

İTİBAR KAZANMAK: KURUMSAL YÖNETİM İÇİN PAYDAŞ YAKLAŞIMLARI GELİŞTİRMEK

David WHEELER

*Erivan K. Haub İş ve Sürdürülebilirlik Profesörü, Schulich İş Okulu,
York Üniversitesi, Toronto, Kanada*

Rachel DAVIES

Kanadalı bir yatırım aracılığı firmasının Öz Kaynak Araştırma'dan sorumlu çalışanı.

Çeviren: Duygu YALÇIN

ÖZET

Bu yazıda, firmaların ekonomik performanslarına, maddi olmayan varlıkların artan önemi için göstergeleri tanımlamaktayız ve sermaye piyasaları ve sosyal ağların güvenini kazanma ve sürdürmede kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi ve ilişkiye dayalı itibara (sosyal sermaye) özel önem vermekteyiz. Kanada'da yürütülen küçük bir araştırmadan, bu günlerde uzman analistler tarafından değerlendirilmiş olan iyi kurumsal yönetim uygulamalarının, kısa dönemde hisse senedi fiyat performansı ile muhakkak ilişkili olmadığı kanıtını sunuyoruz. Paydaşların itibarının da, sosyal yapıyı iki kaynaktan doğduğunu varsayıyoruz: (i) artan sosyal sermaye ve (ii) üst yönetim ve yönetim kurullarının prestiji veya kurallara uygunluğun algılanış şekli olarak tanımlanan, artan saygınlık. Her ikisi de, firma tarafından değer yaratımının paydaşlar tarafından algılanmasına bağlıdır. İtibar ve değer yaratımı arasındaki bağlantıları açıklamak için bir model sunmaktayız ve değer anahtar sürücülerinin sosyal yapıyı doğasını kabul edersek, kurumsal yönetim teorisi ve uygulaması için önemli göstergelerin bulunduğu sonucuna varırız. Bu göstergeler ayrıca kurumsal yönetimde paydaş dahil yaklaşımların potansiyel değerini destekler.

İtibar'dan iyi yönetime

Bu dergideki önceki bir yazıda, MacMillan ve Downing (1999), kurumsal yönetim normları ve beklentilerinin değişen doğasını aktardılar ve 'itibar' kavramını, hissedar değerinin bir anahtar sürücüsü olarak savundular: 'İtibar başarılı işlerin, özellikle günümüzün hizmet ve ileri teknoloji işlerinin değerinin çoğunu oluşturma yönündedir.

Hissedar değerinin gerçekten bulunduğu yer orasıdır'. Stratejik yönetime paydaş yaklaşımları ve sosyal sermaye konusunda gelişen literatürdeki iddialarına göre Macmillan ve Downing bir zamanlar ünlü Enron, Tyco ve Worldcom gibi şirketlerin bazılarında kurumsal yönetimde potansiyel bir çatlak teşhis ettiler.

Daha sonra, Morgan ve Hunt (2000) ve MacMillan ve diğerleri pazarlamanın 'bağlılık-güven' teorisi üzerine, davranışsal dönemlerdeki bu ilişkilerde ve paydaş algılamalarında gömülü değeri ele geçirmek için tasarlanmış iş ilişkilerinin bir modelini geliştirdiler. Bunlar, (i) yaratıcı işbirliği (ii) paydaş bağlılığı (iii) paydaş itaati ve (iv) paydaşların davranışları ile ilgili gelecek güveni idi. MacMillan'ın ve İngiltere'deki çalışma arkadaşlarının çalışmaları, esasen R. Edward Freeman (1984) tarafından tasarlanan bir alana yayılan, paydaş teorisinin 'pragmatik okulu' olarak nitelendirebileceğimiz zengin bir araştırma geleneğinin parçasını oluşturur.

Yirmi yıldır, Freeman (1990) ve pek çok ortak yazar ve tarafları (Wicks ve Parmar 2004), ekonomi rasyonalistleri tarafından resmen ilan edilen firmanın amacının sınırlı tanımlarını ciddi eleştirdiler. Freeman ve çalışma arkadaşları, bazı iş etikçilerinin yönetsel karar vermede kayırdığı kuralcılığın pratikten ayrıştırılmasını yapay bulmuş ve buna muhalefetlerinde de aynı derecede tutarlı olmuşlardır. Bunun yerine, Freeman paydaş kapitalizminin yöneticiler tarafından etik davranış ve uygulanabilir iyi mantık üstüne bir sentez gerektirdiğini öne sürer. Freeman'ın tamamıyla pragmatik görüşü, paydaş kapitalizminin 'yüksek bir standart koyduğu, günümüzün sağ duyulu uygulamalı dünyasını tanıdığı, ve yöneticilerden tüm paydaşlar için değer yaratma görevi ile meşgul olmalarını istediği' şeklindedir (2000).¹

MacMillan'ın çalışmalarının en iyi anlaşılacağı kulvarın pragmatik paydaş yaklaşımları kategorisinde olduğuna inanıyoruz. MacMillan'ın editörlüğünde, Freeman ve diğerlerinin, değer yaratımı ile modern sosyal ağlar bağlamındaki paydaş yaklaşımı stratejik yönetim, kurum sosyal sorumluluğu ve sürdürülebilirlik kavramlarının bağlantısını araştırdıkları o çalışma bu dergidedir (Wheeler, Colbert ve Freeman 2003). MacMillan'ın çalışmasını özellikle ilginç yapan şey, itibar ve

hissedar değer yaratımı hakkındaki görüşlerine, pazarlama, kurum stratejisi ve kurumsal yönetim literatürlerinin özgün bir kombinasyonu aracılığı ile ulaşmasıdır. MacMillan'ın çalışmasında, ilişkiye dayalı pazarlama, sosyal sermaye ve güvene yapılan referanslar, sürekli ve etkili olarak yönetimin doğasının daha genel kavramları ve paydaş yaklaşımı stratejik yönetime dayandırılmıştır.

Firmanın ilk amacının hissedarlar için (vekalet teorisinin kuralcı versiyonları ile tutarlı) ekonomik değerin maksimize edilmesi olduğuna inananlar ile firmaların topluma ve ekonomik olmayan paydaşlara (paydaş teorisinin kuralcı versiyonları ile tutarlı) daha kapsamlı bir görev borcu olduğuna inananlar karşılaştırıldığında aralarında uzun-sürelili bir yönetim hizipleşmesi olduğu görülmüştür. Birkaç onur verici istisna dışında² bu tartışma büyük ölçüde iş etiğinin nüfuz bölgesini nadiren patlatan kuralcı paydaş teorisyenleri ile finans, ekonomik ve stratejik yönetim literatürlerine bağlanan kuralcı vekalet teorisyenleri arasında birbirinden kopuk bir şekilde yürütülmüştür. Bu bölünme, vekalet teorisinin hem saha üzerinde, hem de pratisyenlerin ve yorumlayıcıların görüşleri üzerinde sıkı bir hegomonik etkisinin hüküm sürdüğü Kuzey Amerikan kurumsal yönetim literatüründe bir bütün haline getirilmiştir (Daily, Dalton ve Cannella Jr, 2003).³

Bazı istisnalar vardır: Örneğin, uluslararası bir bakış açısı alalım, Aguilera ve Jackson (2002), vekalet veren-vekil ilişkisi içerisinde paydaşların çeşitliliği, firma paydaşlarının birbirine bağımlılığı ve yönetim uygulamalarının global olarak geliştiği kurumsal çevrelerin karmaşıklığı ve değişikliği ile ilgili olarak vekalet teorisinin sınırlamaları olduğundan söz etmişlerdir.

² İyi örnekler, Donaldson ve Preston, *Academy of Management Review*, Cilt 20 ve Berman, Wicks, Kotha ve Jones (1999).

³ Akademik bir bakış açısı için bakınız: Daily, Dalton ve Cannella Jr, (2003). Pratisyen bazlı eleştiriler için bakınız örneğin: Carver ve Oliver (2002) ve Dimma (2003). Ayrıca Chew ve Gillan'da Monks ve Minow (2005).

¹ Daha fazla genel bilgi için, ayrıca bakınız: Freeman ve McVea, ayrıca Freeman ve Harrison (editörler) (2001).

MacMillan'ın bakış açısına paralel olarak, kurumsal yönetim bağlamında vekalet teorisinin ve paydaş teorisinin rekabet paradigmasını tarif etmek için girişimler olmuştur. Clarke ve Clegg (1998), Solomon ve Solomon (2004) ve Wheeler ve Thomson (2005)⁴ dahil bazı yazarlar, vekalet teorisinin ve paydaş teorisinin kuralcı versiyonlarını ayıran ideolojik ve paradigma ile ilgili konuları tanımlamışlardır. Tüm durumlarda yazarlar ikiye bölünmenin fikri ve uygulamalı faydasızlığını belirtmişlerdir. Freeman ve diğerlerinin son argümanları ile tutarlı olarak, Wheeler ve Thomson (*evvelce bahsedilen yerde, aynı kitapta*) ayrıca paydaş yaklaşımlarındaki artmakta olan şirket menfaati beklentilerinin bazı önde gelen vekalet teorisyenlerin de (Sundaram ve Inkpen 2004) çağırıştırdığı oldukça rahatsız edici siyasi yorum, aşırı basitleştirme ve yanlış anlaşılmalara da tanımladılar.⁵ Yatırımcıların ve diğer paydaşların çıkarları arasında çelişki olmadığı kanıtını delil göstererek, vekalet teorisi, paydaş teorisi ile karşılaştırıldığında 'tartışmanın' entelektüel bir son olduğu kararma vardılar. Onlar, ayrıca kurumsal yönetim alanında İngilizce konuşan toplumların pratisyenleri ve bilginlerinin, firmanın amacının daha global bir kavrayış içinde yatırımcı ve diğer paydaşların menfaatlerini birleştirmede başarılı olmaları durumunda, bunun Dünya Bankası (the World Bank), İngiliz Milletler Topluluğu (Commonwealth), ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) kurumsal yönetim yönergelerinin direktifleri ile tamamıyla tutarlı olacağını belirttiler.

Bu teorik mantığa karşın, yönetim uygulamalarını değerlendirirken firmanın gelecek ekonomik ve sosyal performansı ile ilgili herhangi bir anlayış elde edip edemediğimiz ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarını nasıl değerlendirdiğimiz

ve ölçtüğümüz soruları orada kalır. Bu yazıda iyi yönetim, itibar, paydaş ilişkileri ve firma performansı arasındaki bağlantıları anlayışına saygı göstererek Mac Millan'ın mirası üzerine inşa etmeye çalışıyoruz. MacMillan'ın analizine katkı sağlayacağına inandığımız Kanadalı şirketler üzerine günümüze ait gözlemler ekliyoruz ve açıklamalarımıza yardım etmesi için kavramsal bir model kullanarak, firmanın uzun dönem sürdürülebilirliği ve tüm paydaşlar için değer yaratım hizmetinde kurumsal yönetimin yerine getirilmesine ve etkili tasarımına nasıl yaklaşabileceğimiz konusunda bu analizin saklı anlamlarının bazılarını araştırıyoruz. Çalışmamıza iyi yönetim süreçlerinin, firma kaynaklarının etkin yönetimine teorik olarak nasıl bağlanabileceği sorusu ile başlayacağız.

Kaynakların etkili idaresi ve iyi yönetimi

Aguilera ve Jackson (*baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi*), kurumsal yönetimi, 'firma kaynakları üzerinde kontrol ve karar alma sürecinde paydaşlar arasındaki ilişkiler' olarak tarif eder. Yönetim kurulunun ana rollerinden birinin ve kurumsal yönetim süreçlerinin daha genel olarak, kaynaklar üzerinde idare olduğunu bu makalede öne sürmek tartışmasız olabilirdi. Kaynak bağımlılığı teorisi ve stratejik yönetimin kaynak esaslı bakış açısı (Pfeffer ve Salancik 1978; Wernerfeld 1984) ile tutarlı olarak, bu görevi, değer yaratmak için firmaya ve onun yeterliliğine yararlı olabilen kaynaklara erişime yardım etmek, korumak ve geliştirmekten biri olarak karakterize edebiliriz. Bu bakış açısı ile firmanın mevcut kaynaklarının doğasını anlamaları ve onları güvene dayanan görev ile tutarlı bir biçimde yönetmeleri ve performans ile ilgili tüm firma varlıklarının gözetimleri şirket yöneticileri ve onların vekillerine aittir. Bunu, mali yatırımcıların vekilleri olarak (kurumsal yönetimin İngilizce konuşan toplumlar modelinde) ya da paydaşların daha geniş bir grubunun

⁴ Paydaş ve vekil bakış açılarını sentez haline getirmek için daha önceki bir girişim için, bakınız Freeman & Evan *baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi*, ayrıca Hill ve Jones (2000).

⁵ Örneğin Chew ve Gillan'daki Jensen'e (2005) bakın. Ayrıca Freeman, Wicks ve Parmar'daki *baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi* Sundaram ve Inkpen'in defillerde çürütmesine de bakın *baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi*

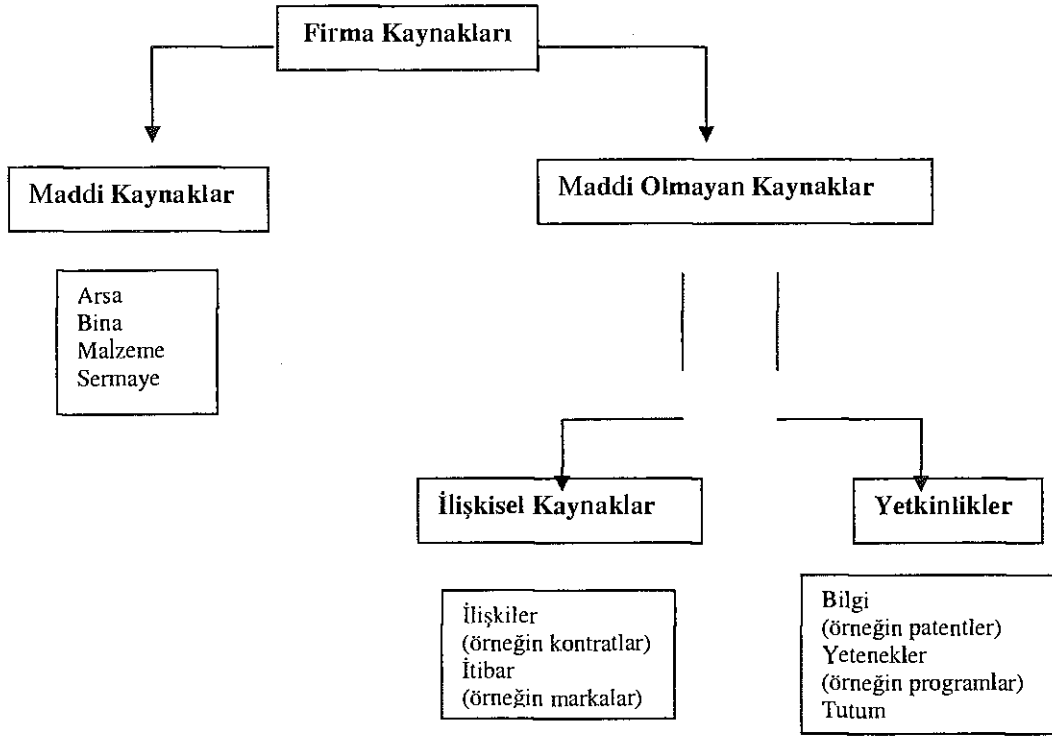
vekilleri olarak (Kıta Avrupası ve Asya modellerinde) yapıp yapmadıkları konu dışıdır.

De Wit ve Meyer (1998), firmalar için mevcut kaynakları, maddi ve maddi olmayan kaynaklar olarak ikiye ayırarak, maddi olmayan kaynakların ilişkisel kaynaklar ve yetkinlikleri kapsadığını belirtir. (bakınız Şekil 1).

İdare bakış açısından, yönetimdeki asıl zorluk, firmaların şu anki ve gelecekteki değerleri

ile tutarlı olarak, maddi ve maddi olmayan kaynakların değerlendirilmesinde ve de riskten yeterli derecede korunmalarında yatar.

Normal olarak maddi kaynakların ölçümü kolay ve bilançoya kolay yansıtılabilir firma varlıklarından oluştuğu kabul edilir. Bununla birlikte, maddi kaynaklar bile sayısını belirlemesi çok zor risklere konu olabilir.



Şekil 1: Firma Kaynaklarının tipleri (De Wit & Meyer, 1998)

Örneğin, şu anda bir çok belli başlı finansal kuruluş gelişen çevresel ve sosyal risklere maruz kalmaktan doğan potansiyel yükümlülükleri ve maliyetleri deklare etmenin, firmalar için önemli olduğuna inanmaktadır. 'Karbon yoğun' yağ ve benzin şirketlerine, iklim değişikliği ile ilgili politik ve sosyal kaygıların doğrudan bir sonucu olarak karbondioksit yayılmasından dolayı mali cezalar uygulanırsa, rekabette dezavantajlı olacaklar. Bu nedenle, Mayıs 2002'de, 35 büyük kurumsal yatırımcının namına, dünyadaki en büyük 500 şirketin (piyasa kapitilazasyonu olarak)

Yönetim Kurulu Başkanlarına birer mektup gönderildi. Bu yatırımcılar, Karbon Açığa Çıkarma Projesinin üyesi idiler ve yönetime bağlı 4.5 trilyon \$ dan fazla varlıkları birlikte temsil etmekteydiler. Mektupların alıcılarından, iklim ile ilgili riskleri ortaya çıkarmalarının saklı iş anlamlarını teşhis etmeleri ve bu riskleri belirlemek için ne yaptıklarını açıklamaları istendi. 221 şirket anketi tamamladı ve 58 şirket de çeşitli şekillerde yanıtladı (Wheeler ve Thomson 2003).

Bu tür risklerde yatırımcıların artan karma cevap olarak, Temmuz 2004'te, *Forbes Dergisi*, bilançolara çevresel ve sosyal yükümlülük raporlarını ekleme fikri ile ilgili olarak güçlü bir saldırı yayınladı - pasiflerin çok gerçek ya da çok büyük oldukları için değil, ama sayıları hesaplamının imkansız olabileceğinin ispatı yüzünden: 'tarihsel işlere ya da ticarete giren kontratlara bağlanamayan aktif ve pasifler, hiçbir devredilebilir piyasa değerine sahip değildirler. İtibar, buna benzer; Bir kol-boyu kazanım değilse, bu aktif üzerinde koyabileceğiniz sayı tamamıyla keyfidir. Aktif hesaplanmazsa, böyle yatırımcılar daha iyi durumdadırlar. Havadan koparılacak olan pasifler için de böyledir. Muhasebe, hayali düşünmeyi özendirmek istediğimiz bir alan değildir.' (Smith 2004). Köşe yazarının hedefinde suçlu olduğu ileri sürülen birkaç kötü adam vardı: Rockefeller Aile Fonu ve Turner Kurumun'dan Goldman Sachs ve Morgan Stanley'e kadar sıralanan kurumun kamuyu aydınlatma hareketini destekleyen güçlü kuruluşlar.

Ne yazık ki, *Forbes Dergisi*'ne yazı yazan kimseleri yeteri kadar memnun etmek için maddi varlıklara ilişkin riskleri doğru değerlendirmiş olabilseydik bile, firmaların piyasa değerlemesinin genellikle maddi olmayan ve büyük çapta ölçülemez varlıklara bağlı olduğunu bilirdik. Bu noktada basit takviye yolu ile Dow Jones Grubu Sürdürülebilirlik Endeksindeki firmaların, piyasa değeri/net defter değerinin 2001'de 3.76 olduğundan söz edebiliriz (Holliday, Schmidheiny ve Watts 2002). Bunun anlamı, bu 'sınıfta en iyi olma' şartını yerine getiren şirketlerin (ekonomik, sosyal ve çevresel ölçülere göre) piyasa değerinin ortalama neredeyse %80'i, bu tür maddi olmayan aktiflerden oluşmaktadır. Benzer şekilde, Aaker ve Joachimsthaler (2000) Coca Cola'nın marka değerinin piyasa değerinin %59'unu temsil ettiğini gösteren bir çalışmalarını (1999) örnek olarak gösterirler, aynı çalışmada McDonalds ve Nike için rakamlar, sırasıyla %64 ve %77 dir.

Değerlerine rağmen, maddi olmayan kaynakların belirgin komplike görünümü ise, bu tür varlıkların firma tarafından nadir olarak tamamen ya da doğrudan kontrol edildikleridir. Örneğin fikri sermayenin ekonomik değeri, mülkiyetli know how, kontrol edilen formüller veya iş programları ve tutulan patentlerin ölçümleri yoluyla dolaylı olarak ele geçirilebilir. Bununla birlikte Nahapiet ve Ghoshal'in (1998) söz ettiği ve stratejik yönetimin kaynak esaslı bakış açısı savunucularının daha genel olarak açıkladıkları gibi (Amit ve Schoemaker 1993), 'şirket, çalışanları, tedarikçileri ve iş ortakları ile ilişkileri aracılığıyla, kaynaklarını daha etkin hale getirebilmektedir, yaratılan değer olan *sosyal sermayeyi harekete geçirme* buna örnek olarak gösterilebilir. Benzer şekilde, o iş gücünün bir bölümü yönetimsel girişimleri engellemek için motive edilirse veya hep beraber hareket etmeye karar verirse - muhtemelen bir rakibe katılması için - iyi eğitilmiş, bilgili bir çalışma kuvveti ile temsil edilen insan sermayesi kıymetsiz ya da hatta negatif değerdir. Bu nedenle, firma karşısında ve dış paydaşlar ile sosyal sermayenin yapısını kolaylaştırmak, insan kaynağı yöneticileri için anahtar bir rol olarak desteklenir (Lengnick Hail ve Lengnick Hail 2002, 2003). Bundan dolayı, sosyal sermayenin hem insan hem de fikri sermayenin harekete geçirilmesinin merkezi olduğu sonucunu çıkarabiliriz. Sermayenin bu şekli bir kurum tarafından kontrol edilemese ya da sahip olunamasa da tersine firma ve onun paydaşları arasında ilişkilerin bir mülkiyetidir.

Sosyal sermaye kavramı üzerine yayınlanan makalelerinde, Adler ve Kwon (2002), sosyal sermayeyi: 'Bireyler veya gruplar için mevcut itibardır. Kaynağı, aktörün sosyal ilişkiler kavramında ve yapısında yatar. Etkileri aktöre onu mevcut kılan dayanışmadan, nüfuzdan ve bilgiden

⁶ Amit ve Schoemaker'm açıkladığı gibi: 'Yetenekler, bir firmanın arzu edilen sona varmak için, organizasyonel süreçler kullanarak, kaynakların tüketme kapasitesini ifade etmektedir. Yetenekler zaman içerisinde firma kaynaklarının kendi aralarındaki karmaşık etkileşimleri ile gelişmiş bilgiye dayalı maddi ve maddi olmayan süreçlerdir.

geçer' şeklinde tarif etmektedir. Daha eski ve eşit olarak etkili bir tanımda, Nahapiet ve Ghoshal, sosyal sermayeyi, 'bir birey veya sosyal birim tarafından sahip olunan ilişkilerin ağından sağlanan, onlar aracılığıyla mevcut, ve içinde gömülü gerçek ve potansiyel kaynakların toplamı,' olarak tarif etmişlerdir; ayrıca özü itibarıyla sosyal yapıyla kaynağın doğasına ek olarak onun daha maddi yapısal geçmişine dikkat çekerek, yapının ilişkisel, yapısal ve bilişsel boyutlarını da ayırt etmişlerdir (Nahapiet ve Ghoshal, *eski baskı, Bilgi Teknoloji Merkezi*).

Böylece, mevcut bir çok kaynak firmalara sadece ilişkiler aracılığıyla erişebilirse, ve bu kaynakların değeri, en azından sosyal yapıyla bölümde ise, şu soruyu makul şekilde ortaya atabiliriz: onlar nasıl etkili bir şekilde yönetilebilirler ve idare edilebilirler? Kaynağı firma gibi değerlemek ve yönetmek isteyebilen ya da istemeyen paydaşlar tarafından fiilen ortak sahip olunan bir kaynak ve varlık için yönetim kurulu veya üst yönetim kadrosu nasıl sorumlu tutulabilir? Bir şirket, yabancı bir hükümet tarafından yasal bir madensel imtiyaz aldıysa ve hala yerel topluluk, Nijerya'daki Shell'in deneyimi (Wheeler, Fabig ve Boele), mineral kaynaklarına firma erişimini engellemek için sivil başkaldırmayı kullanmaya karar verirse, öyleyse verilen imtiyazın değeri nedir? Bir banka gelişmekte olan bir ülkede bankanın kredi verme kurallarından hoşlanmayan bir eylem grubu tarafından hedef olarak gösterilirse ve bu eylem grubu bankayı ekonomik olarak cezalandırmak için tüketicileri organize edip bankayı boykot ederse, örneğin eylemciler aniden desteklerini bankadan çekerlerse, Citigrup tecrübesinde olduğu gibi (Chapple 2004), orijinal banka kredilerindeki faiz ödemelerinin gerçek değeri ne olabilir ki?

Bunun içinde, yönetim kurulları, üst kadrolar ve onların kurumsal yönetim süreçleri için hem zorluk, hem de imkan yatar. Maddi kaynaklarına yeni yükümlülükler kabul edebilen ve onların etrafında risk yönetim zarfının bir türünü koyabilen bir firma, yatırımcılar ve diğer

paydaşlara karşı bu tür risklere değer biçmek ve yönetmek için basit şekilde canını sıkmayan birinden daha fazla şoklardan korunacaktır. Maddi olmayan ve ilişki esaslı kaynakları anlayabilen ve idare edebilen bir firmanın, yapamayandan, o kaynaklara bağlı anlaşmaları sürdürmesi daha olasıdır.

Fakat meydana gelen çevresel ve sosyal bir yükümlülüğün olasılığı ve/veya boyutu tam olarak ölçülemezse (örneğin, 1990'larda tütün firmalarının ya da 1980'lerde asbest firmalarının durumunda), bu üst yönetim ve yönetim kurullarının ona boş vermeleri gerektiği anlamına mı gelir? Bir markanın mülkiyeti, büyük bir kurumun piyasa kapitilizasyonunun merkeziyse (bugün Coca Cola, McDonalds ve Nike için vaka olarak) ama o markanın tam dolar değerini hesaplamak imkansızsa, firmanın yönetim kurulu onu tartışır mı? Etkilerin bu yönlerinden herhangi biri yatırımcılar için adil olabilir mi ve gerçekten onlar uygun yönetim süreçlerinin göstergesi olabilir mi? Bu sorulara yanular, açıktır. Yukarıdaki tekliflerin tüm üçüne çınlayan bir 'hayır'dan başka bir yanıt, saçma olurdu. Vekalet teorisi hala tartışma altındaki olguyu yönetmeye bir firmanın nasıl başlayabileceği konusunda herhangi bir destek sağlamaz. 'Ölçülemeyen yönetilemez' özdeyişi, onun ekonomik, rasyonel ve gerçek anlamında uygulandığında, kurumsal yönetim için baskın Batı teorik çerçevesinin tam yetersizliğini gösterir.

21. yüzyılın başlangıç yıllarında kurumsal skandalların başlaması ile birlikte, muhasebe mesleği, kurumlar ve onların paydaşlarına karşı sorumluluklarını ve toplumdaki rollerini gözden geçirmeye başladılar (örneğin, Diekmeyer 2000).⁷ Maddi olmayan varlıkların firmanın piyasa değerinin önemli bir kısmını temsil ettiği dönemde, meslekteki bazıları, üyelerinin müşterilerine nasıl en iyi değeri katacaklarını

⁷ Örnek için bakınız: Diekmeyer (2000), Mills (2002), Volcker (2002) ve Burns ve Schroeder (2002).

keşfetmeleri konusunda etkili olmuşlardır. (Bell, Marrs, Solomon ve Thomas 1997).⁸

Bu faaliyetin iyi bir anlaşması mesleği oluşturan bireylerin ve firmaların kurallara uygunluk gereksinimi ile teşvik edilmeleridir. Fakat, onların müşterileri ve onların paydaşları için neyin gerçekten önemli olduğunu ölçmek için muhasebe mesleğinde gerçek bir arzu da vardır. Ana görüş, mali kuruluşların ayrıca gelecek performansında ve/veya maddi olmayan kaynaklarda ortaya çıkacak risklere açıklık getiren ve idaredeki ufak sapmalara yardım edebilen ölçümlerle de ilgilenmeleridir. Karbon riski sorusunu daha önce tartıştık. Güncel ve hastalık-farz edilen riskler, HIV/Aids maruz kalma riskleri ve güvenlik ve terörizm risklerini kapsamaktadır. Tahminen, mali kuruluşlar ve bireysel yatırımcılar, asbest riskleri (Llyods), yağ tankeri kazara dökülme riskleri (Exxon), kimyasal maruz kalma riskleri (Union Carbide (Birleşik Karpit)), insan sağlığı riskleri (çeşitli tütün şirketleri), insan hakları riskleri (Nike ve Gap), toplum düşünce ayrılık riskleri (RTZ ve Shell), müşteri güvenlik riskleri (Ford), müşteri ret riskleri (Monsanto), etik sapma riskleri (Tyco ve Hollinger), hırsızlık riskleri (Maxwell) ve elbette muhasebe sapma riskleri (Arthur Andersen) üzerinde daha eski bildirimleri almış olmaktan memnun olabilirler.

Solomon ve Solomon (önceden adı geçen) tarafından detaylandırılan Enron hikayesi, muhasebe ve yönetim süreçlerinin başarısızlığı ve 'kötü elmaların' davranış bozukluğu olarak tanımlanmıştır. ABD'de kaçırılan risklerin algılanması ve şarta bağlı yükümlülükler, gelecek suçluları için ağır cezalandırmanın vaadi yoluyla bu tür riskleri kapsamaları için tasarlanan Sarbancs-Oxley Kanunu'nun formunda katı bir düzenleyici

uygulamanın başlatılmasına yardım etmiştir. Bununla birlikte, bir kaynak bakış açısından Enron, ayrıca mali ve ilişki tabanlı - kaynaklara dayalı - uygunsuz birleşmenin güçlü bir hikayesi olarak tanımlanabilir, iki emtiyaya kabarcık patlaymcaya kadar Arthur Andersen muhasebecilerinin yardımı ile merhametsizce fazla değer biçilmiştir.

Mali analist Jon Kyle Cartright'm oldukça algısal gözlemlediği gibi: 'Enron'daki varlık değerinin çoğunluğu al-sat operasyonlarıydı. Varlıkları da - hiçbirisi iflase dayalı eğilimde olmayan - gerçekten personel ve müşteri ilişkileridir.' (Wheeler, Colbert ve Freeman *baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi*). Enron deneyimi ve ilişkili skandallar, yönetimlerin ve danışmanların kolay bir şekilde değerini arttırmadan ziyade, firmanın ve paydaşlarının yararı için kaynakların yönetilmesi ve zenginleştirilmesi hususunda, kurumsal yönetim süreçleri ve yönetim kurulu ile üst yönetim takım performansının nasıl daha iyi koordine edilebileceği üzerine yeniden odaklanmayı hızlandırmıştır. (Monks ve Sykes 2002; Martin 2003).⁹ Böylece, şirketleri bu yolla ölçmenin mümkün olup olmadığı sorusuna geri dönelim. Maddi olmayan kaynakları doğrudan ölçmek çok zorsa, kurumsal yönetim yapıları ve süreçleri bu kaynakların iyi yönetileceği ve şirketin artan ekonomik ve sosyal performansına yol göstereceği ihtimali için ikame ölçümler sağlayabilir mi?

Kurumsal yönetim ve performansı

Şu ana kadar olan düşünce ve gözlemlerimize dayanarak, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının maddi ve maddi olmayan kaynakların daha etkili idaresine yol göstermesi, o kaynaklara (paydaş arabuluculuk riskleri dahil) risklerin minimize edilmesi, ve onlardan doğan fırsatların maksimize edilmesinin gerektiğini

⁸ Maddi olmayan varlıklar için muhasebede gelişen zorlukların hazırları üzerinde eski bir yazı için, bakınız örneğin Bell, Marrs, Solomon ve Thomas (1997). Muhasebe ve raporlamada daha kapsamlı riskler yansıtmak için meslek ile pratik girişimlerin daha yakın bir örneği için, bakınız CICA (2002). Daha teorik tartışmalar için, ayrıca bakınız Ratnatunga, Gray ve Balachandran (2004); Grascnick ve Low (2004).

⁹ Üst yönetim için fazla karşılık sorununu belirlemenin önemi ve kurumsal yönetim reformu için önemin doğrudan bir analizi için, bakınız Mouks ve Sykes (2002) ve Martin (2003).

varsaymak makul görünebilir. Kaynakların bu daha etkili yönetilmesi daha sonra gelecekteki firma performansının artmasına öncülük etmelidir. Bununla birlikte, yönetim süreçlerinin gelecek performansının güçlü göstergeleri olmadıklarını var saymak mümkündür. Örneğin, güçlü üst düzey liderlik için daha güçlü göstergeler, (a) firmanın faaliyet göstermek üzere seçtiği çeşitli piyasalardaki başarısı için harcanan tüm kaynakların uygunluğunu anlama (b) bu kaynakları güçlendirmeye destek olarak firmanın bireysel yetenekleri, ödül sistemleri ve öz yeterliliklerini koordine etme (c) rekabete dayanan avantajı ona göre yürütebilme olabilir.

Böyle bir durumda, yönetim süreçleri, basit şekilde idari liderliğin stratejisini desteklemeye ihtiyaç duyar. Solomon ve Solomon *önceden adı geçen*, araştırmalarından İngiltere'deki kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetimin daha yüksek standartlarına uygun şekilde eğilimli olduklarına açıklık getirir. Zayıf kurumsal yönetim yapılı şirketlerin, daha iyi yapılı şirketlere göre performans altında kalma eğiliminde olduklarını gösteren ABD'deki araştırmayı da örnek olarak aktarır. Bununla birlikte, Sonnenfeld (2002 ve Lynall ve diğ.leri (Lynall, Golden ve Hillman 2003) tarafından değinildiği gibi, firma performansı üzerinde yönetim kurulu performansının etkisi için ampirik ispat etkisizdir. Lynall ve çalışma arkadaşları, (*önceden adı geçen*), vekalet teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi, kurum teorisi ve sosyal ağ teorisinin İngilizce konuşan toplumların yönetim araştırmasında hakimiyetini gözlemladiler ve 'ampirik destekten yoksun yönetim kurulu ve firma performansının teorik modelleri için mevcut olan teorilerin ilgili olaylara uygulanabilirliği sorusunu çağrışım yaptırdığı sonucuna vardılar'.

LeBlanc ve Gillies'in (2005) açıkladıkları gibi: 'Bir çok çalışmanın neden yönetim kurulu yapısı ve kurum performansı hakkında türlü tavsiyeler arasında bir ilişkiyi göstermek için yeterli olmadığını gösteren çeşitli açıklamalar mevcuttur. Birincisi, kinikler doğru olabilir,

hiçbiri var olmayabilir. İkincisi, yönetim kurulu performansı ve kurum mali performansı arasında nedensel bir bağlantıyı kanıtlamak basit şekilde imkansız olabilir, bir kurum başarısızlığına ya da başarısına neden olan bir çok iç ve dış beklenmedik olaylar ve araya giren ve hafifleten faktörler -doğal bir afet, bir savaş vb.-olabilir.'

Verilen bu gözlemlerle, iki soruyu incelemek için pilot bir araştırma üstlendik.:

(i) Maddi ve maddi olmayan kaynaklar için risk bilgisi ve/veya belirli bir ilgi ile analistler tarafından kurumsal yönetimi değerlendirme yöntemleri nelerdir; ve

(ii) Bu değerlendirmelerin firmanın gelecekteki performansına görüş sağladığına dair bir kanıt var mıdır?

Toronto Menkul Kıymetler Borsası'na kote firmalar ile ilgili olarak her iki soruyu araştırmayı seçtik.

Kanada kurumsal yönetim uygulamaları, İngiltere ve ABD'ninkiler arasında ortadadır. Uygulama Sarbanes-Oxley dahil, ilgili Federal statülerin gereksinimleri ve SEC kuralları tarafından etkilenen ABD borsalarında listeli daha büyük anonim şirketlerin ihtiyaçları ile yürütülen bölümdedir. Fakat, Kanada kurumsal yönetim felsefesi, İngiltere gibi kurallar tabanlıdan daha fazla ilkeler tabanlıdır (Kanadalı Üst Yöneticiler Konseyi 2002). Bu özellikler, Kanada yönetim uygulamalarını incelemeyi özellikle ilginç kılmaktadır.

Soru I: Kurumsal yönetime nasıl değer biçilir?

İlk soruyu yanıtlamak için, 'sosyal olarak sorumlu yatırım' (SRI) ve kurumsal yönetim alanında çalışan uzman analizler tarafından geliştirilen kurumsal yönetimin doğasını ve sahasını araştırmaya karar verdik. Butik kurumsal yönetim ve SRI analistlerinin gelirleri, yatırımların gelecek değerinin alternatif

tahminlerini belirlemelerine, ve bu tahminleri bir endeks ya da danışmanlık hizmeti şeklinde müşterilerine sunmalarına bağlıdır. Onların müşterileri tipik olarak büyük emeklilik fonları ve genellikle iyi yönetilen ve gelecek dönemdeki performanslarının risklerini ikame önlemlerle tanımlamak isteyen diğer ana finansal kuruluşlardır. SRI analistleri sık sık çevresel ve sosyal risklerin daha etkili yönetiminde emsallerinden daha yüksek performans gösteren şirketleri seçmek için daha fazla sürdürülebilir iş uygulamalarının pozitif tanımlayıcılarının varlığını ve/veya 'sınıfta en iyi' yaklaşımı veya pozitif tanımlayıcıları kullanırlar. Bazıları da, tütün ya da kumar oynama gibi etik olarak yüksek risk sektörlerinin etkilerini tamamıyla yok etmek için negatif süzgeçleri kullanırlar (Mansley 2000).

Tamamen farklı iki sektörde (bankacılık ve metal) faaliyet gösteren iki büyük Kanada şirketi ile temasa geçtik ve kurumsal yönetim ve SRI analistleri tarafından geçmiş 12 ay için tamamlamaları istenmiş olan kurumsal yönetim reyting cetvellerinin birer kopyalarını aldık.

Büyükölük ve şirket profilleri ile, bu şirketlerin her ikisinin de, yönetimin ve SRI analistlerinin dikkatini çekmeleri beklenebilir. İnternette anaistlerin kriter ve metodolojilerini de araştırdık.

Yönetim derecelerini incelediğimiz anaistlerin listesi, Tablo 1'de listelidir.

Kurumsal yönetim ve SRI analistlerinin kurumsal yönetim kriterlerini incelediğimizde, yapısal soruların değerlendirilmesi ve maddi (mali) kaynakların kontrolü alanlarında odaklandıklarını belirledik. Kurumsal yönetim alanında kapsamlı değerlendirmeleri ile önde gelen analistler, GMI, ISS ve Standart ve Poor's idi. Üç değerlendirici yönetim kurulunun yapısını, firmanın mali varlıklarını yönetmede yönetim kurulunun mali sorumluluklarını, halka açıklanan finansal raporlarını ve iç denetimlerini, mülkiyet ve hissadar haklarını derinlemesine incelediler. Bu faktörler ile ilgili değerlendirmeler, incelenen toplam kriterin %80' ninden fazlasını temsil etti.

Tablo 1: Kurumsal yönetim uygulamalarını derecelendiren analistler

| Analist | Odak |
|---|--|
| Michael Jantzi Araştırma Kuruluşları | Anonim şirket, sosyal ve çevresel |
| EthicScan (Etik İnceleme) | Anonim şirket, sosyal ve çevresel |
| SAM | Anonim şirket, sosyal ve çevresel |
| Uluslararası Yönetim Ölçüleri (GMI) | Kurumsal yönetim (sosyal ve çevresel performansa biraz dikkat) |
| Kurumsal Hissedar Hizmetleri (ISS) | Kurumsal yönetim |
| Kurumsal Yönetim Bölümü | |
| Standart & Poor's Kurumsal Yönetim Skorları | Kurumsal yönetim |

Gözden geçirdiğimiz incelemelerde, maddi olmayan ve ilişkisel kaynakların yönetimi ve gelişimi ile ilgili yönetim faktörleri daha küçük bir yere sahip olurken, yönetim kurulu eğitim ve ücretleri ve risk minimizasyonu (firmanın adını ve markasını korumak için), daha genel temalar olarak ortaya çıktı.

Farklı analistlerin kriterleri arasında bir çok benzerlikler olmasına karşın, skorumla metodolojileri değişikti. Bireysel ölçü sayısı 50 ila

600 üzerinde olacak şekilde değişkenlik gösteriyordu. Skorumla teknikleri de, belirgin değişkenliği ispatladı, örneğin, ISS ve GMI, sırasıyla 1-10 luk bir ölçü üzerinde skorları ya da (benzer piyasa kapitilizasyonu ve sanayi grupları içerisinde) yüzdelik değer skalalarını kullandı.

Sosyal ve çevresel kriterin detaylı değerlendirmelerini yürüten analistler (Michael Jantzi Araştırma Kuruluşları, EthicScan (Etik İnceleme) ve SAM), paydaş ilişkileri ve insan ve

çevresel kaynakların etkili idaresi üzerinde bir parça odaklandılar. Gözden geçirilen genel faktörler, çalışan eğitimini ve kariyer yönetimini, iş yeri güvenliğini ve sosyal ve çevresel yönetim sistemlerini kapsadı.

Soru 2: Detaylı kurumsal yönetim değerlendirmeleri, performansı önceden tahmin edebilir mi?

SRI ve yönetim analistlerinin derecelendirme şemaları patentlidir. Böylece, bilgi toplarken şirketlere kriterlerin nasıl uygulandıklarını tarif edebiliriz, ancak müşterilere verilen özel tavsiyelerde o kriterlerin nasıl derecelendirildiklerine ve modellendirildiklerine ve/veya hangi korelasyonların göz önüne alındığına karar veremeyiz.

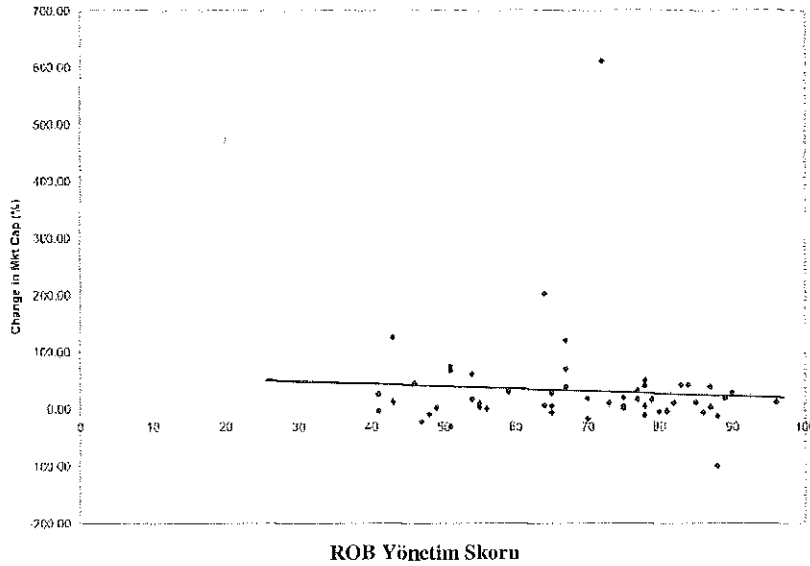
Bununla birlikte, Ekim 2002'de, *Globe ve Mail* gazetesinin *Report on Business (ROB)* bölümü, Toronto Menkul Kıymetler Borsası S&P/TSX endeksinde listeli 270 şirketin kapsamlı bir derecelendirmesini yayınladı. Derecelendirmeler, 'hem ABD ve Kanada düzenleyicilerinin, hem de büyük kurumsal yatırımcıların ve kuruluşların kurumsal yönetim ana hatları ve tavsiyelerinden seçip alınan 'en iyi uygulamalar' setine' dayandırılmıştır. (McFarland, Church ve Nguyen 2002; McFarland 2002a.)

Yukarıdaki gözlemlerimize aynı paralelde, ölçüt geniş ölçüde yapısal sorularla ve yatırımcıların parası için hesap verebilirlik ile ilintilidir. Kriterler yönetim kurulu oluşumu (toplam skorun %40'ını temsil eden on kriter), yönetim kurulu üyelerinin hissesenetlerine sahip olma ve ücretlendirme konuları (toplam skorun %23'ünü temsil eden dört kriter), hissedar hakları konuları (toplam skorun %22'sini temsil eden dört kriter), kamuyu aydınlatma konuları (toplam skorun %15'ini temsil eden beş kriter) olarak gruplandırılmıştır.

Yönetim derecelendirmeleri, en düşük skor olan ve Film ve medya şirketi Alliance Atlantis Communications için verilen 36'dan, en yüksek skor olan ve Manulife Financial Corporation için verilen 96'ya kadar sıralanmaktadır. Bizim iki Yönetim/SRI analist hedef şirketimiz (bakınız önceki bölüm), 87 ve 77 puan olarak derecelendirmeye göre iyi yönetimin en üst kertilinde yer aldı.

Biz örneklemimizi hem ROB listesinde hem de 1 Ekim 2002 itibarı ile Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nın en iyi ilk 60'ında yer alan şirketler arasından seçtik (toplam 56 firma). Daha sonra, 1 Ekim 2002'den 1 Ekim 2003'e kadar bu alt kümedekilerin piyasa kapiatalizasyon oranlarındaki değişiklikleri hesapladık.

Grafiksel dağılım: Yönetim Skoruna karşı Piyasa Değerindeki Değişim



Şekil 2: Kurumsal yönetimin TSX60 ve ROB derecelendirmesinde 56 firmanın Piyasa kapitalizasyon oranındaki değişimin grafiksel dağılımı

Hisse seneti fiyatları TD Newcrest S&P/TSX endeks dökümlerinden sağlanmıştır. Toplam hisse seneti sayıları ise dolaşımda olan hisse senetlerinden hesaplanmıştır. (Borsada dolaşımda bulunan hisse senedi verileri, S&P tarafından endeks ağırlıklarının hesaplanması için kullanılır ve her firmanın toplam hisse senedi sayısı ile aynı olmayabilir. Bununla birlikte dolaşımda olan hisse senetleri, karşılaştırmalı analiz amaçları için daha güvenilir ve daha az değişken sayılırlar.) Daha sonra verilerin basit

regresyon analizini ve grafiksel dağılımını gösterdik. Bakınız Şekil 2 ve Tablo 2.

Bir yıllık piyasa kapitalizasyon oram değişimleri ve kurumsal yönetim sıralamaları arasında herhangi bir korelasyonun bulunmadığını görerek, daha sonra, iki dışsal veriyi analiz dışı bıraktık: Nortel Networks ve Kinross Gold, sırasıyla %600'den ve %200'den daha fazla yıllık kazançlara sahip olan şirketler. Her iki durumda da, özel faktörlerin etken olduğu varsayılabilir.

Tablo 2: ROB kurumsal yönetim derecelendirmesine karşı yıllık piyasa kapitalizasyon değişiminin regresyon analizi

| Regresyon İstatistikleri | |
|--------------------------|---------|
| β_0 | 62.35 |
| β_1 | -0.4374 |
| R kareli | 0.0057 |
| Değişme | 8081.13 |
| Gözlemler | 56 |

Bu iki şirketin dışarıda bırakılması, r^2 istatistiğini (0.0057'den 0.028'e) yükseltti, fakat bu istatistik anlamlı bir değere yaklaşmadı. Bu gözlemler, bize iki şey anlatıyor:

(1) İyi yönetimin ölçümlerine mevcut yaklaşımlar çeşitlidir fakat geniş ölçüde yapısal ve süreç konularına dayanma eğilimindedirler; ve

(2) Maddi (mali) varlıkların yapısı ve sorumluluğu üzerine odaklanan mevcut ölçümler, kısa dönem performansını her zaman tahmin edemezler.

İyi yönetime bir paydaş yaklaşımı

Şu ana kadar olan argümanlarımızı özetlemek gerekirse, incelemelerimizin bir takım paradokslar ile ilgili gözlemler doğurduğunu söyleyebiliriz:

(1) Paydaş aracılı 'itibar' (sosyal sermaye) ve buna bağlı maddi olmayan varlıkların yarattığı

şirket değeri ve dolaylı olarak hissedar değeri üzerine deneysel ve teorik vaka incelemesi yaptık.

(2) İyi kurumsal yönetim bağlamında paydaş teorisi ve vekalet teorisinin pragmatik versiyonları arasında hiçbir gerekli tutarsızlık olmadığını kanıtlamak için teorik vaka incelemesi yaptık.

(3) Maddi kaynaklara ilişkin bilinen riskleri ölçmenin zorluklarını, bu varlıkların sosyal bağlamda oluşan yapısını ve bu faktörlere bağlı olarak hem maddi ve hem de maddi olmayan varlıkların ekonomik değerini ölçmenin pratik anlamda güç olduğunu vurguladık, ve

(4) İyi yönetimin, maddi ve maddi olmayan kaynakların idaresi olarak kavramlaştırılabileceğini ve etkili idarenin, firmaların gelecek performansı ile ilişkili olabileceğini iddia ettik.

Bununla birlikte iyi yönetimin halen uygulanan ölçümlerinin gelecek firma performansının tahmin edicisi olduklarını kanıtlamak için yeterli veri elde edemedik. Ve bu nedenle, vardığımız sonuç aşağıdakilerden biri olmalıdır:

(a) Teoriksel mantığımız kusurludur; veya

(b) İyi yönetimin halihazırda kullanılan ölçümleri, gelecekteki şirket performansını ve iyi idare ile ilişkilendirilmiş olayları açıklamak için yetersizdir ya da

(c) Günümüze kadar yürütülen çalışmalarda, firma performansı üzerinde iyi yönetimin gösterildiği zaman ölçüleri, en basit haliyle, tespit yapmaya izin vermeyecek kadar uzundur; veya

(d) İyi yönetim (halihazırda ölçüldüğü hali ile) ile performans arasında bir ilişki yoktur; ya da

(e) Bu faktörlerin iki ya da daha fazlasının bir kombinasyonu söz konusudur.

Bu makalede, (b) (c) (d) ve (e) noktaları üzerinde odaklanacağız ve gelecek bir fırsatta (a) noktası üzerinde söz söylemek için başkalarını davet edeceğiz.

Firma performansı ve iyi yönetimin mevcut değerlendirmeleri arasında bir ilişki olmadığı sonucu için tercih edilen açıklamamız iyi yönetimin özelliklerinin yararlı bir biçimde ölçülebilecek ve ilgili zaman ölçütleri içerisinde ekonomik sonuçlarla ilişkilendirilecek şekilde tanımlamak zorunda olduğumuzdur. Bu açıklama, (b) (c) ve (e) noktalarını kapsar. İyi yönetim yeterli şekilde tanımlanmış olsaydı, bunun firma performansı bağlamında, böylece (d)'yi ortadan kaldıracak şekilde yapılması gerektiğine inanıyoruz. Öyleyse bu bizi iyi yönetimi nasıl tanımlamamız gerektiği konusunda temel bir soru ile karşı karşıya bırakıyor.

Yukarıda söz edildiği gibi, halen iyi yönetim uygulamalarının ölçümleme yollarına bakarsak - hem ulusal ve uluslararası yönetim kanunlarının kullandığı hem de dolaylı olarak SRI ve kurumsal yönetim analistlerinin izlediği - ölçümlerin yapı ve süreç konuları ile büyük ölçüde ilgili olduklarını gözlemleyebiliriz. Tipik olarak

ölçümler, hissedarların zenginliği için sorumlulukların yerine getirilmesini sağlamak amacıyla, yönetim kurulunun ve onların vekillerinin (örneğin, CEO ve üst yönetim) görevleri, bu görevlerin birbirlerinden ne derece bağımsız olduğu, bu görevdeki kimselerin aldıkları ücret ve primler ve diğer çeşitli mekanizmaların yönetimi ile ilgilidirler. O anlamda bu ölçümler, kuralcı vekalet teorisyenlerinin yazacakları ile mükemmel şekilde tutarlıdır.

Söz konusu olan, çiftliğinin başında durmayan bir çiftlik sahibi ve tek görevleri çiftlik makinelerini ya da o yılın ürününün çalınmamasını garanti etmek amacıyla, (gerekliyse, herhalde boğumları açmaya başvurma opsiyonu ile) birbirlerini kontrol etmek olan vekilleri olsa da bu durum değişmez. Bu arada, hiç kimse havayı seyretmiyor, hiç kimse gelecek yılın mahsulleri ile ilgili düşünmüyor ve hiç kimse, kendi işini yapmak için gerçekten yeterli olup olmadığıyla ya da yapıp yapmadığıyla ilgilenmiyor. Temsil teorisi, bu modelin bazı açıklarını hafifletmek için bir takım yollar önerebilir, fakat tümü için bir çözümü yoktur.

Örneğin, temsil teorisi davranışsal ve kültürel soruları (çiftlik yöneticileri birbirlerini tamamlayıcı çalışma tarzına ve kafa yapısına sahip midir?) tespit edemeyecektir veya paydaşların değeri tanımlamadaki çoğulcu ve farklı yaklaşımlarını (Çiftlik müşterileri organik ürün mü, et mi, süt ürünleri mi ya da tahıl mı ister?) göz önüne almayacaktır. Organizasyonel performans ile ilgili bir şeyler bilirsek, bu, dış (pazar) fırsat ve stratejisi ve iç kültür, davranışlar ve yetenekler arasında koordinasyonu sağlamanın, başarılı, yüksek performans gösteren işlerin anahtar bir karakteristiği olduğudur (Schein 1985; Prahalad ve Hamel 1990);¹⁰ Ancak yönetim kurulu ve kıdemli yöneticilerin, varsa bu mutlu ilişkinin

¹⁰ Bir kaynak olarak kurum kültürü üzerinde bir odaklanma ile performans ve organizasyonlar üzerinde bakış açıları için, bakınız Schein (1985); Prahalad ve Hamel (1990); Kotter ve Heskett (1992); Collins ve Porras (1994); O'Reilly ve Pfeffer (2000).

neresinde yer aldıkları ile ilgili çalışma çok az sayıdadır (Cascio 2004; Letendre 2004).¹¹

Bu alanda araştırma yapmak için en belirgin engellerden biri, *Daily ve arkadaşları (baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi)* tarafından söz edildiği gibi, yönetim kurulları ve üst yönetim kadrolarına onların kültürünü, davranışlarını ve yeteneklerini keşfetme amacı için erişim olanağının zorluğudur. Buna dikkat çekici bir istisna, Leblanc ve Gillies'in son çalışmasıdır (*baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi*). Bu araştırmacılar halka açık büyük şirketlerden, aile hakimiyetli orta ölçekli girişimcilere kadar sıralanan 29 özel sektör şirket ile Kuzey Amerika'dan 39 yönetim kurulu üyesine ulaştılar. Yöneticilerle 194 mülakat gerçekleştirdiler ve bunların çoğuna ki bazıları son derece içten ve samimiydi, çalışmalarında direkt olarak yer verdiler. Onların sonuçları, yönetim kurulu yapısı, üyelik ve süreç sıralamasının kritik önemi üzerinde odaklandı ve yönetime ait davranışlar için beş tane optimal ve beş tane fonksiyonel olmayan model saptadılar. Son olarak, mali performansla daha *önceden bir* bağlantı iddia etmeden, etkili (örneğin fonksiyonsuz olmayan) yönetim kurulu oluşturmak için reçeteleri, neredeyse tamamen ilişkisel faktörler ile ilişkiliydi: açıklamak gerekirse, öncelikleri yönetim kurulu yetkinlikleri, davranışları, stratejisi ve iş alma arasındaki koordinasyon gibi.

Bu gözlemler, bizi kurumsal yönetim için oldukça yeni bir alana yöneltti. Ayrıca, bizi, itibar ve sosyal sermaye sorusuna geri götürdü. Bu şekilde bakıldığında, ne sosyal sermaye ne de iyi yönetim, asla basit yapısal bir bakış açısıyla tamamen ve tatmin edici bir şekilde anlaşılabilir. (Nahapiet & Choshal, *önceden adı geçen*). Kültür (inançlar, tutumlar ve normlar dahil) ve ilişkilerin kalitesi önemlidir. Hedeflerine düşük işlem maliyetleri ile ulaşmak istiyorlarsa, firmaya ve onun paydaşları, başarılacak işle ilgili genel vizyon ile uzlaşıcı bir tutum içinde olmalıdırlar.

Böylece kurumsal yönetime 'paydaş yaklaşımı' (stratejik yönetim dönemlerinde

anladığımız gibi) getirme zorluğunu ortaya koyabiliriz. Aynı şekilde, firmaya ve onun paydaşlarına değer verme ve sosyal sermayeyi kurma amacına ulaşmak için firma süreçlerinde katılımı sağlama, belirli yetenekler ile birlikte uygun bir kültürün gelişimini gerektirir; etkili bir yönetim kurulu gelişimi de ancak bu şekilde olabilir (Wheeler ve Sillanpaa 1998).¹²

Firma ve onun paydaşları arasında güvenin, özellikle, sermaye piyasalarının güveninin nasıl kurulduğunun önemini göstermek diğer bir anahtar soru. Bu, bizi, saygınlığın, kurallara uygunluğun ve 'prestij'in dünyasına götürür. Suchman, yönetmelikler, normlar ve inançlarla tutarlılık gösteren etik ve pratik kuralcılığı ayırmakta ve firmaların eylemlerinin nasıl uygun sayıldıklarının kavramsal açıklamasını yapmaktadır. Net olarak, sosyal yapının derecesi ile bunun firmanın itibarını nasıl etkilediği ve farklı paydaşlar tarafından firma ile ve birbiri ile farklı diyaloglarında neyin yasal sayıldığı arasında bir ilişki vardır.¹³ Ve paydaşlar teorisinin pragmatik versiyonu ile tutarlı olarak, bu yönden uygulamayı normlardan ayrı tutmak doğru değildir. Halk görüş oylamalarından, yatırımcılar tipik olarak toplam geri dönüşlerin maksimizasyonunu görmek isterken, sosyal olarak sorumlu yatırımlar için piyasada bunun gittikçe artarak yansıtıldığını ve herhangi bir maliyetle başarılı olduğunu görmek istemediklerini anlarız (Anon. *Çevresel Finans* 2004; Anon. *ABCNEWS.com* 2004). Kabul edilemez maliyetler hassas eko sistemlerin soygunculuğu ve tedarik zincirinde çocuk emeğinin ve hapisane emeğinin kullanımını içerebilir. Bu konulara yatırımcıların dikkatinin nasıl çekildiği ve nasıl sonradan kabul edilemez sayıldıklarına bakarsak, medya tarafından¹⁴ çeşitli politik yapıların aracılığıyla ortaya atıldıklarını görürüz (Foucault 1988); fakat onlar her zaman sosyal yapıdır.

İş etikleri geleneği ve sosyal anlaşmalar teorisinde, Donaldson ve Dunfee (1999) toplumun

¹¹ Yönetim kurulu kültürünün kurumsal yönetim kurullarına ne anlama gelebildiği tartışmalar için, bakınız Cascio (2004), Letendre (2004).

¹² Kapasiteler, kültür ve paydaş dahil edilmesinin tartışması için, bakınız örneğin Burke, R ve Cooper, C. (2003) içinde: Wheeler, D. ve Sillanpaa, M., 1998; Wheeler D.

¹³ Örnek için bakınız Rao (1994) ve Dcephouse (2000).

¹⁴ Bakınız: Badaracco (1996), ayrıca Pollock ve Rindova (2003)

işten beklentilerini hangi yolla açıkladığının dinamik doğasına dikkat çekmiştir. Kurallara uygunluğun ve bunun paydaşlarda uyandırdığı güveni (veya güven eksikliğini) kavramlaştırmanın başka bir yolu, prestij sorusudur. Certo'nun çalışmasına göre (*Yönetim İnceleme Akademisi* Cilt 28), yönetim kurullarının analı bir katkısı, dış paydaşlara prestijin (D'Aveni tarafından tanımlandığı gibi) işaret edilmesidir: 'yönetim kurulunun prestiji, bireylerin yönetim kurulunun objektif özellikleri ile ilgili sübjektif değerlendirmelerinden ortaya çıkar. . .' Certo, şunu ileri sürmeye devam eder: 'Yönetim kurulunun prestij anlayışı, yönetim kurulunun toplam insan sermayesi ve sosyal sermayesinden gelmektedir.' Bu durum özellikle bir firmanın sermaye elde etmeyi amaçladığı birincil halka arz koşullarında önemli olsa da, Certo, daha genel bir noktaya ulaşır; (kaynak bağımlılığı teorisi ile tutarlı), prestijli yönetim kurulları ve onların ilişki ağları, firmaya doğrudan değer kazandıran diğer maddi olmayan kaynakları, bilgiyi ve yeteneği harekete geçirmeye yardım edebilir.¹⁵

Bu mantık bize, iyi yönetimin gelecek çalışmalarında ölçmek isteyeceklerimiz ve bunun kurum performansına potansiyel bağlantıları konusunda doğrudan yardım etmez. Bununla birlikte, şu anda bu bağlantıları tespit etmekte neden yetersiz kaldığımızı ve yönetim kurulu etkinliğinin daha iyi ölçümleri için araştırmamıza nereden başlamamız gerektiği konusunda öneriler getirebilir. İyi yönetimi ölçmek için yeni kriterler oluşturmak amacıyla, aşağıda belirtilen iki hususta doğrudan veya ikame ölçümleri geliştirmeye ihtiyacımız olabilir:

(i) yönetim kurulları ve tek başına üyelerinin kültürel özellikleri (inançları, tutumları ve normları) ve yetenekleri; ve

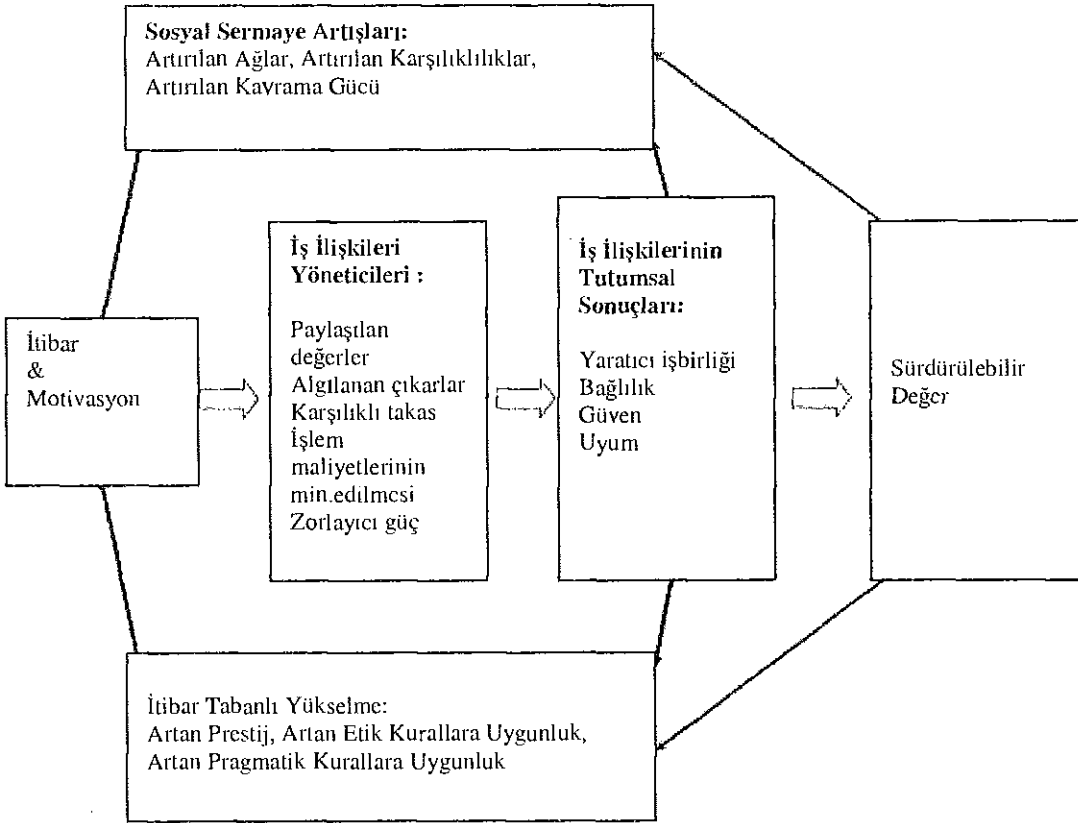
(ii) yönetim kurulları ve üst yönetim kadrolarının prestijli ve işlerinin erbabı olmaları ve bunun şirketin kaynaklarının nasıl etkin bir şekilde kullanılmasını sağlayacağı.

Değer yaratım hizmetinde etkin kaynak hareketi yoluyla iyi yönetim bağlamındaki bu düşünceleri anlamaya yardım etmek için, yönetim kurulları ve üst yönetim kadrolarının rolleri ile ilgili nasıl düşünmeye başlayabileceklerini tarif etmek için basit bir model kurmuştuk. Modelin temeli MacMillan ve arkadaşlarının bizim davranışsal olarak tanımladığımız iş ilişki göstergeleri ve bunların sonuçları ile ilgili sınıflandırmasının genişletilmesi üzerine oturmaktadır. Biz bu iki değeri sürdürülebilir değer nosyonuna Hart ve Milstein'e (2003) ve (Wheeler ve diğerleri tarafından tarif edildiği gibi) bağlarız, burada ileri sürülen, değer farklı paydaşlar tarafından farklı tanımlanmış olması fakat mutlak değer yaratma sürecinin, her anlamda firma ve paydaşları için sürdürülebilir olarak dikkate alınmasıdır. O zaman biz, burada yukarıda tanımlanmış prestij ve kurallara uygunluk nosyonlarına dayanarak, itibar, motivasyon ve değer yaratma konularında birleşen ancak (i) sosyal sermayenin zenginleşmesi ile artan sosyal kaynaklar (Nahapiet ve Ghoshal; Adler ve Kwon *baskı dışı, Bilgi Teknoloji Merkezi*) (ii) itibarın zenginleşmesi ile artan sosyal sermaye (Hall 1992; Fombrun ve Shanley 1990)¹⁶ konularında birbirinden ayrılan iki döngüye dikkat çekiyoruz.

Modelin saklı bir anlamı şüphesiz itibar takviyesinin yokluğundaki sosyal sermayenin veya bir motivasyonun yokluğundaki (örneğin paylaşılan amaçlar) itibarın, erdemli dönüşleri yönetmek için yeterli olmayabildiğidir.

¹⁵ İş etikleri literatüründe ayrıca, Sciarrelli'nin de üst iş liderlerine prestijin nosyonunu uyguladığına da dikkat edin: Sciarrelli, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 9.

¹⁶ Bilim adamlarının birkaçı, Hall (1992) ve Fombrun ve Shanley (1990) dahil, itibarı, değerli bir firma kaynağı olarak tarif etti.



Şekil 3: Sürdürülebilir değer yaratımına önerilen zincirleşmiş itibar model (Macmillan ve diğerlerinden geliştirildi, 2000)

Bir diğeri, 'sürdürülebilir değer'in, sosyal kaynakların hem destekleyici bir unsuru hem de bir sonucu olduğudur. Bu açıdan, ekonomik değer bile, sosyal bir boyuttur. Her dürüst piyasa analistinin tasdik edeceği gibi: 'Firmanın, hissedar değerini yükselteceğine eminsek, onun hisse senedini tavsiye ederiz; emsallerimiz ve müşterilerimiz şirketin piyasa değeri artışlarını takip ederlerse, geri dönüşüm hissedar değerini yükseltir ve ileride güvenimizi destekler'. Bu dairesel mantıkta belli tehlikeler vardır fakat en azından süreç net olmalıdır.

Araştırma için saklı anlamlar ve model uygulamaları

Modelimize örnek olarak, ve gelecek araştırmaları için bazı yönergeler önermek amacıyla yönetim, itibar ve sürdürülebilir değer yaratım alanlarında pozitif kayıtlı, halka açık iki Kanada şirketini tanımlayabiliriz. Suncor, zengin maddi kaynakları ile Alberta'nın yağ kumları ile ilişkili bir yağ ve gaz şirkettir. Dofasco, Hamilton Ontario grubunda köklü bir çelik şirkettir. İki şirketin özellikleri, Tablo 3'te tarif edilmektedir.

Her iki şirket, 'sürdürülebilirlik' vizyonuna taahhülle bağlıdır, her ikisi de stratejiye açık bir şekilde paydaş kapsayan yaklaşım alır ve her ikisi de son yıllarda ekonomik dönemlerde emsallerini belirgin şekilde performans dışı bırakmıştır.

Tablo 3: Suncor ve Dofasco'nun kurum özellikleri, Kanada'da açık bir şekilde paydaş kapsayan iki şirket (tüm bilgiler şirket web sitelerinden ve Bloomberg'ten alınmıştır)

| | Suncor | Dofasco |
|--|--|---|
| Kurumsal Yapı | Sürdürülebilirlik, işimizi yürütmek ve büyütmek için paydaşların rızasını kazanmak ile ilgilidir. Bu, iş planlamamıza onlara önemli olan sosyal, ekonomik ve çevresel amaçları, olası yerde entegre olmayı ve paydaşlarımızın beklentilerini anlamamızı gerektirir. (Rick George, Başkan & CEO, Eyl 2003). | Dofasco, sürdürülebilirliğin genel anlamda tanımını, 'gelecek nesillerin ihtiyaçlarını tehlikeye atmadan mevcut ihtiyaçları karşılayabilme' olarak kabul eder. Bir şirket olarak başarımız, tek bir ölçüden daha fazlası ile belirlenmektedir. Sürdürülebilirliğin 'üçlü alt çizgisine' doğru çalışıyoruz: mali performans, çevresel sorumluluk ve sosyal refah. |
| Yönetim yapıları ve hesap verme | Kurumsal yönetim üzerinde Glob and Mail ROB (Yerküre ve Posta ROB) Anketinde 200 arasında 13. sıradaydı Ekim 2002 (toplam skor 100 üzerinden 86). | Kurumsal yönetim üzerinde Glob and Mail ROB Anketinde 200 arasında 12. sıradaydı Ekim 2002 (toplam skor 100 üzerinden 87). |
| Sürdürülebilir Değer | Hisse senedi fiyatı Mayıs 1994 ve Mayıs 2004 arasında beş kat yükseldi. | Kuzey Amerika'da en kazançlı çelik yapıcı, 2004. Hisse senedi fiyatı, rakiplerinin çoğunun iflasa girdiği zaman esnasında, Ağustos 1999 ve Ağustos 2004 arasında %50'den daha fazla yükseldi. |
| İtibar | Kuzey Amerikan CERES/ACCA şirket raporlama ödülleri galibi. Dow Jones Sürdürülebilir Dünya Endeksinde beş yıldır arka arkaya kayıtlı. 2000'den beri Jantzi Social Endeks'inde kayıtlı. FTSE4 İyi Endeksinde kayıtlı. | Dow Jones Sürdürülebilir Dünya Endeksinde beş yıldır arka arkaya kayıtlı. MediaCorp Kanada A.Ş. ve Maclean'm Dergisi tarafından Kanada'nın En iyi 100 İşvereninden biri sayıldı. Hewitt Kuruluşları ve İş Dergisi'ndeki Rapor ile Kanada'nın 50 En iyi İşvereninden biri sayıldı. İpsos Reid tarafından yürütülen yıllık KPMG anketinde Kanada'nın en saygı duyulan şirketlerinden biri sayıldı. |

Her ikisi de, işe normal yaklaşımlarının bir parçası olarak insan ve sosyal sermayeye belirgin şekilde yatırım yapmaktadır. Dofasco örneğinde bu, Hamilton bünyesinde özetlenmiştir ve onların kurum tanımı, 'ürünümüz insanlardır, gücümüz çelik' olarak ifade edilmiştir. Suncor örneğinde, doğal kaynakların istismarı ve takibi için paydaş desteğinin yüksek bir seviyesine bağlı olan şirket, şirket çalışanlarının motivasyonunun yüksek derecesi ve ulusal gruplar ve çevreciler ile üstün

ilişkileri sayesinde belirgin rekabetçi avantaj elde etmiştir (McKague, van der Veldt ve Wheeler 2001).

Bu iki şirketin, modelimizde tanımlanan erdemli aşamaları kurmuş olduğu ve sonuç olarak - en azından bugüne kadar - emsallerinin çoğunluğundan daha sürdürülebilir şekilde yürütülen değere sahip olduğu görünmektedir. Ayrıca sosyal ağları ve itibar destekleri aracılığıyla harekete geçirdikleri saygınlık ve

motivasyonun sermaye piyasalarında güveni sürdürmelerine yardım ettiğini kabul etmek için de yeterince zekidirler.

Bu iki Kanada şirketinin yönetim stillerini ve süreçlerini sergileseydik, hem güvenilir, iyi çalışan ve saygı duyulan şirketleri gösteren itibar (prestij ve kurallara uygunluk) faktörlerini, hem de kültürlerini ve yeteneklerini görebileceğimizi varsayabilirdik. İyi yönetim ve onun firma performansına etkisi konusunda geleceğe yönelik araştırma, ölçütlerin çoğunda başarılı firmalar ile başlayabilir. Yönetim kurulları ve üst yönetim kadroları itibar ve sürdürülebilir değeri kurmak isterlerse, yönetim süreçlerinde gerek duydukları destek için, örnek olay incelemesi daha iyi bir anlayışla kurulmuş böyle karakteristiklerin geçmişine açıklık getirmek için yardımcı olabilir.

Böyle bir araştırmada sergilemek için ilgili sorular aşağıdakileri kapsayabilir:

(1) Şirketlerin yönetim kurulları ve üst yönetim kadroları ile ilgili hangi yetenek karışımları sürdürülebilir değer yaratma ile alakalıdır?

(2) Şirketlerin yönetim kurulları ve üst yönetim kadroları ile ilgili hangi kültürel faktörler (inançlar, tutumlar ve normlar) sürdürülebilir değer yaratma ile alakalıdır?

(3) Hangi yönetim kurulu ve üst yönetim kadrosu eleman arama yaklaşım modelleri firmaların sürdürülebilir değer yaratımı ile alakalıdır?

(4) Hangi şirket dışı, diyaloga dayalı itibar fenomeni (örneğin prestij ve kurallara uygunluk) firmaların sürdürülebilir değer yaratımı ile alakalıdır?

(5) Hangi iç tüziük ve prestiji ile ilgili diyalog fenomeni firmaların sürdürülebilir değer yaratımı ile alakalıdır?

Yönetim yasaları, şirket kanunu ve kamu politikası için modelin saklı anlamları

Şirketlerin ve yönetim kurullarının kurumsal yönetime bir 'paydaş yaklaşımı' geliştirme yolunda yapısal değişimler için ihtiyaç duyulan ön desteği vermedikleri bu yazıda açıktır. Bu sonuç, yatırımcıların haklarına ve kendi serbest piyasa kapitalizminin etkin faaliyetine bile aykırı olarak, kıta Avrupası ve Doğu Asya kurumsal yönetim yapılarını geleneksel olarak gören o eleştirmenler için tekrar ikna edici olabilir (Freidman; Jensen ve Meckling, 1976; Chew ve Gillan'da Jensen (editörler) 2005; Chew ve Gillan'da Jensen (editörler) 2005). Bununla birlikte, argümanlarımız şirket yönetim kurulları ve üst yönetim kadroları üzerindeki paydaş kapsamlı yetenek ve kültürlerin doğru karışımını sağlamanın mantığını destekler. Yeni piyasa anlayışları sağlama, yönetsel yeteneği ayarlama ve sermaye artırma amaçları için ya da kolay şekilde temas veya bilgi elde etmek için, paydaş ağları ve sosyal sermaye kaynakları harekete geçirilse de geçirilirse de, görüşlerimiz şirketleri yönetmeleri istenenlere gerekli olan farklılık, iyi tutum ve normlar, paylaşılan inançlar ve ağ oluşturma becerileri için güç verebilir. Yönetim kurulu ve üst yönetim kadrosu üyeleri ayrıca, paydaşların (sermaye piyasaları ve yatırımcılar dahil) çeşitli ağlarına, kurallara uygunluk ya da 'prestij'i işaret etme konusunda yeterli olmalıdır ve bu kurallara uygunluk - etik ve uygulanabilir - , önemli bir firma kaynağı olarak tanınmalıdır.

Bu tür anlayışların, globalleşmiş bir ekonomide şirketler için yasal çatılarını ve tutarlı yönetim yasalarını geliştirmenin kompleks işi ile görevlendirilenler için, herhangi bir değer oluşturup oluşturmayacağı görülecektir. Yönetim yasalarının mevcut direktiflerinin (Dünya Bankası ve OECD gibi organlar tarafından resmen ilan dildiği gibi) tarif etmiş olduğumuz kaynak tabanlı bakış açısına öncelik vermemesine rağmen buradaki anlayışlarla tutarsız olmadığından basitçe söz edebiliriz.

Yönetim kurulları ve üst yönetim kadroları için saklı anlamlar

Bu yazıda, hissedarlara yapısal ve süreç hesap verilebilirliği ile ilgili örneğin yasa ve yönetmeliklerde daha fazla kural koyulmamasına dikkat çekmiştik. Bununla birlikte, nasıl kural koyulabileceği ve bu kuralların yönetim kurulu odalarında ve üst kadrolarda inançları, paydaş kapsamlı yetenekleri, tutumları ve normları nasıl ölçebileceği doğrudan belli değildir. Maddi olmayan kaynakların idaresi ve risklerin tanınmasında yönetici eğitiminin gerçekten yardımcı olabileceğini önerebiliriz. Ek olarak istihdam süreçleri yönetim kurulu ve üst yönetim kadrosunun ilişki kurmada ve daha genel olarak paydaş yaklaşımlarındaki yeterlilikleri için ihtiyaçtan daha fazla hesap verilebilirlik isteyebilir.

Şirket yöneticilerine, kendi fikirlerini ortaya koymalarını ve daha sonra kuralcı vekalet teorisyenlerinin sınırlı fikirlerinin desteğini yeniden düşünmelerini önerebiliriz. Firmanın yürütme amacı gibi, 'hissedar değerindeki' iyi niyet desteğinde, bu teorisyenler, o değer, gerçek dünyada nasıl yaratıldığını ve paradoksal olarak, birbirine benzer yatırımcılar ve pratisyenlerin problemlerine nasıl destek olabildiğini dikkate almadılar. Kuzey Amerikan ticaretinde ve akademik görüşmelerinde egemen, kurumsal yönetime vekalet teorisini basite indirgeyen yaklaşımın, skandalı önlemediği ya da yönetim kurulu üyelerinin ve üst yönetimin etkinliğinin değerini attırmadığı görülmektedir; o nedenle, yeni bir şey denemek zaman olabilir.

Son olarak yönetim kurulu üyelerine tutumları ve normları hakkında daha sıklıkla konuşmalarını öneririz. Onlar firmanın kadar iddialı, birbirine bağlı ve hala kendi yüksek performanslarına adanmış destekleyici bir ekip olarak mı çalışırlar yoksa sadece diğerlerinin performansı ile ilgili siyasallaştırılan, fonksiyonel olmayan ya da bağlantısını kesen bir grup olarak mı çalışırlar? Bu tür tartışmaları başlatmak, yönetim kurulu üyelerinin zamanını alacak fakat

yapanlar, kendi liderlik ve idare yeteneklerini ispat edeceklerdir.

Başka bir alternatif, bu meseleleri tamamen piyasalara bırakmak olabilir. Piyasa hala sosyal sermaye ve itibar kaynaklarının hisse senetlerini artırma yanında itibarın ve değer yaratımının erdemli dönüşümleri ile şirketleri bulma ve yatırım yapma yollarını bulmak için yeterince akıllı olan o yatırımcıları ödüllendirmek için bir yol bulabilir. Bu yatırımcılar, portföylerinin değerini bir sonuç olarak maksimize ederlerse, inanıyoruzki, o portföylerdeki şirketlerin kalbinde, kariyeri boyunca Keith MacMillan tarafından tanımlanan paydaş-kapsamlı, değer-yürütme olgusunun tipi olacak.

KAYNAKLAR

- Aaker, D.A., E. Joachimsthaier, **Brand Leadership**, New York The Free Press, 2000.
- Adler, P.S., S.W. Kwon, 'Social capital: prospects for a new concept', **Academy of Management Review**, Vol:27, No: 1, pp.17-40, 2002.
- Aguilera, R.V., G.Jackson, 'The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants', **Academy of Management Review**, Vol:28, No:3, pp.447-465.
- Amit, R., P. J. H. Schoemaker, 'Strategic Assets and Organizational Rents', **Strategic Management Journal**, Vol:14, pp.33-46, 1993.
- Anon, 'Two thirds of UK investors prepared to invest 'ethically'', **Environmental Finance**, 2 July 2004.
- Anon, 'Flexing Their Muscle: Shareholders Hold Increased Influence in Post-Enron America', **ABCNEWS.com**, 8 July 2004.
- Badaracco, C. H., 'Public Opinion and Corporate Expression: **In Search of the Common Good**', **Public Relations Quarterly**, Vol:41, No:3, 1996.
- Barney, J. B., 'Organizational culture: can it be a source of sustained competitive advantage?', **Academy of Management Review**, Vol:11, No:3, pp.656-665, 1986.

- Barney, J. B., 'Firm resources and sustained competitive advantage', **Journal of Management**, Vol:17, pp.99-120, 1991.
- Beil, T., F.Marrs, I. Solomon, H. Thomas, **Auditing Organizations Through a Strategic-Systems Lens**, Montvale, NJ: KPMG., 1997.
- Berman, S. L., A.C. Wicks, S. Kotha, T. M. Jones, 'Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance', **Academy of Management Journal**, Vol:42, No:5, pp.488-506, 1999.
- Burns, J., M. Schroeder, 'Accounting Firms Ask SEC for Post-Enron Guide', **Wall Street Journal** (Eastern edition), Jan 7 2002.
- Canadian Council of Chief Executives, Governance, Values and Competitiveness. A commitment to leadership, **Ottawa: Canadian Council of Chief Executives**, 2002.
- Carver J., C.Oliver, Corporate Boards that Create Value. **Governing company performance from the boardroom**, San Francisco: Jossey-Bass, 2002.
- Cascio, W. F., 'Board Governance: A Social Systems Perspective', **Academy of Management Executive**, Voi:18, No:1, pp. 97-100, 2004.
- Certo, S. T., 'Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signalling with Board Structures', **Academy of Management Review**, Vol:28, No:3, pp. 432-446.
- Chapple, S., 'Laws of the Jungle', **Los Angeles Times**, 8th August 2004.
- CICA, Management's Discussion and Analysis. Guidance on Preparation and Disclosure, **Toronto: Canadian Institute of Chartered Accountants**, 2002.
- Clarke, T., S. Clegg, Changing paradigms: The Transformation of Management Knowledge for the 21st Century, **London: Harper Collins Business**, 1998.
- Collins, J. C., J. Porras, Built to Last, Successful habits of visionary companies, **London: Random House**, 1994.
- Daily, C. M., D. R. Dalton, A.A. Cannella Jr., 'Corporate governance: decades of dialogue and data', **Academy of Management Review**, Vol:28, No:3, pp.371-382, 2003.
- Deephouse, D. L., 'Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-Based Theories', **Journal of Management**, Vol:26, No:6, pp.1091-1112, 2000.
- Diekmeyer, P., 'Auditor independence is under fire: the heat is on', **CAMagazinc**, Vol: 133, No:8, pp.20-26, 2000.
- Dimma, W. A., **Excellence in the Boardroom, Best practices in corporate directorship**, Ontario: Wiley, 2003.
- Donaldson, T., T.W. Dunfee, Ties that bind: A social contracts approach to business ethics, Boston MA: **Harvard Business School Press**, 1999.
- Donaldson, J., L. E. Preston 'The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications', **Academy of Management Review**, Vol:20, No:1, pp. 65-91.
- Fombrun, C., M. Shanley, 'What's in the Name? Reputation Building and Corporate Strategy', **Academy of Management Journal**, Vol:33, No:2, pp.233-258, 1990.
- Freeman, R. E., 'Business ethics at the millennium', **Business Ethics Quarterly** 10 (1), pp.169-180, 2000. - **Strategic Management: A stakeholder approach**, Boston: Pitman, 1984.
- Freeman, R. E., W.Evan, 'Corporate governance: a stakeholder interpretation', **Journal of Behavioral Economics**, Vol:19, No:4, pp.337-359, 1990.
- and Harrison, J. S., (eds.), **Handbook of Strategic Management**, pp. 189-207, Oxford: Blackwell, 2001.
- and McVea, J., 'A Stakeholder Approach to Strategic Management', Hitt, M. A.,
- Wicks, A. C., B.Parmar, 'Stakeholder theory and "the corporate objective revisited" ', **Organization Science**, Vol:15, No:3, pp.364-369, 2004.
- Friedman, M., **Capitalism and Freedom**, Chicago: **University of Chicago**.
- Foucault, M., **Politics, Philosophy, Culture**, New York: **Routledge**, 1988.
- Grasenick, K., J. Low, 'Shaken, Not Stirred: Defining and Connecting Indicators for the Measurement

- and Valuation of Intangibles', **Journal of Intellectual Capital**, Vol:5, No:2, 2004.
- Hall, R., 'The Strategic Analysis of Intangible Resources', **Strategic Management Journal**, Vol:13, pp.135-144, 1992.
- Hart, S. L., M.B. Milstein, 'Creating Sustainable Value', **Academy of Management Executive**, Vol:17, No:2, pp.56-67, 2003.
- Heintzman, A., E.Solomon, **Fuelling the Future. How the battle over energy is changing everything**, Toronto Anansi Press, pp.242-293, 2003.
- Hill, C. W., T.M. Jones, 'Stakeholder-agency theory', **Journal of Management Studies**, Vol:29, pp.134-154, 2000.
- Holliday C., S. Schmidheiny, P. Watts, **Walking the Talk. The Business Case for Sustainable Development**, Sheffield, UK Greenleaf, 2002.
- Jensen, M. C., 'Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function', in Chew, D. H., and Gillan, S. L., **Corporate Governance at the Crossroads. A book of readings**, Irwin, New York: McGraw-Hill, pp. 7-20, 2005.
- and Meckling, W. F., 'The nature of man', in Chew, D. H. and Gillan, S. L., **Corporate Governance at the Crossroads**, a book of readings, Irwin, New York McGraw-pp. 87-102, 2005.
- and Meckling, W. F., 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure', **Journal of Financial Economics**, Vol:3, pp.305-60, 1976.
- Kotter, J. P., J.L. Heskett, **Corporate Culture and Performance**, New York: The Free Press, 1992.
- Leblanc, R., J. Gillies, **Building a Better Board: What Directors, Investors, Managers and Regulators Must Know About Boards of Directors**, Chichester: Wiley & Son, 2005.
- Lengnick-Hall, M. L., C.A. Lengnick-Hall, 'HR's role in building relationship networks', **Academy of Management Executive**, Vol:17, No:4, pp.53-63, 2003.
- Human resource management in the knowledge economy: New challenges, new roles, new capabilities, San Francisco: Berrett-Koehler, 2002.
- Letendre, L., 'The Dynamics of the Boardroom', **Academy of Management Executive**, Vol: 18, No:1, pp. 101-104, 2004.
- Lynall, M. D., B. R. Golden, A. J.Hillman, 'Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view', **Academy of Management Review**, Vol:28, No:3, pp. 416-431, 2003.
- MacMillan, K., S. Downing, 'Governance and performance: goodwill hunting', **Journal of General Management**, Vol:24, No:3, pp.1-11, 1999.
- Mansley, M., **Socially Responsible Investment: A guide for pension funds and institutional investors**, Monitor Press: Sudbury UK, 2000.
- Martin, R., 'The Problem with Corporate Governance', **Working Paper, Toronto: Rotman School of Management**, 2003.
- McFarland, J., E. Church, L. Nguyen, 'Board Games', **Globe and Mail Report on Business**, October 7th, 1 and 8, 2002.
- McFarland, J., 'How ROB Created the Rating System', **Globe and Mail Report on Business**, October 7th, 6, 2002.
- McKague, K., D.van der Veldt, D. Wheeler, 'Growing a Sustainable Energy Company: Suncor's Venture into Alternative and Renewable Energy', **Schulich School of Business Case**, Toronto York University, 2001.
- Mills, R., 'Accounting and Finance: Life after Enron', **Manager Update**, Vol:13, No:4, 35, Summer, 2002.
- Monks, R., N. Minow, 'The director's new clothes (or the myth of corporate accountability)', in D. H. Chew, S. L. Gillan, **Corporate Governance at the Crossroads. A book of readings**, pp. 151-157, New York: McGraw-Hill, 2005.
- Monks, R., A.Sykes, **Capitalism Without Owners Will Fail: A Policymaker's Guide to Reform**, New York: Centre for the Study of Financial Innovation, 2002.
- Morgan, R. M., S. D. Hunt, 'The Commitment-Trust Theory of Marketing', **Journal of Marketing** Vol:58, cited in: K. MacMillan, K. Money, S. Downing, 'Successful Business Relationships',

- Journal of General Management** Vol:26, No:1, pp.69-83, 2000.
- Nahapiet J., S.Ghoshal, 'Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage', **Academy of Management Review**, Vol:23, No:2, pp. 242-266, 1998.
- O'Reilly, C. A., J. Pfeffer, **Hidden Value, How great companies achieve extraordinary results with ordinary people**, Boston MA: **Harvard Business School Press**, 2000.
- Pfeffer J., G. Salancik, **The external control of organizations**, New York: Harper & Row, 1978.
- Pollock, T. G., V.P. Rindova, 'Media legitimation effects in the market for initial public offerings', **Academy of Management Journal**, Vol:46, No:5, pp. 631-642, 2003.
- Prahalad, C. K., G. Hamel, 'The core competence of the corporation', **Harvard Business Review**, Vol:68, No:3, pp.79-91,1990.
- Rao, H., 'The Social Construction of Reputation: Certification Contents, Legitimation, and the Survival of Organization in the Automobile Industry', **Strategic Management Journal**, Vol:15, pp.29-44, 1994.
- Ratnatunga, J., N.Gray, K.R. Balachandrang, 'CEVITA: The Valuation and Reporting of Strategic Capabilities', **Management Accounting Research**, Vol:15, Iss:1, 2004.
- Schein E., **Organisation, Culture and Leadership**, San Francisco: Jossey-Bass, 1995.
- Sciarelli, S., 'Corporate Ethics and and the Entrepreneurial Theory of 'Social Success'', **Business Ethics Quarterly**, Vol:9, No:4, pp. 639-649.
- Smith, F. L., 'Guess your liability! Full disclosure gone berserk', **Forbes Magazine**, 26th July 2004.
- Solomon J., and Solomon R., **Corporate Governance and Accountability**, Chichester UK: Wiley, 2004.
- Sonnefeld, J. A., 'What Makes Good Boards Great', **Harvard Business Review**, pp.106-113, September 2002.
- Suchman, M. C, 'Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches', **Academy of Management Review**, Vol:20, No:3, p.571.
- Sundaram, A., A. Inkpen, 'The corporate objective revisited', **Organization Science** Vol:15, No:3, pp.350-363, 2004.
- Volcker, P. A., 'A Litmus Test for Accounting Reform', **Wall Street Journal** (Eastern edition), 21 May 2002.
- Wernerfeld B., 'A resource-based view of the firm', **Strategic Management Journal**, Vol:5, Pp:171-180, 1984.
- Wheeler, D., 'The Successful Navigation of Uncertainty: Sustainability and the Organization' in: R. Burke, C. Cooper (eds), **Leading in Turbulent Times**, Oxford Blackwell, pp:182-207, 2003.
- and Thomson, J., 'Sustainability and a Stakeholder Approach to Corporate Governance', in: M.J. Epstein, K.O. Hanson, (eds.), **The Accountable Corporation**, Greenwood: Praeger Publishers, 2005.
- and Thomson J., 'The new bottom line: energy and corporate ingenuity', 2003, in: de Wit
- B., R. Meyer, **Strategy. Process, content, context**, London Thomson, 1998.
- and Sillanpaa, M., 'Including the Stakeholders: The Business Case', **Long Range Planning**, Vol:31, No:2, pp. 201-210, 1998.
- Colbert B., R.E. Freeman, 'Focusing on value: reconciling corporate social responsibility, sustainability and a stakeholder approach in a network world', **Journal of General Management**, Vol:28, No:3, pp:1-28, 2003.
- Fabig, H., R. Boele, 'Paradoxes and Dilemmas for Stakeholder Responsive Firms in the Extractive Sector. Lessons from the Case of Shell and the Ogoni', **Journal of Business Ethics**, Vol:39, No:3, pp. 297-318.

