
SAHİPLİK YAPISI VE TEMSİLCİLİK TEORİSİ

Yücel AYRIÇAY* Göktürk KALKAN**

Öz

Son zamanlarda finansal krizlerin oluşmasında önemli bir rol oynadığı düşünülen modern temsilcilik teorisinin kökleri, Adam Smith'in 1776'da yayınlanan "Ulusların Zenginliği" adlı kitabına kadar götürülebilir. Adam Smith (1776) bu çalışmasında, kendilerinin değil de başkalarının paralarının yöneticileri olan şirket yöneticilerden, ortakların kendi mallarına özen gösterdikleri gibi aynı özeni göstermelerinin beklenemeyeceğini ifade etmiştir. Bu durum, ortaya temsilcilik teorisini çıkarmaktadır. Temsilcilik teorisi; bir tarafın, işi gerçekleştirmeleri için başka bir tarafı görevlendirdikleri temsilcilik ilişkisi içinde meydana gelir. Bu ilişkiler, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla meydana gelir. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması, özellikle, sahiplerle yöneticiler ve sahiplerle borç verenler arasında çıkar çatışmalarına sebep olur. Bu çalışmada, dağılmış ve yoğunlaşmış sahiplik yapısı boyutlarında, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla ortaya çıkan temsilcilik teorisi, temsilcilik ilişkilerinden meydana gelen çıkar çatışmaları ve bu çıkar çatışmalarının maliyetleri, literatür incelemesi olarak çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Temsilcilik teorisi, Temsilcilik Maliyetleri

OWNERSHIP STRUCTURE AND AGENCY THEORY

Abstract

The roots of modern agency theory which has been thought to play an important role in causing financial crises can be traced back to the book of Adam Smith's "Wealth of Nations" published in 1776. Adam Smith stated that the directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money rather than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private [firm] frequently watch over their own. This situation raises the agency theory issue. Agency theory occurs within an agency relationship where a party delegates a party to perform for his own sake. Separation of ownership and control causes these kind of relationships. This separation leads to conflicts of interest especially between managers and owners and between creditors and owners. In this study, agency theory emanating from the separation of ownership and control, conflicts of interest in agency relationships and the costs of these conflicts of interest have been studied in the literature review.

Key Words: Ownership Structure, Agency Theory, Agency Costs

* Doç. Dr., Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, yucelayricay@hotmail.com

** Arş. Gör., Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, gakalkan63@hotmail.com

GİRİŞ

Adam Smith (1776), yöneticilerin başkalarının paralarını harcarken kendi paralarını harcarkenki özeni gösteremeyeceklerini ve daha sonra Berle ve Means (1932), modern şirket olarak adlandırdıkları, çok sayıda bireyin yatırım yaptığı, sahiplik yapısının dağılmış olduğu halka açık şirketlerde, kontrolün yöneticilerin elinde toplandığı, böylelikle sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrıldığını, Jensen ve Meckling (1976) ise sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla, sahipler ve kontrol edenler arasında çıkar çatışmalarının kaçınılmaz olacağını vurgulamışlardır. Bütün bunlar, bir tarafın diğer bir tarafı kendi çıkarları doğrultusunda çalışması için tuttuğu temsilcilik ilişkilerini göstermektedir. Temsilcilik ilişkilerinde, yetki verilenlerin yetki verenlerin lehine çalışmaması riski ortaya çıkabilir. Örneğin bir şirketin sahibi veya sahipleri, yeterince zaman ve uzmanlıkları olmadığından dolayı, şirketin fonksiyonlarının yerine getirilmesi için profesyonel yöneticileri işe alacaklardır. Bu yöneticilerin ellerine kontrolün verilmesiyle, şirket sahiplerinin haklarını çalmaları ihtimal dahilindedir. Çünkü insan doğası gereği, kişisel çıkar sahibi, sınırlı rasyonellik gibi olgulara sahiptir (Eisenhardt, 1989).

Temsilcilik ilişkileri içinde oluşan temsilcilik teorisi; asıl ve vekiller arasındaki çıkar çatışmalarını inceler. Bu çıkar çatışmaları, şirketlerin faaliyetlerini tam olarak yerine getirmelerini sekteye uğratabilecek düzeylere gelebilir. Bu çıkar çatışmaları yüzünden, şirketler karlı yatırım fırsatlarını gözden kaçırabilirler, vekillerin çalışmaları gerektiği kadar yeterince çalışmamasından dolayı işlerin aksaması gibi sonuçlar ortaya çıkabilir. Çıkar çatışmaları ayrıca, şirkete izleme maliyetleri, tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri ve önlenemeyen kayıplar gibi maliyetleri, şirketin karına olumsuz etki yapacak şekilde yüklerler.

Son yıllarda meydana gelen krizlerde, temsilcilik ilişkileri içinde olan tarafların birbirleriyle olan çıkar çatışmalarının şirketleri iflaslara kadar götürebildikleri görülmüş olduğundan (örneğin, Enron, Parmalat, Worldcom gibi büyük şirketlerin batışları), ve yine 2008 krizinin bir nevi başlangıç noktası olarak da temsilcilik ilişkilerinin yol açtığı sorunlardan kaynaklanması, bu konunun çok önemli bir yere sahip olduğunu göstermektedir.

1. SAHİPLİK YAPISI VE TİPLERİ

Sahiplik kavramı, Türk Dil Kurumunun büyük Türkçe sözlüğünde; "Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet." şeklinde tanımlanmaktadır. 4721 sayılı Türk Medeni Kanununun 683. maddesinin ilk fıkrasına göre; bir şeye malik olan kimse, hukuk düzeninin sınırları içinde o şey üzerinde dilediği gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkisine sahiptir. İşletmelerde ise sahiplik haklarını özsermaye ifade eder ve varlıklarla borçlar arasındaki fark olarak tanımlanır. Sahiplik; bir şirketin üretim faktörlerinin kullanımı üzerindeki yasal haktır (Rasih, 2012:118). Sahipliğin temel niteliği, bir kuruluşta çıkarlara sahip olmaktır (Means, 1931:68).

Bir firmanın sahiplik yapısı iki ana boyutta tanımlanabilir (Iannotta, Nocera, v.d., 2007). Birincisi, sahiplik yoğunlaşması derecesi; firmalar sahipliklerinin az veya daha çok dağılmış olmasıyla farklılaşabilirler. İkincisi ise sahiplerin

kimlikleridir; aynı sahiplik yoğunlaşması derecesine sahip firmaların sahiplerinin kimlikleri, firmaların farklılaşmasına yol açabilir.

Sahiplik yoğunluğu; hakim ortak olarak adlandırılan hissedarın şirketin sahipliğinin büyük bir kısmını elinde tuttuğu, geri kalan kısmın ise azınlık hissedarların elinde tuttuğu durumu ifade eder. Eğer bir şirketin hisselerinin büyük bir yüzdesi görece az sayıda hissedar tarafından sahipleniliyorsa, o şirket yüksek derecede yoğunlaşmış bir sahipliğe var demektir(Çıtak, 2007; 231). Literatürde yoğunlaşmış sahiplik dereceleri olarak farklı yüzdelere kullanılmıştır. La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., (1999), Caprio, Laeven ve Levine (2007), Laeven ve Levine (2008a), Laeven ve Levine (2008b) sahiplik yoğunlaşması derecesi olarak, hisselerin %10'undan fazlasını kontrol edilmesi durumunu kullanmışlardır. Claessens, Djankov v.d., (2000), oy hakları olarak %5'in üzerindeki hisse oranını kontrol edilmesini yoğunlaşmış sahiplik derecesi olarak kullanmışlardır. Yine Earle, Kucsera v.d., (2005), %5 oranını kullanmışlardır. Cronqvist ve Nilsson (2003), firma oylarının en az %25 ini kullanan sahibi büyük hissedar olarak adlandırmakta, dolayısıyla sahiplik yoğunlaşması derecesi olarak bu oranı almaktadır.

Dağılmış (yaygın) sahiplik yapısı ise bu yukarıda söylenen çalışmalarda sahiplik yoğunlaşması derecesi olarak kullanılan eşiklerin altındaki durumları ifade eder. Bu yapı, bir çok yatırımcının, birden fazla şirkette küçük yatırımlarının olmasıdır. Dağılmış sahiplik yapısı, Birleşik krallık ve Amerika Birleşik Devletlerinde yaygın bir şekilde görülürken, kıta Avrupa'sı ve Uzakdoğu'da ise hakim hissedarların olduğu yoğunlaşmış sahiplik yapıları daha yaygındır (Claessens, Djankov, v.d., 2000).

Sahiplik yapısının ikinci boyutu ise, sahiplerin kimlikleridir. Sahiplerin kimliklerinden kasıt, bir çok şirketin oy haklarının belli bir kısmını kontrol eden en büyük hissedarların kimlikleridir. Laeven ve Levine (2008a), beş tip büyük hissedardan bahsetmektedir. Bunlar; aile(tüzel kişiler ve tek kişinin sahip olduğu ve yönettiği halka açık olmayan şirketler), yaygın sahiplik yapısı olan finansal kuruluşlar, devlet(hükümet, yerel kamu idareleri veya devlet (hükümet)kuruluşları), yaygın sahiplik yapısı olan finansal olmayan şirketler ve çeşitli kuruluşlar kategorisi (vakıflar, tröstler, hayır kurumları, çalışanlar, kooperatifler, çapraz sahiplikler vd.) La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., (1999), nihai sahipler olarak beş tip belirlemişlerdir. Bunlar; a)Aile veya şahıs, b)Devlet, c)Yaygın sahipliği olan şirket, d)Yaygın sahipliği olan finansal kuruluşlar, e)Çeşitli (Kooperatif, tröst veya tek bir kontrol edeni olmayan bir grup). Cronqvist ve Nilsson (2003), dört ayrı kontrol eden sahip grubundan bahsetmektedir:a)Kurucu aileler, b)Kurucu olmayan aileler, c)Şirketler(kurumlar), d)Finansal kuruluşlar. Barry, Lepetit, v.d., (2009), çalışmalarında sahip kimlikleri olarak; yöneticiler, kurumsal yatırımcılar, finansal olmayan şirketler, öz sahiplik, şahıs/aile yatırımcılar, bankalar, vakıflar/araştırma enstitüleri, hükümet, isimsiz özel hissedarlar ve diğer isimsiz hissedarları kullanmışlardır. Yurtoğlu (2000), in çalışmasında on tip farklı sahip kimliği vardır; Holding şirketler, Finansal olmayan şirketler, Finansal şirketler, Şahıslar/aileler, Yabancı, Devlet/devlet kurumları, Yöneticiler, Vakıflar, İşçi sendikaları/kooperatifler, Emeklilik planlarıdır. Gönenç (2006), sahiplerin kimlikleri olarak; yöneticiler, holding şirketleri, devlet, yabancı yatırımcılar, aile üyeleri, finansal kuruluşlar ve finansal olmayan firmalar vardır. Gürsoy ve Aydoğan (1999) ise, sahiplik kimlikleri olarak

yabancı sahipliği, devlet sahipliği, çapraz sahiplik, aile sahipliği ve bir holdinge bağlı şirket sahipliğini kullanmışlardır.

2. SAHİPLİK VE KONTROLÜN AYRILMASI

İşletmeler büyüdükçe, fonksiyonları arttıkça, işletmelerin sahipleri, bu fonksiyonları yürütecek vekillere ihtiyaç duyarlar. Çünkü sahiplerin (hissedarların) bu fonksiyonları yerine getirecek ne yetkinlikleri vardır, ne de bu işleri yürütecek zamanları vardır. Bu durumda, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması problemi ortaya çıkmaktadır.

Sahiplik; bir şirketin üretim faktörlerinin kullanımı üzerindeki yasal hak iken kontrol, şirketin hareket tarzı üzerindeki otoritesidir (Rasiah, 2012:118) veya kontrol; özellikle yöneticilerin seçimi dahil olmak üzere, önemli kararlar verme üzerinde sağduyulu davranma gücü olarak tanımlanır (Leech ve Leahy, 1991:1418). Sahipliğin temel niteliği, bir kuruluşta çıkarlara sahip olmak iken kontrol, bir kuruluş üzerinde güce sahip olmaktır (Means, 1931:68). "Kontrol" söz konusu olduğunda, bir işletmedeki en üstten en alta kadar herkesin bir şekilde kontrol gücü vardır.

Beş tip kontrolden bahsedilebilir (Means, 1931:72-89):

1) Tam sahiplik yoluyla kontrol: Hem sahip hem yönetici olunan bu durumda, sahipliğin yasal yetkilerine sahip olunur ve hem de bunun yanında yönetimi seçme ve yönetime hakim olunur. Böyle bir işletmede, sahiplik ve kontrol aynı ellerde birleşmiştir.

2) Çoğunluk kontrolü: Dolaşımdaki hisse senetlerin yarısından fazlasına sahip olan kişi veya küçük bir grup, tek bir kişinin elinde tuttuğu güce ve kontrole sahip olacaktır. Ancak tüzük değişikliği veya işletmenin sona erdirilmesi gibi durumlarda, çoğunluk, tek sahip olma durumundan daha az kontrol gücü ne sahip olur. Ayrıca kompakt bir azınlık, hissedar toplantılarında ve mahkemelerde çoğunluğun bu kontrol gücünü az da olsa sınırlandırabilir.

3) Yasal araçlar yoluyla kontrol: çoğunluk hisselerine sahip olmadan da bir şirketi kontrol etmenin yasal yolları geliştirilmiştir. Bunlardan biri, "piramitleme"dir. Bir diğer şirketin hislerinin çoğunluğunu tutan şirketin çoğunluk hisselerine sahip olmaktır. Yani, piramidin en tepesindeki nihai sahibin en alttaki şirketi kontrol etmeyi sürdürürken, bu şirkete yapacağı yatırımı azaltmasına olanak veren bir yapıdır. Kontrol etmenin bir diğer yasal aracı ise, oydan yoksun hisse senetlerini kullanmaktır. Bir şirket hisse senetlerinin çoğunluğu olarak oydan yoksun hisse senetleri çıkararak bunları alan dış yatırımcılardan finansman sağlar. Bu hisse senetlerinin oydan yoksun olması sebebiyle dış yatırımcılar şirket üzerinde herhangi bir kontrolleri olmazken, şirketin esas sahibi daha az hisse senedine sahip olmasına rağmen, şirket üzerindeki kontrolünü devam ettirir. Yine oydan yoksun hisse senetlerine benzer bir araç olan, bir çeşit hisse senedi sınıfı, kontrol eden gruba haddinden fazla oy hakkı sağlar ve böylece kontrol devam ettirilir. Bunlara ek olarak, oy tröstleri; bir tröstte hisse senedi çoğunluğuna sahip olunursa, vekiller(trustees) kendi paylarına hiçbir sahiplik düşmeksizin, şirketin ilişkileri üzerinde tam bir kontrole sahip olurlar.

4) Azınlık Kontrolü: Buna göre bir grup azınlık hissedar, yıllık seçimlerde oyların çoğunluğunu kontrol etmek için, önemli azınlık haklarıyla birlikte

dağılmış sahiplerden yeterli vekaleti alarak şirketi kontrol etme yoluna giderler.

5)Yönetim Kontrolü: Bu kontrol tipinde, sahiplik o kadar dağılmıştır ki, hiçbir şahıs veya küçük grubun bile şirket ilişkilerine hükmedecek yeteri kadar büyüklükte azınlık hakkı yoktur. Dağılmış yapıdaki bir hisse senedi sahibi, oy hakkını yönetim tarafından belirlenmiş bir vekil komitesine transfer edebilir. Böylelikle kontrol, bu komiteyi seçen yönetim tarafından ele geçirilmiş olur.

2.1.Yaygın (Dağılmış) Sahiplik Yapısında Sahiplik ve Kontrolün Ayrılması

Modern bir şirkette sahiplik ve kontrolün ayrılması etkin bir şekilde Berle ve Means tarafından öne çıkarılmıştır. Adolf Berle ve Gardiner Means, 1932 yılında yayınladıkları “Modern şirket ve özel mülkiyet” adlı kitaplarında Amerikan şirketlerinde baskın sahipler olmadığı ve kontrolün sahiplikten ayrı bir şekilde ortaya çıktığını söylemektedirler (Cheffins ve Bank, 2009).

Berle ve Means, 20. yy. şirketlerinin yönetimini değiştirmek için yola çıktılar. 20. Yy. şirketleri, 19. Yy. şirket tipinden farklıydı. Bu tip şirkete “özel şirket” demişlerdir. Özel şirket; kendi sahipleri tarafından yönetilen, küçük ölçekli girişimlerdir(Hessen, 1983:275). Bu kritere göre, 1929’da Amerika’daki en büyük 200 şirket özel olarak sınıflandırılmazdı. Bu şirketler “yarı kamu şirketler” olarak adlandırıldılar.

Klasik ekonomistlere göre, bir kişi veya küçük bir yatırımcı grubu, ticari bir girişim için sermaye sağlarlar, kendileri yönetirler, yetkinlik ve çalışkanlıklarına dayalı olarak karları toplarlar veya zarara uğrarlar (Hessen, 1983:276). Geleneksel olarak, bir şirket, sahipleri, hissedarları yararına çalıştırılmalı ve karlar onlara gitmelidir. Ancak, modern şirketlerin ortaya çıkmasıyla, şirketi kontrol eden grup, karları kendi ceplerine atmak için yetkiyi ellerinde tutabilirler. Sahiplik ve kontrolün geniş bir şekilde ayrılması ve kontrol yetkilerinin kuvvetlendirilmesi, şirket operasyonlarını sahiplerin çıkarlarını temin edecek şekilde yasal ve toplumsal bir baskı uygulanıp uygulanmaması kararını gerektiren veya böyle bir baskının, diğer başka veya daha geniş grupların çıkarları için uygulanıp uygulanmayacağı gibi yeni bir durumu ortaya çıkarır (Berle ve Means, 1932:333). Modern şirketten önce, işletme sahipliği iki özelliği içinde barındırıyordu. Birincisi; kar arayan bir işletme için toplanmış zenginliğin risk edilmesi; ikincisi, bu işletme için sorumluluk ve nihai olarak yönetilmesi. Modern şirkette artık bu iki özellik, aynı kişi veya gruba ait bir şey değildir. Hissedar kendi zenginliği üzerindeki kontrolü teslim etmiştir. Sermaye sağlayıcısı ve riski üstlenen olmuştur, diğer taraftan nihai sorumluluk ve yetki yöneticiler ve kontrol tarafından uygulanır olmuştur. Sahipliğin geleneksel özelliklerinden biri, hisse sahipliği ile iliştilenmiştir; diğeri ise şirket kontrolü ile ilişkilendirilmiştir (Berle ve Means, 1932:338).

Berle ve Means (1932), sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasının sadece, halka açık büyük şirketlere özgü olarak incelemişlerdir. Ancak, başka işletme organizasyonu şekilleri için de sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması durumu vardır. Fama ve Jensen (1983a), farklı organizasyon tipleri olarak tek kişilik işletme(proprietorship), ortaklıkları, fonları(mutuals) ve kar amacı gütmeyen kuruluşlar için sahiplik ve kontrolün ayrılmasını kalıntı

haklar(residual claims) ve karar fonksiyonları açısından incelemiştir. Hessen (1983)'te sahiplik ve kontrolün ayrılmasına, büyük ortaklıklar, anonim şirket(joint stock company), tröstler(business trust) açısından da değinilmiştir.

Sahiplik yapısı çok geniş olarak dağılmış olduğu ve böylece normal bir hissedar modern şirketlerdeki yönetsel performansı denetlemek için gücünü kullanamayacağı için şirket hisse sahibi, kendi kaynakları üzerindeki kontrolü kaybetmekle karşı karşıya kalır (Demsetz, 1983).

Dağınık sahiplik yapısına sahip şirketlerde "sahiplik ve kontrolün ayrılması" genel temsilcilik sorunu ile yakından ilişkilidir (Jensen ve Meckling, 1976:6).

Halka açık büyük şirketler, kalıntı hakları (residual claims) şirket kararlarının kontrolünden etkin bir şekilde ayıran oldukça yaygın sahiplik yapısına sahip olarak tanımlanırlar (Demsetz ve Lehn,1985:1155). Bir kuruluş, üretim faktörleri sahipleri ile müşteriler arasındaki yazılı ve yazılı olmayan sözleşmelerin bir rabitasıdır. Bu sözleşmeler veya dahili "oyunun kuralları", her bir vekilin (agent) hangi performans kriterlerine göre değerlendirileceği ve hangi ödeme fonksiyonlarıyla karşılaşacağı gibi hakları belirler. Herhangi bir kuruluş içi merkezi sözleşmeler, (1) kalıntı haklarının doğasını ve (2) vekiller arasındaki karar süreci adımlarının dağılımını belirler (Fama ve Jensen,1983b:302).

Sahiplik ve kontrolün ayrılması, kalıntı riskin karar fonksiyonlarından ayrılması olarak da ifade edilebilir. Kalıntı risk; vekillere(temsilcilere)(agents) vaat edilen ödemelerle kaynakların stokastik akışları arasındaki farklılığın riskidir. Bu riske maruz kalanlara, kalıntı talep sahibi veya kalıntı risk taşıyıcısı denir(Fama ve Jensen,1983a:2).

Risk taşıyıcıları, kalıntı hakların (residual claim) sahipleridir. Kalıntı hak ise; önceki tüm yükümlülükler ödendikten sonraki şirketin karına ortak olan bir tarafın veya hissedarın hakkıdır (<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Residual+Claim>).

Farklı örgütsel formların kalıntı haklarının, farklı sınırlamaları vardır. Mesela, yaygın olarak kullanılan en az sınırlı kalıntı hakları, büyük şirketlerin adi hisse senetleridir. Hissedarların bir örgütte herhangi bir rol almaları gerekli değildir; kalıntı hakları kısıtlama olmaksızın başkasına devredilebilir ve bu hükümlerden dolayı, kalıntı hakları, hissedarlar arasında sınırsız risk paylaşımına yol açar. Bu kuruluşlara, geniş ölçüde iç karar vekillerine bağımlı, kalıntı hakları olan ve genellikle daha küçük olan kapalı şirketlerden ayrı olarak açık şirketler denir (Fama ve Jensen,1983b:303).

Fama ve Jensen (1983b), karar ve risk taşıma fonksiyonlarının ayrılmasının, büyük şirketlerde olduğu gibi finansal yatırım şirketleri, kar amacı gütmeyen şirketler için de geçerli olduğunu ve bu örgütlerin sözleşme yapılarının, kararların onaylanma ve izlenme süreçlerini, başlatma ve uygulama süreçlerinden ayırdığını iddia etmektedirler. Karar sürecinin adımları:

1.Başlatma: sözleşmelerin yapılandırılması ve kaynak kullanımı için öneriler üretilmesi

2.Onaylama: uygulanacak karar girişimlerinin tercihi

3.Uygulama: onaylanmış kararların icrası

4.İzleme: karar ajanlarının performansının ölçümü ve ödüllerin uygulanması

Karar sürecinin başlatma ve uygulama kısımları karar yönetimi olarak adlandırılırken, onaylama ve izleme ise karar kontrolü olarak adlandırılır.

2.2.Yoğunlaşmış Sahiplik Yapısında Sahiplik ve Kontrolün Ayrılması

Amerika Birleşik devletleri ve Birleşik Krallığın aksine, sahiplik yapısı yoğunlaşmış olan sistemlerde, sahiplik ve kontrol arasındaki ayrılma, dağılmış sahiplik yapısındaki gibi çok net gözükmesine de, değişik yollar yoluyla meydana çıkar. Ayrılığın ana hukuki araçları olarak şunlar sayılabilir (Bianchi, Bianco, v.d., 1999:3): Bir hisse bir oydan sapmalar, hissedarların sözleşmeleri, çapraz hisseler ve dairesel hisseler(cross shareholdings, circular shareholdings), piramidal grup. La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., (1999), Faccio ve Lang (2002), Claessens, Djankov, v.d., (2000) sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasına yol açan araçlar olarak, bir hisse bir oydan sapmalar, piramitleme ve çapraz hisseleri kullanmışlardır.

Şirket sahipliği nakit akış haklarıyla ölçülür, kontrol ise oy haklarıyla ölçülür. Sahiplik ve kontrol hakları değişiklik gösterebilirler çünkü şirketler, verilen nakit akışları için farklı oy hakları sağlayan, farklı hisse sınıfları ihraç edebilirler (Faccio ve Lang, 2002:369). Sahipliğin kontrol hakları, sahibin bir firmayı çalıştırma şekline tesir etme yeteneği iken, sahipliğin nakit akış hakları ise bir sahibin hakkı olan firmanın karlarının bir kısmı anlamına gelir. Literatürde bu kavramlar için evrensel-kabul şartları yoktur: kontrol hakları ve nakit akış hakları, bunların yerine, sırayla kontrol ve sahiplik olarak adlandırılırlar (Edwards ve Weichenrieder, 2009:1). Literatürde kaynakların bir çoğunda kontrol hakları, oy haklarına eşit olarak kullanılmışlardır (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 1999; Claessens, Djankov, v.d., 2000; Faccio ve Lang, 2002; Claessens, Djankov, v.d., 2002; La Porta, Lopez-de Silanes, v.d., 2002; Laeven ve Levine, 2008a).

Nakit akışı ve kontrolü ayırma mekanizmaları:

1.Ayırıcı oy hakları(bir hisse bir oydan sapmalar): Bir firma çok farklı oy haklarına sahip, birden fazla hisse senedi sınıfı çıkarabilir. Bu hisse senedi sınıfları bütün oy haklarını, belli bir oranda hisse senedini elinde tutana verirken, geriye kalan hisse senetlerine sahip olanlara hiçbir oy hakkı vermeyebilir (Bebchuk, Kraakman, v.d., 2000:297).

2.Çapraz hisseler: çapraz sahiplik, büyük, nihai hissedarın kontrolünü artırabilecek şirketler arasındaki yatay ve dikey sahiplik bağları anlamına gelmektedir (Claessens, Djankov, v.d., 2002:2743). Çapraz sahiplik, A firması B firmasını piramidal bir yapı içinde kontrol ederken ve B firmasında direkt bir katılımı varken ortaya çıkar. Yani, A firması direkt ve endirekt bir şekilde B firmasını kontrol eder. Buna karşılık olarak, B firmasının da A firmasında belli bir sahipliği vardır (Attig, Fischer, v.d., 2004:15).

3.Piramitleme: Tepedeki nihai sahiple ve birbirini basamak basamak izleyen firmalarla başlayan yukardan aşağıya bir kontrol zincirini gösteren bir sahiplik yapısı olan bir şirketler grubunu ifade eder (Attig, Fischer, v.d., 2004:2). Piramitleri kullanarak, aile kendi kontrolü altındaki sermaye miktarını artırabilir çünkü bu yapılar aileler çok sayıda şirkette küçük bir nakit akış hakkını muhafaza ederken, bu piramit yapılar, ailelere bu şirketlerde kontrollerinin devamını sağlarlar (Almeida ve Wolfenzon, 2004:9).

Tablo 2. Sahiplik ve Oy Gücünün Sınıflandırılması

	Dağılmış Oy Gücü	Yoğunlaşmış Oy Gücü
Dağılmış Sahiplik	Birçok küçük hissedar Bir hisse-Bir oy Yansımaları: “Güçlü yöneticiler, zayıf sahipler” Şirket ele geçirmeleri mümkün Hakim hissedarlar	Birçok küçük hissedar Çift sınıf hisseleri, altın hisseler, vekaleten oy, oy ortaklıkları yoluyla blok hissedarların elinde yoğunlaşmış oy kullanma hakkı Yansımaları: “Güçlü oy kullanan blok hissedarlar, zayıf azınlık sahipleri Ele geçirmeler imkansız
Yoğunlaşmış Sahiplik	Oy hakkının sınırlandırılmasıyla (capped votin), sahiplik oylama gücünün sulandırılması Yansımaları: “Güçlü yöneticiler, zayıf sahipler” Ele geçirmeler zor	Bir hisse/bir oy veya başka yoğunlaşmış ayrılma mekanizmaları yoluyla sahiplik haklarıyla oy haklarının uyumlaştırılması Yansımaları: “Zayıf yöneticiler, zayıf azınlık sahipler, Güçlü hakim sahipleri” Ele geçirmeler mümkün

Kaynak: Maher ve Andersson, 1999

3. TEMSİLCİLİK TEORİSİ

Modern temsilcilik teorisinin kökleri, Adam Smith'in 1776'da yayınlanan "Ulusların Zenginliği" adlı kitabına kadar götürülebilir. Bu çalışmada, sermayenin olmadığı, toprağın bedava olduğu bir toplumda emeğin, tek üretim faktörü olduğu, böylece bütün ürünün emeğe ait olduğunu belirtilmiştir. Ancak insanlar sermaye kazanmaya başladıkça ve başkalarını yanlarında çalıştırmaya başladıklarında, ürün işçiler ve işveren arasında paylaşılmalıdır. Topraklar özel mülkiyete geçince, bir üçüncü bir grup ortaya çıkmıştır. Bunlar da toprak ağalarıdır. Mesela, buğdayın fiyatı toprak ağasının kirasından, çiftçinin karından ve işçilerin ücretlerinden oluşur. Bu üç grubun, farklı çıkarları vardır. Bu farklı çıkarlar, toplumu etkiler. Toprak ağaları, fiziki ve zihinsel bir çabadan ziyade salt bir sahiplikten gelen geliri düşünürken, işçilerin durumu ise, toplumun ekonomik durumuyla yakından ilgilidir. İşverenler yani sermayeyi sağlayanların durumu ise farklıdır. Genelde toplumla, çıkarları uyuzmaz. Çünkü tek amaçları, kamunun aleyhine de olsa karlarını artırmaktır (Butler, 2011:16-31). Onun için, bu tip kişilerden gelecek olan herhangi bir yasal düzenleme önerisi, çok iyi ve çok dikkatli bir şekilde incelenmeden benimsenmemelidir. Böyle bir öneri, toplumun çıkarlarıyla çıkarları aynı olmayan, bir çok vesileyle toplumu kandırılmış ve baskı altına almış ve bundan sonra da yine toplumu

kandırma ve hatta baskı altına alma potansiyeli olan kişilerden gelir (Smith, 2005:213-214). Yine Adam Smith (1776) bu çalışmasında, kendilerinin değil de başkalarının paralarının yöneticileri olan, şirket yöneticilerden, ortakların kendi mallarına özen gösterdikleri gibi aynı özeni göstermelerinin beklenemeyeceğini ifade etmiştir.

Berle ve Means (1932), modern şirket olarak adlandırdıkları, çok sayıda bireyin yatırım yaptığı, sahiplik yapısının dağılmış olduğu halka açık şirketlerde, kontrol yöneticilerin elinde toplanmıştır. Bu şirketlerde, sahipliğin ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla, hissedarlar ve yöneticiler arasında bir temsilcilik problemi ortaya çıkmıştır. Temsilcilik teorisi, bir tarafın(işverenin), işi gerçekleştirenleri(temsilcileri) işi yapmak için görevlendirdikleri, sık rastlanılan bir temsilcilik ilişkisi içinde meydana gelir (Eisenhardt, 1989:58). Temsilcilik teorisine göre, bir firma temsilciler(yöneticiler)le sorumlular(sahipler) arasındaki sözleşmeler ilişkisini temsil eder (Connelly, Hoskisson, v.d., 2010:1562). Bu ilişkinin her iki tarafı da fayda sağlayıcılar, bu durumda temsilcinin her zaman en iyi bir şekilde sahibin çıkarlarına göre hareket etmeyeceğine inanmak için iyi bir sebep vardır (Jensen ve Meckling, 1976:5). Temsilcilik teorisi, iki problemi çözmekle ilgilidir. Birincisi; temsilciyle işverenin arzu ve hedefleri çatıştığında ve temsilcinin işverenin lehine uygun bir şekilde davranıp davranmadığını izlemenin zor ve pahalı olduğu durum, ikincisi ise işveren ve temsilcinin risk alma tutumları ve tercihlerinin farklı olduğu durum (Eisenhardt, 1989:58).

Çıkar çatışmaları sadece yöneticilerle hissedarlar arasında yaşanmaz, hissedarlarla borç verenler arasında da yaşanabilir.

3.1.Yönetici-Hissedar Çatışma Tipleri

Sahipler veya finansörler, koydukları fonlar üzerinden bir getiri elde edebilmek için, yöneticilerin uzmanlaşmış insan sermayesine ihtiyaç duyarlar. Yönetici de, kendisinin yeteri kadar sermayesi olmadığı için finansörün fonlarına ihtiyaç duyar. Bu durumda, finansör, fonlarının yönetici tarafından sömürülmediğinden pek emin olamaz (Shleifer ve Vishny,1997:740). Yöneticiler, satışların büyümesi, imparatorluk inşası ve çalışanların refahı gibi değer maksimize etmeyen hedeflerin peşinde koşabilirler ve kaytarma, ikramiye gibi faydalar sağlayabilirler (Morck, Shleifer, v.d., 1988:293). Hissedarların şirket faaliyetleri üzerindeki etkileri sınırlıdır ancak sermayeleri risk altındadır. Onlar şirketleri yatırım vasıtaları gibi görürler ve yöneticilerden koydukları sermayeyi maksimize etme hedefi doğrultusunda etkin ve gayretle çalışmalarını isterler. Buna karşılık, yöneticiler firmayı, maaş, ikramiye, kendisine saygı ve/veya tanınma ve insan sermayesi için değer yaratma aracı olarak görürler (Byrd, Parrino, v.d., 1998:14). Dağılmış sahiplik yapısında sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması sonucu, yöneticiler şirket içinde kendi yerlerini sağlamlaştırma eğilimine girerler. Yönetici-hissedar çatışma tipleri olarak şunlar söylenebilir:

3.1.1.Çaba Sorunu

Jensen ve Meckling (1976) göre, yöneticilerin sahiplik payları düştükçe, yeni karlı girişimleri aramak gibi yaratıcı faaliyetlere sarf edeceği çaba isteği düşer.

Yöneticiler aslında böyle girişimlerden kaçınabilirler çünkü bu durum yöneticinin yeni teknolojileri öğrenmesi veya yönetmesi için çok sorun veya çaba gerektirir. Yöneticide, kaytararak oyunu kazanabileceği veya önceden kararlaştırıldan daha fazla ikramiye tüketebileceği algısı hasıl olur (Fama, 1980:296). Yöneticinin kaytarması demek, üzerinde anlaşılan çabanın yeteri kadar gösterilmemesi demektir. Yönetici daha az çalışmayı tercih edeceğinden(Harris ve Raviv, 1979:232) ortaya çıkacak olan eksik çaba gösterilmesi durumu ahlaki tehlike(moral hazard) manasına gelir (Eisenhardt, 1989:61). Bu ahlaki tehlike veya teşvik sorununun kaynağı, bireysel eylemler gözlemlenemediği için ve buna göre sözleşme yapıldığı için ortaya çıkan bireyler arasındaki bilgi asimetrisidir. Kaynakları, eylemlerin izlenmesine tahsis etmek ve bu bilgiyi sözleşmede kullanmak, bu soruna doğal bir çaredir (Hölmstrom, 1979:74).

3.1.2.Ayrırcı Risk Tercih Sorunu

Yöneticiler ve sahiplerin farklı risk tercihleri vardır. Temsilcilik teorisine göre, çeşitlendirilmemiş insan sermayesini firmaya yatırmış olan yöneticiler, çeşitlendirilmiş hissedarının perspektifinden arzu edilir olan riskli projeleri geçeceklerdir (Gürsoy ve Aydoğan, 1999:13). Çeşitlendirme yoluyla, firmaya özgü riskler elimine edilirken, sistematik risk yok edilemez. Onun için, iyi çeşitlendirilmiş yatırımcılar öncelikle sistematik riskle ilgilidirler. Yöneticilerin ise zenginliklerinin büyük bir kısmı, çalıştıkları firmanın yaşamasına bağlıdır. Yani, yöneticinin geliri firma riskiyle ilişkilidir. Önceden belirlenmiş performans hedeflerine ulaşamama, veya bir iflas durumu, yöneticilerin o anki işlerini kaybetmelerine yol açacak, gelecekteki istihdamlarına ve kazanç potansiyellerine zarar verecektir (Amihud ve Lev, 1981:606). Finansal bir sıkıntı veya projelerin başarısızlığı, yöneticinin emek piyasasındaki itibarını düşürebilir. Bu durumda yöneticiler kaybedecekleri şeyler daha fazla olacağı için, hissedarlara nazaran daha az risk almaya meyillidirler (Byrd, Parrino, v.d., 1998:16-17).

3.1.3.Farklı Ufuklar

Bir yöneticinin şirket üzerindeki talepleri, kendi görev süresiyle sınırlıdır. Öte yandan, şirketin ise belirsiz bir ömrü vardır ve hissedarlar gelecekteki nakit akışlarının sonsuz serilerinin diğeri ile ilgilenir. Yöneticiler ise istihdamları sırasındaki nakit akışlarıyla ilgilenirler, böylece yöneticiler, kendileri firmadan ayrıldıktan sonra ortaya çıkma olasılığı olan nakit akışlarını ciddi bir şekilde iskonto ederler (Jensen ve Smith, 1985:11;Byrd, Parrino, v.d., 1998:16).

3.1.4.Varlık Kullanım Problemi

Yöneticiler, hissedarların gözünde değerlerini artırmak için belirli yatırım yaparlar. Bu yapılan yatırımlar, öncelikli olarak değer maksimize edici yatırımlar olmasa bile, o anki yönetici altındaki en değerli yatırımlardır ve bu şekilde yönetici yerini sağlamlaştırarak, işten atılmasını zorlaştırır ve hissedarlardan daha yüksek tazminat elde edebilir (Shleifer ve Vishny, 1989:124). Yöneticiler, özel jetler, şirket arabalarını kullanmanın yanı sıra

pahalı ofisler gibi maaş harici haklara sahip olarak, şirket varlıklarını suiistimal edebilirler. Bu da firma ve nihai sahipler üzerine maliyetler getirir (Baker ve Powell, 2005:14). Önemli ölçüde serbest nakit akışları üreten firmalarda, hissedarlarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmaları çok ciddi ölçüde olur. Nakit fazlasını hissedarlara dağıtmak yerine, sermaye maliyetinin altında yatırım yapabilirler (Jensen, 1986:323).

3.2.Hissedarlarla Borç Verenler (Tahvil Sahipleri, Diğer Kredi Verenler) Arasındaki Çatışma

Bir firmanın borcu varsa, hissedarlarla bu borç verenler arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkar (Ross, Westerfield, v.d., 2003:427). Borç verenler, borcun anapara ve faizinin geri ödenmesi firmanın gelir akışının bir parçası üzerinde haklara sahiptirler. İflas durumunda da firmanın varlıkları üzerinde bir hakka sahiptirler. Ancak hissedarların yöneticiler vasıtasıyla firmanın karlılığı ve riskini etkileyen kararlar üzerinde kontrolleri vardır (Brigham ve Houston, 2003:24). Hissedarlar, alacaklıların bütün yükümlülükleri karşılandıktan sonra kalan nakiti alırlar. Ancak, eğer, firmanın varlıklarının değeri alacaklıya söz verilmiş olan değerden daha düşük olursa bu durumda, hissedarlar sınırlı sorumluluk sahibi oldukları için yükümlülüklerini yerine getiremeyebilirler. Firmanın yükselme potansiyeli olduğu durumlarda hissedarlar, bu durumun tek fayda sağlayıcıları iken, işlerin kötüye gitmesi durumunda aşağı yönlü riski taşıyacak olan ise borç verenlerdir (Kalay ve Lemmon, 2008:27). Hissedar-borç veren çatışma tipleri:

3.2.1.Kar Payı Ödeme

Eğer tahviller, firmanın temettü politikasının devam edeceği varsayımıyla fiyatlandırılırsa, ya borcun satışı yoluyla ya da yatırımlarda azalma yoluyla finanse edilen beklenmedik temettü artışları tahvillerin değerini düşürür (Jensen ve Smith, 1985:22). Eğer firma, tüm varlıklarını satar ve hissedarlara bir tasfiye temettüsü öderse, tahvil sahiplerinin hakları değersiz hale dönüşür (Smith ve Warner, 1979:118).

3.2.2.Hakların Sulandırılması(claim dilution)

Firma tahvil satar ve bu tahviller, ek borç ihraç edilmeyeceğini varsayarak fiyatlandırılırsa, aynı yada daha yüksek bir ek borç ihraç edilmesiyle tahvil sahiplerinin haklarının değeri azalır (Smith ve Warner, 1979:118). Eşit ya da daha yüksek önceliğe sahip alacaklı ekleyerek, hakların sulandırılması tahvil sahiplerini paydaş hiyerarşisinde daha alt seviyelere düşürür. Yeni borç, firmanın borçlarını ödeyememe olasılığını artırır, tahvil sahibinin zenginliği de azalır (Nash, Netter, v.d., 2003:204).

3.2.3.Varlık İkamesi

Borçlandıktan sonra, hissedarlar güvenli yatırımlardan daha riskli yatırımlara dönerek, borç verenlerden zenginlik transferi yapabilirler. Çünkü şirketin faaliyet riskinden bağımsız olarak, hissedarların sorumlulukları ve

potansiyel kayıpları şirkete yatırdıkları sermayeyle sınırlıdır (Vernimmen, Quiry, v.d., 2005:684).

3.2.4.Yetersiz Yatırım (Underinvestment)

Riskli borç ihraç etmek, yetersiz bir yatırım stratejisine sebep olarak elinde reel opsiyon olan firmanın şimdiki değerini düşürür (Myers, 1977:147). Bazı yatırım projeleri, yapıları itibariyle yüksek belirsizliğe sahiptir ve projenin ileri aşamalarında proje yapısını değiştirmek mümkündür. Bu gibi durumlarda firmalar ileri aşamalarda yatırım harcamalarını yapıp yapmama opsiyonunu ellerinde bulundurur (Uysal, 2002:147). Reel opsiyonlar kullanılarak, bir yatırım projesi genişletilebilir veya durdurulabilir. Pozitif net bugünkü değerli bir projenin olmasında bile, bir yönetici projeden kazançların hissedarlar ve borç verenler arasında bölünebileceğini kararlaştırırsa ve öyle ki hissedarlar normal bir getiri kazanmazsa, bu durumda proje üstlenilmeyebilir (Nash, Netter, v.d., 2003:203).

3.2.5.İşletmeyi Sağmak(milking the property)

Olası bir iflas durumundan önce hissedarlar ve/veya yöneticiler, borç verenler işletme varlıkları üzerinde bir hak iddia etmeden önce kendileri için yüksek temettüleri sağlamak ve maaş harici ek ödemeler, bonuslar, ikramiyeler vs. sağlayabilirler. Bu durumda borç verenler için firmada daha az şey bırakmış olurlar(Ross, Westerfield, v.d., 2003; Vernimmen, Quiry, v.d., 2005).

3.3.Temsilcilik Maliyetleri

Temsilcilik maliyetleri, firma yöneticilerinin çıkarları ile firma sahiplerinin çıkarları uyumlu olmadığı ve bu çıkarların hissedarın servetini azaltacak şekilde, iş üzerinden ikramiye sağlayıcı, kaytarmacı, çıkarıcı ve değişmez kararlar şeklini aldığı ortaya çıkar(Ang, Cole, v.d., 2000:83). Bu maliyetleri, Jensen ve Meckling (1976) şu şekilde sıralamıştır:

3.3.1.İzleme Maliyetleri

İzleme terimi, temsilcinin davranışını gözlemlemek ve ölçmekten daha fazlasını kapsar. Bütçe kısıtlamaları, tazminat(mali haklar) politikaları, işletme kuralları gibi yollarla, asılın(principal) temsilcinin(agent) davranışını kontrol etmek için harcadığı çabaları kapsar. İzleme maliyetleri, bilgi asimetrisi yönünden de düşünülebilir. Asıl-temsilci ilişkisinde asıl, (1) temsilcinin özellikleri, (2) temsilcinin yaptığı faaliyetler ve verdiği kararlar hakkında daha az bilgiye sahiptir. Bu bilgi asimetrisi demektir ve bu bilgi asimetrisinin iki yüzü ters seçim ve ahlaki çöküntü olarak adlandırılır. Bu durumda, asılların temsilcileri izlemeleri elzem haline gelmektedir (Zajac ve Westphal, 1994:127). Yönetici ise, çeşitlendirilmeyen ve ticarete konu olmayan beşeri sermayesinin çoğunu firmaya yatırır. Bu durum yöneticiyi riskten kaçınan bir pozisyona sokar ve yöneticiler, firma riskini taşımakta isteksiz olurlar. İşveren için, temsilcinin bu riski taşımasını sağlamak zor ve maliyetlidir (Zajac ve Westphal, 1994:123). İşveren, yöneticinin bu riski almasını sağlamak için,

yöneticiye maaş, primler, hisse senedi opsiyonları gibi mali haklar sağlar. Yönetici, firma performansına bağlı olarak mali haklar(compensation) riskini kabul etmediğinde, yönetim kurulları tarafından yüksek düzeyde bir izleme gerekecektir. O nedenle güçlü bir izleme, yönetici teşvikleri zayıf bir şekilde firma performansına bağlı olduğunda uygun olacaktır ve izlemenin faydaları maliyetleri aşacaktır. Üst yönetimin firmada az bir sermaye sahipliği varsa, bu durumda izleme artırılmalıdır (Beatty ve Zajac, 1994:317-318). Yöneticilerin izlenmesinde, performanslarını gösteren raporların önemli bir yeri vardır. Dış hissedarlar veya borç verenler bu raporları yöneticiler izlemek için hazırlayabilirler (Jensen ve Meckling, 1976:46). Borç verenler için de, bu tip bir izleme maliyeti söz konusudur. Özellikle bankaların temel işgal sahaları para mevduat toplayıp, bunu kredi olarak vermek olduğu için, borcu verdiği firma, kişi, kurumu daha fazla izleme isteği ve yetkinliği vardır. Bu konuda uzmanlaşmış birim oluştururlar ve uzman kişileri istihdam ederler (Turaboğlu, 2004:119).

3.3.2.Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri

Bu maliyetler, temsilcinin asıla zarar verecek kararlar almayacağı veya alsa bile bunları telafi edeceğine dair harcadığı kaynaklardır. Ayrıca, temsilcilik çatışmasını azaltmak için, yöneticinin kendi yararı pahasına da olsa üzerine aldığı, sarf ettiği çabalarıdır (Depken, Nguyen, v.d., 2006:8). Temsilciler ve asıllar arasında, tarafları önceden kararlaştırılmış davranış tiplerine ve belirlenen bu davranış tipine uygun davranılmadığında uygulanacak yaptırımları gösteren sözleşmeler oluşturulur. Temsilciler ve asıllar arasındaki hedef uyumlaştırmasını gerçekleştirmenin bir diğer tazmin edici-garanti sağlayıcı yolu, teşvik programıdır. Stratejik ve iş planları gibi yönetim uygulamaları benimseyerek, üzerinde anlaşılacak finansal ve diğer hedefler yoluyla, tarafların hedeflerinin uyumlu hale getirilmesi bir diğer tazmin edici-garanti sağlayıcı yoldur (McMahon, 2006:3). Hissedarlar veya borç verenler tarafından yöneticileri izlemek için hazırlanan raporlar, eğer yönetici tarafından daha az bir maliyetle hazırlanabiliyorsa, bu durumda yönetici bu raporları hazırlama ve bağımsız bir dış denetçiye doğrulanması maliyetine katlanacaktır (Jensen ve Meckling, 1976:46-47). Hissedarlar ve yöneticilerin borç verenlerle olan ilişkilerinde, borç sözleşmeleri konulan kısıtlamaları kabul etmeleri de bu maliyetler içinde yer alır. Smith ve Warner (1979), bu sözleşmeleri dört kategoride incelemişlerdir:

a)Üretim-yatırım anlaşmaları: Belirli projelerin kabul edileceğine dair borç verenlere güvence verilir.

b)Kar payı sözleşmeleri: Belirli oranda kar payı ödeneceği veya ödenmeyeceğine dair yükümlülükler üstlenilir.

c)Finansman sözleşmeleri: Ek borç alınmayacağı ve/veya yeni hisse senedi çıkarılmayacağı taahhütlerinin bulunmasıdır.

d)Tazmin sözleşmeleri: Diğer sözleşmelere bağlı olarak uygulanır ve kısıtlamalara uyulmadığında tazminat ödenmesi kabul edilir (Turaboğlu, 2004:121).

3.3.3.Önlenemeyen Kayıplar

Sahibin zenginliğini maksimize edecek kararlarla, yöneticinin alacağı kararlar arasında bazı ayrışmalar olacaktır. Jensen ve Meckling(1976), bu ayrışmalar yüzünden yöneticilerin firma değerinin maksimize edecek kararlardan farklı kararlar aldığında, sahibin zenginliğindeki azalmanın parasal değer kaybına, önlenemeyen kayıplar demişlerdir. Asıl-temsilci sözleşmelerini tam olarak uygulamanın maliyeti, bunları uygulamadan elde edilecek faydaları gölgede bırakacaktır. Yönetici eylemleri gözlemlenemez olduğundan, her durum için tam bir sözleşme yapmak zordur. Bunun sonucu, temsilcilik problemlerini azaltmak için tasarlanmış sözleşme mekanizmalarını uygulama ile aşırı derecede sınırlandırıcı yönetim arasında dengeyi gösterecek optimal bir düzeydir veya önlenemeyen kayıptır (McColgan, 2001:7).

3.4.Sahiplik Yoğunlaşması-Temsilcilik Teorisi

Anglo-Sakson sistemde, dağılmış sahiplik yapısını gösteren Berle ve Means(1932)'nin belirttiği modern şirkette sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla, yöneticilerle ve dağılmış küçük hissedarlar arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmıştır. Literatürde ağırlıklı bir şekilde bu tür çıkar çatışmaları incelenmiş ve bu problemlerin çözümleri bulunmaya çalışılmıştır. Bunun aksine, birçok ülkede dağılmış sahiplik yapısından ziyade şirketlerin başkan olarak kontrol eden bir büyük hissedarı vardır (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 1999; Shleifer ve Vishny, 1986; Shleifer ve Vishny, 1997). Bu da ortaya, hakim ortak olarak adlandırılan hissedarın şirketin sahipliğinin büyük bir kısmını elinde tuttuğu, geri kalan kısmın ise azınlık hissedarların elinde tuttuğu durum olan sahiplik yoğunlaşması durumunu ortaya çıkarır. Dağılmış sahiplik yapısındaki küçük bir hissedar, yöneticileri izlemenin maliyetini bütünüyle üstlenirken, bu izlemeden sağlanacak fayda ancak şirketteki payı olacaktır. Bu faydalar bütün hissedarlar arasında paylaşılırken, küçük paylara sahip hissedarlar bazı diğer küçük hissedarların izlemeyi yapacaklarını umarlar. Bu bedavacılık (free-rider) problemidir (Byrd, Parrino, v.d., 1998:23). Dağılmış sahiplik yapısındaki küçük hissedarların aksine, büyük hissedarlar yönetimi daha etkin bir şekilde izleyebilir, kontrol edebilirler. Böylelikle hissedar ve yönetici arasındaki temsilcilik problemi hafifler. Ancak büyük hissedarlar geleneksel hissedar-yönetici çıkar çatışmalarını azaltırken, diğer taraftan başka bir temsilcilik probleminin kaynağı olurlar. Çünkü bu büyük hissedarlar, küçük hissedarların aleyhine, kendi hedeflerinin peşine düşerler (Burkart ve Panunzi, 2001; Hu ve Izumida, 2008; Arosa, Itturalde, v.d., 2010).

Büyük hissedarlar, şirketlerde kontrolü ellerinde tutma pahasına nakit akış haklarını azaltabilirler. Bu azaltma yolları piramit yapılar, çapraz sahiplikler ve farklı oy haklarına sahip olmaktır (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 1999:473; Claessens, Djankov, v.d., 2000:82). Yüksek oranda oy hakkının yoğunlaşması, hakim hissedarların özel faydalar elde etmeleri için bir teşvik olacaktır(Arosa, Itturalde, v.d., 2010:6). Kontrol hakları ile nakit akış haklarının birbirinden iraksaması ile, büyük hissedar sahipleri el koyma, varlık transferi gibi faaliyetlere girebilirler (Bany Ariffin, 2009:14). Bu varlık transferi çeşitlerinden biri de hortumlama(tünelleme)(Johnson, La Porta, , v.d., 2000) denen, hakim hissedara ki bu kişi genelde üst yöneticidir, şirket kaynaklarının transferi

yoludur. Johnson, La Porta, , v.d., (2000), hortumlamayı iki şekilde incelemişlerdir. İlk olarak, kurumsal fırsatlar, kredi garantileri, aşırı yönetici mali hakları, hakim hissedara avantajlı transfer fiyatlandırması gibi sözleşmeler, varlık satışları, düpedüz hırsızlık veya sahtekarlıklar yoluyla yapılan işlemleri kapsar. İkinci olarak, hakim hissedar hisse senedi sulandırılması, içerden öğrenenlerin ticareti, kaçak satın almalar gibi yollarla herhangi bir varlık transferi olmaksızın firmadaki payını artırabilir. Onun için küçük hissedarların bu şekilde sömürülmekten korkması, firmaya yüksek bir sermaye maliyetine sebep olabilir, o yüzden bunu verimsiz yatırımlar takip eder (Hu ve Izumida, 2008:73). Yine bu şekilde bir iraksama, büyük hissedarların saldırgan bir biçimde “aşırı bir genişleme”ye gitmeleri için motive edebilecektir (Morck, Stangeland, v.d., 2000). Hakim hissedarlar, doğrudan cezalandırılmaksızın şirketin kendilerine sağladığı avantajları, ikramiyeleri tüketebilmelerini sağlayan sermayeyi saldırgan bir biçimde kullanmayı tercih ediyor gibi görünürler (Attig, Fischer, v.d., 2004:9).

Dünya genelinde şirket sahiplik yapılarına bakıldığında Amerika Birleşik Devletleri ve Birleşik Krallık'ın dışında yoğunlaşmış sahiplik yapısı görülmekte ve hakim hissedarlar genellikle aileler olmaktadır (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 1999; Masulis, Phan, v.d., 2011). Birçok ülkede aileler, aile işletme grubu(family business group) denen tek bir ailenin kontrolü altında birden fazla firmadan oluşan bir yapı oluştururlar (Almeida ve Wolfenzon, 2004:1). Aile üyeleri genelde yönetici olarak bu firmalarda görev yaparlar. Fakat ailelerin profesyonel yöneticileri işe aldığı durumlar da vardır. Bu durumlarda hakim hissedar, kendisi yönetici olarak görev almadan, kendisine kişisel olarak fayda sağlayarak, piyasa dışı şartlarda şirketi oluşturabilir (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 2002:1150).

Aile grupları hakkında bu zamana kadar gelen literatür, ağırlıklı olarak piramidal yapıları inceler çünkü piramidal yapı, nakit akışı ve kontrol hakları arasında açık bir kontrol kaldıracına(wedge) yol açar ve belli bir sermaye katkısı gerektirmeksizin kontrolü kolaylaştırır (Masulis, Phan, v.d., 2011). Kontrol kaldıracı(wedge); nihai hakim hissedarın oy haklarının nakit akış haklarına oranıdır, iki hak arasındaki eşitsizliktir (Jiang, Kim, v.d., 2011). Aileler, şirketler üzerinde özellikle piramit yapılar yoluyla, nakit akış haklarından daha fazla kontrol haklarına sahip olurlar. Hakim hissedarların kontrol haklarına ek olarak önemli bir nakit akış hakları olduğunda, yöneticileri daha güçlü bir şekilde izlemek için güdeleri olur ve bu durum azınlık hissedarların sömürülmesini sınırlandırabilir (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 1999).

Hakim hissedarlar, borç verenleri de sömürebilirler (Shleifer ve Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 2002). Dağılmış sahiplik yapısında, bir şirketin borcunu ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda, o şirketin yöneticilerinin itibarı ve kariyeri zarar görür. Borç oranının artması, şirketin iflas riskini yükselteceğinden yöneticiler işlerini kaybedecekleri korkusuyla karşı karşıya kalırlar. Ayrıca, firma borç kullandığında bu kullanılan borcun geri ödeme yükümlülükleri, firma varlıklarının ürettiği serbest nakit akışların yöneticilerce kendi lehlerine gereksiz bir şekilde kullanılmasını sınırlandırır (Jensen, 1986; Zwiebel, 1996; Stulz, 1990). Görüldüğü gibi, yöneticiler riskten kaçınır olurlarken, hissedarlar ise riski tercih ederler (Easterbrook, 1984:653). Hissedarların daha çok riski tercih eder durumda

olmaları, hakim bir hissedarın piramit bir yapı içerisinde kontrol sahibi olduğu işletme grubu için de geçerli olur. Hakim hissedar, piramit yapı içindeki bağlı bir şirket yoluyla borç alabilir ve diğer hissedarları ve borç verenleri sömürerek, kaynakları piramidin en tepesine transfer edebilir (Faccio, Lang, v.d., 2007:3). Yüksek borç oranının büyük hissedarlar için bir avantajı da, hakim hissedarın şirket üzerinde kontrolü kaybetmeden daha fazla kaynağı kullanmasına (sömürmesine) izin vermesidir (Ellul, 2009:2).

Hakim hissedarlar daha çok risk alma meyilli oldukları için, şirketlerinde dış kaynak olarak borçlanmayı tercih edeceklerdir. Bu borcu verenlerin hakları yasalarla daha iyi korunursa, daha fazla bir ölçüde o şirkete borç vermek isteyeceklerdir. Çünkü daha iyi bir yasal korumayla, şirketi kontrol eden hissedarın borç verenleri sömürülmesinin önüne geçilebilecek ve şirketin karlarının çoğu borç verenlere faiz olarak geri dönebilecektir (La Porta, Lopez-de-Silanes v.d., 2002:1147). Genel olarak borç verenleri korumak için iki yol vardır (La Porta, Lopez-de-Silanes, v.d., 1998:1134). Birincisi; borçlu firma tasfiyeye gittiğinde, bunun karşılığında borç verenin teminatı kullanmasıdır. İkincisi ise; bazı ülkelerde firmanın tasfiyeye gitmesini engellemek için teminatın kullanılması zorlaştırılması sonucu, firmanın yeniden yapılandırılmasına karar vermede borç verenlerin söz sahibi olmasıdır. Hakim hissedarların borç kullanmaları, borç verenlerin yasal olarak güçlü bir şekilde korunduğu yerlerde, borç verenler tarafından daha dikkatli izlenilmesi gibi, hakim hissedarın kaçındığı bir durumu da ortaya çıkarabilir (Liu ve Tian, 2012:799). Borç verenlerin yasal olarak korunmalarının zayıf olduğu yerlerde, hakim hissedarlar ödemeleri geciktirerek veya bu ödemeleri yapmayı reddederek, aşağı yönlü riski borç verenlerin üzerine kaydırabilirler (Faccio, Lang, v.d., 2010:89). Zayıf yasal korumanın olduğu ülkelerde, hakim hissedarın yüksek kaldıraç yoluyla yaptığı suiistimalin (sömürmenin) özel faydası, bu yüksek kaldıraçın maliyetlerinden daha yüksektir (Liu ve Tian, 2012:791)

SONUÇ

Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması sonucu ortaya çıkan temsilcilik ilişkileri, bir tarafın diğer bir tarafı kendi çıkarları lehine çalışması için yetkilendirmesidir. Bu çalışmada, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasının temsilcilik teorisinin doğmasına başlangıç olması ve daha sonra temsilcilik teorisi; dağılmış sahiplik ve yoğunlaşmış sahiplik boyutlarında, yönetici-hissedar ve hissedar-borç verenler arasındaki ilişkiler çerçevesinde incelenmiştir.

İnceleme sonucunda görülmektedir ki, taraflar arasındaki temsilcilik ilişkileri çıkar çatışmalarına yol açmakta ve bu çıkar çatışmaları temsilcilik maliyetleri adı altında çok çeşitli maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. Temsilcilik ilişkilerinde ortaya çıkan bu çıkar çatışmaları, şirketleri hatta daha sonra genel olarak ekonomileri bile krizlere sürükleyebilecek noktalara gelebilirler.

Bu konunun güncelliği ve önemi bir kez daha özellikle 2008 krizinde görülmüştür. 2008 krizinde, şirketler kötü bir şekilde yönetilmişlerdir ve bunun sonucunda çok büyük şirketler batmıştır. Temsilcilik ilişkilerinin daha iyi bir şekilde dengelenmesi, şirketlerin iyi bir biçimde yönetilmelerinin temel noktalarından biridir.

Bu konunun, özellikle Türkiye bağlamında daha ayrıntılı Őekillerde, Şirketler ve sektörler bazında incelenmesi kanımızca, hem literatüre hem de genel olarak iŐ dünyasına büyük katkıda bulunacaktır.

KAYNAKÇA

- ALMEIDA, H. ve WOLFENZON, D. (2004), A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, <http://www.business.illinois.edu/finance/papers/2004/almeida.pdf>, (Erişim Tarihi:16.05.2013).
- AMIHUD, Y. ve LEV, B. (1981), Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *The Bell Journal of Economics*, 12(2): 605-617.
- ANG, J., COLE, R. ve LIN, J. (2000), Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, 55(1): 81-106.
- AROSA, B., ITTURALDE, T. ve MASEDA, A. (2010), Ownership Structure and Firm Performance In Non-Listed Firms: Evidence From Spain, http://www.catedrafamiliar.ehu.es/p297-content/es/contenidos/informacion/cef_publicaciones/es_publicac/adju ntos/Ownership_structure_and_firm_performance_in_non_listed_firms_e vidence_from_Spain.pdf, (Erişim Tarihi: 15.11.2012).
- ATTIG, N., FISCHER, K. P. ve GADHOUM, Y. (2004), On the Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=434201, (Erişim Tarihi: 15.06.2013).
- BAKER, H. K. ve POWELL, G. E. (2005), *Understanding Financial Management: A Practical Guide*, Blackwell Publishing, UK.
- BANY ARIFFIN, A. N. B. (2009), Pyramidal Ownership Structure and Agency Problem: Theory and Evidence, *Research Bulletin Integration&Dissemination*, 9-18.
- BARRY, T. A., LEPETIT, L., ve TARAZI, A. (2009), Ownership Structure and Risk in Publicly Held and Privately Owned Banks, <http://southwesternfinance.org/conf-2010/E2-3.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.06.2013).
- BEATTY, R., ve ZAJAC, E. (1994), Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings, *Administrative Science Quarterly*, 39(2): 313-335.
- BEBCHUK, L. A., KRAAKMAN, R., ve TRIANTIS, G. (2000), *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual-Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, Volume Editor: Randall MORCK, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, ss. 295-318.
- BERLE, A. ve MEANS, G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- BIANCHI, M., BIANCO, M. ve ENRIQUES, L. (1999), *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, Working Paper, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=168208, (Erişim Tarihi: 11.07.2013).
- BRIGHAM, E. ve HOUSTON, J. (2003), *Fundamentals of Financial Management*, Thomson Learning Inc., USA.

- BURKART, M. ve PANUNZI, F. (2001), Agency Conflicts, Ownership Concentration and Legal Shareholder Protection, Financial Markets Group Discussion Paper, London School of Economics.
- BUTLER, E. (2011), The Condensed Wealth of Nations, Adam Smith Research Trust, England.
- BYRD, J., PARRINO, R. ve PRITSCH, G. (1998), Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value, Financial Analysts Journal, 54(3): 14-30.
- CAPRIO, G., LAEVEN, L. ve LEVINE, R. (2007), Governance and Bank Valuation, Journal of Financial Intermediation, 16: 584-617.
- CHEFFINS, B. R. ve BANK, S. A. (2009), Is Berle and Means Really a Myth?, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1352605, (Erişim Tarihi: 16.03.2013).
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. P. H. ve LANG, L. (2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, The Journal of Finance, 57(6): 2741-2771.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S. ve LANG, L. (2000), The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, Journal of Financial Economics, 58: 81-112.
- CONNELLY, B., HOSKINSON, R. E., TIHANYI, L. ve CERTO, S. T. (2010), Ownership as a Form of Corporate Governance, Journal of Management Studies, 47(8): 1561-1589.
- CRONQVIST, H. ve NILSSON, M. (2003), Agency Costs of Minority Shareholders, The Journal of Financial Quantitative Analysis, 38(4): 695-719.
- ÇITAK, L. (2007), The Impact of Ownership Structure on Company Performance; A Panel Data Analysis on İstanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies, International Research Journal of Finance and Economics, 9: 231-245.
- DEMSETZ, H. (1983), The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, Journal of Law and Economics, 26(2): 375-390.
- DEMSETZ, H. ve LEHN, K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, Journal of Political Economy, 93(6): 1155-1177.
- DEPKEN, C. A., NGUYEN, G. X. ve SARKAR, S. K. (2006). Agency Costs, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach, Discussion Paper, Finance Management Association European Conference, Stockholm. <http://belkcollegeofbusiness.uncc.edu/cdepken/P/agencycosts.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.10.2012).
- EARLE, J. S., KUCSERA, C. ve TELEGDY, A. (2005), Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do too many Cooks Spoil the Goulash?, [Corporate Governance: An International Review](#), 2(3): 254-264.
- EASTERBROOK, F. (1984), Two Agency-Cost Explanations of Dividends, The American Economic Review, 74(4): 650-659.
- EDWARDS, J. S. S. ve WEICHENRIEDER, A. J. (2009), Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration, http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/edwards/JEBO_13MayJE.pdf, (Erişim Tarihi: 16.05.2013).

- EISENHARDT, K. M. (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 14(1): 57-74.
- ELLUL, A. (2009), Control Motivations and Capital Structure Decisions, Working Paper, Kelley School of Business, Indiana University, <http://www.asb.unsw.edu.au/schools/bankingandfinance/Documents/A.%20Ellul%20-%20Control%20Motivations%20and%20Capital%20Structure%20Decisions.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.12.2012).
- FACCIO, M., ve LANG, L. (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- FACCIO, M., LANG, L. ve YOUNG, L. (2007), Debt and Expropriation, Purdue CIBER Working Papers, Krannert Graduate School of Management. <http://docs.lib.purdue.edu/ciberwp/50>, (Erişim Tarihi: 13.12.2012).
- FACCIO, M., LANG, L. ve YOUNG, L. (2010), Pyramiding vs Leverage in Corporate Groups: International Evidence, *Journal of International Business Studies*, 41: 88-104.
- FAMA, E. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88(2): 288-307.
- FAMA, E. ve JENSEN, M. (1983a), Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26(2): 327-349.
- FAMA, E. ve JENSEN, M. (1983b), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-325.
- GÖNENÇ, H. (2006), Ownership Concentration and Corporate Performance: A Simultaneous Equation Framework for Turkish Companies, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498263, (Erişim Tarihi: 05.05.2013).
- GÜRSOY, G. ve AYDOĞAN, K. (1998), Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: *An Empirical Investigation in Turkish Companies*, <http://www.bilkent.edu.tr/~aydogan/OwnershipStructure.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.03.2013).
- HARRIS, M. ve RAVIV, A. (1979), Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, 20: 231-259.
- HESEN, R. (1983), The Modern Corporation and Private Property: A Reappraisal, *Journal of Law and Economics*, 26(2): 273-289.
- HÖLMSTROM, B. (1979), Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, 10(1): 74-91. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Residual+Claim>
- HU, Y. ve IZUMIDA, S. (2008), The Relationship Between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence, *International Business Research*, 1(4): 72-81.
- IANNOTTA, G., NOCERA, G. ve SIRONI, A. (2007), Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry, *Journal of Banking&Finance*, 31: 2127-2149.
- JENSEN, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- JENSEN, M. ve MECKLING, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal Financial Economics*, 3(4): 305-360.

- JENSEN, M. ve SMITH, C. (1985), Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, Volume Editors: E. ALTMAN, M. SUBRAHMANYAM, Recent Advances in Corporate Finance, Dow-Jones Irwin.
- JIANG, L., KIM, J. B., ve PANG, L. (2011), Control-Ownership Wedge and Investment Sensitivity to Stock Price, Journal of Banking and Finance, 35(11): 2856-2867.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. ve SHLEIFER, A. (2000), Tunnelling, Working Paper, <http://www.nber.org/papers/w7523>, (Erişim Tarihi: 11.12.2012).
- KALAY, A. ve LEMMON, M. (2008), Payout Policy, Volume Editor: E. ECKBO, Handbook of Empirical Corporate Finance, Vol:2, Elsevier, USA.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. ve SHLEIFER, A. (1998), Law and Finance, Journal of Political Economy, 106(6): 113-1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. ve SHLEIFER, A. (1999), Corporate Ownership Around the World, The Journal of Finance, 31: 471-517.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (2002), Investor Protection and Corporate Valuation, The Journal of Finance, 57(3): 1147-1170.
- LAEVEN, L. ve LEVINE, R. (2008a), Complex Ownership Structures and Corporate Valuations, The Review of Financial Studies, 21(2): 579-604.
- LAEVEN, L. ve LEVINE, R. (2008b). Bank Governance, Regulation and Risk Taking, Journal of Financial Economics, 93(2): 259-275.
- LEECH, D. ve LEAHY, J. (1991), Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies, The Economic Journal, 101(409): 1418-1437.
- LIU, Q. ve TIAN, G. (2012), Controlling Shareholders Expropriation and Firms Leverage Decision: Evidence From Chinese Non-Tradable Share Reform, Journal of Corporate Finance, 18(4): 782-803.
- MAHER, M. ve ANDERSSON, T. (1999), Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth, OECD.
- MASULIS, R., PHAN, P. ve ZEIN, J. (2011), Family Business Groups Around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices, The Review of Financial Studies, 24(11): 3556-3600.
- McMAHON, R. (2006), Bonding and Monitoring in Equity Agency Relationships: Non-family Versus Family SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey, Flinders University Research Paper, <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2006/06-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.10.2012).
- MEANS, G. C. (1931), The Separation of Ownership and Control in American Industry, The Quarterly Journal of Economics, 46(1): 68-100.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1988), Management Ownership and Market Valuation, Journal of Financial Economics, 20: 293-315.
- MORCK, R., STANGELAND, D. ve YEUNG, B. (2000), Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease, NBER Working Paper No. 6814, <http://bschool.nus.edu/departments/busspolicy/BY%20papers/inherited%20wealth.%20corporate%20control%20and%20economic%20growth.pdf>, (Erişim Tarihi: 11.12.2012).

- MYERS, S. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- NASH, R., NETTER, J. ve POULSEN, A. (2003), Determinants of Contractual Relations Between Shareholders and Bondholders: Investment Opportunities and Restrictive Covenants , *Journal of Corporate Finance*, 9: 201-232.
- RASIAH, D. (2012), The Separation of Ownership and Control in Malaysian Domestic Companies, <http://www.ipedr.com/vol38/024-ICEBI2012-A10014.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.05.2013).
- ROSS, S., WESTERFIELD, R. ve JAFFE, J. (2003), *Corporate Finance*, The McGraw-Hill, Sixth Edition, USA.
- SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94(3): 461-488.
- SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1989), Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, 25: 123-139.
- SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- SMITH, A. (1776), *The Wealth of Nations*, An Electronic Classics Series Publication, Editor: J. MANIS, The Pennsylvania State University, 2005. <http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/wealth-nations.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.10.2012).
- SMITH, C. ve WARNER, J. (1979), On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics*, 7: 117-161.
- STULZ, R. M. (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26: 3-27.
- TURABOĞLU, T. T. (2004), Vekalet-Temsil-Problem ve Maliyetleri, *Ekonomik Yaklařım Dergisi*, 15(51): 109-124.
- UYVAL, E. (2002), Yatırım Projeleri Analizinde Black-Scholes Opsiyon Fiyatlama Modelinin Kullanımı, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakóltesi Dergisi*, 56(1): 135-148.
- VERNIMMEN, P., QUIRY, P., LE FUR, Y., DALLOCCHIO, M. ve SALVI, A. (2005), *Corporate Finance: Theory and Practice*, John Wiley&Sons Ltd, Sixth Edition, England.
- ZAJAC, E. ve WESTPHAL, J. (1994), The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S. Corporations: When is More Not Better?, *Strategic Management Journal*, 15: 121-142.
- ZWIEBEL, J. (1996), Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment, *The American Economic Review*, 86(5): 1197-1215.