikle şirketleri optimalden daha büyük boyutlara ulaştırma eğilimindedirler¹⁸.

3. Kurumsal Yönetim ve Önemi

Şirket tepe yöneticilerinin sahtekarlık yaptıkları iddia edilen muhasebe hilelerinden kaynaklanan Enron, Worldcom, Adelphia gibi şirket skandalları, şirketlerin hissedarları ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını en fazla gözetecek şekilde yönetilip yönetilmediği sorusunu güçlü bir biçimde gündeme getirmiştir. Bu tür skandallar yeni olmasa da, çıkar sahiplerinin refahına etki edecek duyarlı şirket sorunlarında yönetsel sağduyuyu önemli ölçüde azaltan konular yeniden ilgi çekmiş, kurumsal yönetim konusunda çok sayıda öneriler yayımlanmış ve bunlardan bir kısmı sermaye piyasalarını düzenleyici kurumlar tarafından benimsenmiştir.

Kurumsal yönetimi çok daha güncel ve önemli yapan bir diğer gerekçe ise, gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizlerdir¹⁹.

Kurumsal yönetimin son yıllarda kamuoyunun dikkatini çekmesinin bir diğer nedeni de, genel olarak şirketlerin ve dolaylı olarak toplumun sağlıklı işleyişinde taşıdığı önemdir. Ayrıca,

- Büyük şirketlerde yaşanan skandalların dikkatleri şirketlerin kontrolü üzerine çekmesi,
- Hissedarların niteliklerinin değişmesi,

¹⁷ Güven Sayılğan, Mustafa Doğan, “Neden Artan Vergi Oranları İşletmenin Borçla Finansmanının Özendirir?”, Bankacılar Dergisi, sayı 52, Mart 2005, sayfa 37.

¹⁸ Michael C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, The American Economic Review, cilt 76, sayı 2, Mayıs 1986, sayfa 323.

¹⁹ Shelton, a.g.e., sayfa 2.

- Kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahipleri içindeki payının artması,
- Emeklilik fonlarının ve sigorta şirketlerinin yaptıkları yatırım miktarının büyümesi,
- Kurumsal yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek için kârlı denizaşırı yatırımlar yapmaya ve bu yatırımlarının korunabilmesi için kendilerini güvence altına almak istemeleri,
- İletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki hızlı gelişim sayesinde yeni fikirlerin hızla yayılması,
- Kurumsal yatırımcılar birbirleri ile daha yoğun haberleşerek kurumsal yönetim gibi yatırımları açısından önemli gördükleri konuları biçimlendirmeleri,
- Aile şirketleri ile kamu kuruluşlarının dışarıdan (özkaynak dışında) finansal kaynak kullanma ihtiyacı duymaları ve fon arz edenlerin güvenini sağlayarak daha düşük maliyetle fon temin edebilmekte kurumsal yönetimin önemli olduğuna inanmaları,
- Ülkelerde sermaye piyasalarını düzenleyen kurumların kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal piyasalarda ve tüm ekonomide güvenin artacağına ve piyasaların yatırım açısından daha çekici hale geleceğine olan inançları

kurumsal yönetim uygulamalarının tüm dünyada gelişmesini sağlamıştır²⁰.

En kısa tanımıyla kurumsal yönetim, “şirketlerin yönlendirilmesi ve kontrol edilmesi için kullanılan yapılar ve işlemlerdir”²¹. Kurumsal yöne-

tim, modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Dar anlamıyla kurumsal yönetim, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir²².

Kurumsal yönetimin bir başka tanımı ise, “Anonim şirketlerin idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, gerek hissedarların gerekse yöneticilerin çıkarlarını gözeten, aynı zamanda ortaklık çalışanları, müşteriler, alacaklılar, fon sağlayanlar ve devlet gibi diğer çıkar sahiplerinin haklarının da önemsendiği bir anlayıştır”²³ şeklindedir.

Kurumsal yönetimin çok çeşitli tanımları yapılmakla birlikte yapılan tanımların değindiği ortak öğeler vardır. Yapılan tanımlar büyük ölçüde

- Şirket içindeki kontrol mekanizmalarına,
 - Şirketin yöneticileri, kurulları, hissedarları ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkilere,
 - Şirketin hissedarlarının ve/veya menfaat sahiplerinin çıkarları doğrultusunda yönetilmesine,
 - Kurum içinde üretilen bilgilerin daha şeffaf ve hesap verebilir olmasına
- vurgu yapmaktadırlar.

²⁰ Chris Mallin, “The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure”, Selected Issues in Corporate Governance, OECD, New York 2003, sayfa 2-3.

²¹ International Finance Corporation, “The Russia Corporate Governance Manual”, International Finance Corporation, Moskova 2004, sayfa 4.

²² TÜSİAD, “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336, Aralık 2002, sayfa 9.

²³ OECD Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, 1998, sayfa 27.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; düşük sermaye maliyeti, finansman olanaklarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelmektedir. Konuya ülke açısından bakıldığında ise iyi kurumsal yönetim, ülkenin imajının yükselmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, dahası yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağıtılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi anlamına gelmektedir²⁴.

4. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerin içinde buldukları ülkenin yasal düzenlemelerinden ve şirketin kendine has özelliklerinden dolayı farklılıklar gösterse de, tüm kurumsal yönetim modellerinde göz önünde bulundurulması gereken temel ilkeler vardır. Bu ilkeler adil davranma (fairness), şeffaflık (transparency), hesap verebilirlik (accountability) ve sorumluluk (responsibility) olarak sayılabilir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde ve büyük ölçüde bu ilkeler esas alınarak hazırlanan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde kurumsal yönetimin temel ilkeleri sayılmış ve birer cümle ile açıklanmıştır. Bu ilkeler, iç içe geçmiş ve birbirinden kesin sınırlarla ayrılmaları çok zor olan adil davranma, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleridir.

4.1. Adil Davranma

Adil davranma ilkesi, farklı çıkar sahiplerinin farklı ve birbirini dışlayacak nitelikteki çıkarları arasında bir dengenin sağlanmasını ifade etmektedir. Bu ilke, şirket yöneticilerinin alınacak kararlardan etkilenecek tüm kesimlere eşit uzaklıkta olmasını ve sadece belirli bir kesimin değil, şirketin varlığını sürdürmesi için gerekli tüm tarafların (çıkarcı sahiplerinin) haklarının gözetilmesini ifade etmektedir. Şirket içi görev ve sorumlulukların belirlenmesinde adil davranma ilkesi göz önünde bulundurulduğunda temsil maliyetleri en az düzeye inecek, çıkar çatışmaları azalacaktır.

Adil davranma ilkesi, SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim düzenlemelerinde eşitlik ilkesi olarak yer bulmuştur. OECD tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkelerinde hissedarlara eşit davranılmasından söz edilirken, Türkiye'de SPK tarafından hazırlanan ilkelerde eşitlik kavramının “şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini” ifade ettiği belirtilmiştir²⁵.

4.2. Şeffaflık

Etkili bir kurumsal yönetim, iyi tasarlanmış bir muhasebe sistemini ve etkili bir finansal raporlama sistemini gerektirmektedir. Bilişim teknolojilerindeki ilerlemeler, finansal raporlama üzerinde değişikliklere neden olmaktadır. Bilgisayarlaşmanın artması ve İnternet'in yaygınlaşması ile muhasebe verilerinin toplanması, işlenmesi, raporlanması ve ilgililere sunulması geçmişte olmadığı kadar hızlı ve kolay hale gelmiştir.

²⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, Sermaye Piyasası Kurulu, Şubat 2005, sayfa 2.

²⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, 2005, sayfa 3.

Şeffaflığın sağlanması için ilgililerin gereksinim duyacakları bilgilerin kolaylıkla ve zamanında ulaşılabilir olması gereklidir. Bilgiler, faaliyet raporları, basın açıklamaları, şirket içi duyurular, İnternet veya posta ile ilgililere ulaştırılabilir. Ancak, bu bilgilerin iletilmesi için katlanılacak maliyetin beklenen yarardan daha fazla olması ve bilgileri kullanacak tarafların bilgiye erişmek için katlanacağı maliyetin de adaletsizliğe neden olmayacak düzeyde, olabildiğince az olması gerekir. Bir web sitesi üzerinden bilgilere erişim sağlanması, maliyetinin düşük olması ve gereksinim duyulduğu her an erişime olanak tanınması dolayısıyla gittikçe yaygınlaşmaktadır.

Şeffaflık, herkesin her tür bilgiye erişebilmesi değildir. Şeffaflık ile ticari sır arasında, kimi zaman fark edilmesi zor olan ince bir sınır vardır. Şirketlerin, rekabet güçlerini koruyabilmek için rakipleri tarafından öğrenilmesinde sakınca olan verileri kamuya açıklamamaları, şeffaflık ilkesi ile çelişmemektedir. Bu bağlamda şeffaflığın da bir sınırı vardır denilebilir. Ancak, bilginin gizliliğini öne sürerek açıklama yapmaktan kaçınmalarının da önüne geçilmesi için düzenleyici kuruluşlar tarafından gerekli düzenlemelerin yapılması gereklidir.

4.3. Hesap Verebilirlik

Hesap verebilirlik ilkesi, karar veren ve kararları uygulayanların verdikleri kararları ve yaptıkları faaliyetleri gerekçelendirebilmelerini ve bu faaliyetlerin sonuçlarından sorumlu olmalarını gerektirmektedir. Diğer bir deyişle bu ilke, başta hissedarlar olmak üzere, tüm çıkar sahiplerinin şirket yönetiminin aldığı kararları ve yapılan faaliyetleri sorgulamasını sağlar.

Hesap verebilirlik, gücün kullanımı, yetki aşımı ve kural ihlali ile yakından ilgilidir, yöneticilerin

aldıkları kararların doğruluğunu savunma ve sonuçlarının sorumluluğunu kabullenmesini gerektirmektedir. Böylece yöneticilerin beklenmedik kararlar alma eğilimlerinin azalması, temsil sorunları içerisinde önemli bir yer tutan yöneticilerin kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının önünde tutmaları eğiliminin ve hissedarlarla yöneticiler arasında yaşanan çıkar çatışmalarının azalması beklenebilir.

4.4. Sorumluluk

Sorumluluk ilkesi, şirket yönetiminin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, şirket esas sözleşmesine ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade etmektedir²⁶. Bu ilke, kendisine yetki verilen kişilerin, sahip oldukları yetkiyi kullanarak yaptıkları veya yapmaktan kaçındıkları eylemlerin sonuçlarından sorumlu tutulabilmelerini ifade etmektedir.

Hesap verebilirlik ile sorumluluk, birbirini tamamlayan iki ilkedir. Aynı konuya iki farklı açıdan bakan bu iki ilkeden hesap verebilirlik, yetki kullananlara yaptığı eylemleri ve gerekçelerini açıklama olanağı verirken, sorumluluk ilkesi, görev verenlerin bakış açısıyla verilen görevlerin gerektiği şekilde yerine getirilip getirilmediğinin, sorumlulukların uygun biçimde kullanılıp kullanılmadığının sorgulanmasına olanak sağlamaktadır.

SONUÇ

Kurumsal yönetim, günümüzde ekonomik faaliyetlerin temel dinamikleri olan anonim şirketlerin sağlıklı ve güçlü bir yapıya kavuşturulmasını sağlayacak uygulamaların temelidir.

Kurumsal yönetim, hissedarlar ile yöneticilerin farklı kişiler olmasının sonucu olarak ortaya çı-

²⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, 2005, sayfa 3.

kan temsil sorununun giderilmesini amaçlamaktadır. Hissedarlar, şirketin kullanımına sundukları kaynakların yok olmamasını ve şirketin elde ettiği kârdan payını alarak refahını arttırmayı amaçlamaktadır. Şirket yöneticisi, şirketin başarısı için harcadığı çabaların karşılığını tam olarak almak istemekte, başarılarının ödüllendirilmesini beklemektedir. İki taraf da haklarını korumayı ve refahlarını arttırmayı amaçlamakta, çıkarların çatışması temsil sorununa neden olmaktadır. Ayrıca hissedarlar ile yöneticilerin farklı risk algılamaları, şirket faaliyetlerinin yönlendirilmesinde farklı görüşlerin çatışması, kurumsal yönetim düzenlemelerine olan gereksinimi göstermektedir.

Küreselleşme ile birlikte, uluslararası sermaye hareketleri hızlanmış, çok uluslu şirketlerin dünya ekonomisindeki payı da aynı oranda artmıştır. Çok uluslu şirketler, dünyanın farklı bölgelerine yatırımlarla girerken, şirket kültürlerini de taşımakta, küreselleşmenin gözle görülür etkilerinden biri olan kültürler arasındaki farklılıkları azaltıcı işlevini güçlendirmektedirler.

Kurumsal yönetim düzenlemeleri, şirket içindeki güçlerin dengelenmesine yönelik kurallar getirirken, yatırımcıların ve diğer menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını ve güvence altına alınmasını amaçlamaktadır. Bu düzenlemelerle hem ulusal, hem de uluslararası sermayenin ön-

ce şirket içinde, sonra ulusal, daha sonra da dünya ekonomisine katkısının artırılması hedeflenmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamaları, şirket kültürünün oluşmasını ve iş yaşamının menfaat sahiplerinin refahını ve motivasyonunu olumlu etkilemekte, böylece iş barışının sağlanmasında kurumsal yönetimin olumlu katkısı olmaktadır. Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden olan adil davranma ve şeffaflık, şirket içindeki çatışmaları azaltıcı etkide bulunmaktadır. Çalışanların görevlerini yerine getirmekten kaçınması, görevini kötüye kullanarak çıkar temin etmesi ve yolsuzluk yaparak şirket kaynaklarının azaltılmasının da önüne geçilmiş olmaktadır.

Son yıllarda uluslararası alanda standartların belirlenmesi ve tüm ülkelere yaygınlaştırılması hareketleri içerisinde kurumsal yönetimin özel bir yeri ve önemi vardır. Şirketlerin çalışmalarının her alanında başlayan standartlaşma hareketleri, üretim alanında ISO-9000, TS-16949, AQAP, HACCP gibi uluslararası kalite standartlarıyla, finansal alanda Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile, yönetim alanında da kurumsal yönetim ilkeleriyle kendini göstermektedir. Ancak, kurumsal yönetim, yalnızca şirketin yönetimi ve yönetim yapısı ile ilgili değildir, şirketi yasal ve finansal açılarından da kuşatmaktadır. Bu yönüyle kurumsal yönetim, farklı disiplinleri ilgilendirmektedir.

KAYNAKÇA

ANG James S., COLE Rebel A., LIN James Wuh, "Agency Costs and Ownership Structure", The Journal of Finance, cilt 55, sayı 1, Şubat 2000.

CANNELLA Albert A. Jr., FRASER Donald R., LEE D. Scott, "Firm Failure and Managerial Labor Markets: Evidence from Texas Banking", Journal of Financial Economics, sayı 38, 1995.

COLE Rebel A., MEHRAN Hamid, "The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry", Journal of Financial Economics, sayı 50, 1998.

FAMA Eugene F., JENSEN Michael C., "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law & Economics, cilt 26, Haziran 1983.

GIBBONS Robert, MURPHY Kevin J., "Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence", The Journal of Political Economy, cilt 100, sayı 3, Temmuz 1992.

GILSON Stuart C., "Management Turnover and Financial Distress", Journal of Financial Economics, sayı 25, 1989.

GROSSMAN Sanford J., HART Oliver D., "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation", The Bell Journal of Economics, cilt 11, sayı 1, 1980.

International Finance Corporation, "The Russia Corporate Governance Manual", International Finance Corporation, Moskova 2004.

JENSEN Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", The American Economic Review, cilt 76, sayı 2, Mayıs 1986.

JENSEN Michael C., MECKLING William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", cilt 3, sayı 4, Ekim 1976.

MALLIN Chris, "The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure", Selected Issues in Corporate Governance, OECD, New York 2003.

SAYILGAN Güven, "Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı", Turhan Kitabevi, Ankara 2003.

SAYILGAN Güven, DOĞAN Mustafa, "Neden Artan Vergi Oranları İşletmenin Borçla Finansmanının Özendirir?", Bankacılar Dergisi, sayı 52, Mart 2005.

Sermaye Piyasası Kurulu, "Kurumsal Yönetim İlkeleri", Sermaye Piyasası Kurulu, Şubat 2005.

SHELTON Joanna R., "The Importance of Governance in the Modern Economy", New Corporate Governance for the Global Company International Conference, Brüksel, 1998.

STULZ Rene M., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, cilt 20, 1988.

TÜSİAD, "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi", TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336, Aralık 2002.

WILLIAMSON Oliver E., WACHTER Michael L., HARRIS Jeffrey E., "Understanding the Employment Relation: The Analysis of Idiosyncratic Exchange", The Bell Journal of Economics, cilt 6, sayı 1, 1975.