



HİSSEDARLAR İLE PAYDAŞLAR KARŞI KARŞIYA

Yeni bir putperestlik

Şirketlerin hissedarlara mı, çalışanlara mı yoksa müşterilere mi daha çok odaklanması gerektiği konusundaki eski tartışma ekonomik kriz ile birlikte tekrar canlandı

**Şule Koyuncuoğlu
Kıdemli Danışman
“iyi şirket” Danışmanlık A.Ş.**

Amerikan iş dünyasına son 25 yılda hakim olan düşünce, şirketlerin esas amacının hissedarlara maksimum dönüşün sağlanmasıydı. Bu düşünce finansal kriz meydana gelene kadar dünya genelinde hızla yayılmıştı. Daha sonraları ise hissedar değerinin gözetilmesinin çok akıllıca bir fikir olmadığı vurgulanmaya başlandı.

Toronto Rotman School of Management Dekanı Roger Martin'in, *Harvard Business Review* dergisinde yer alan makalesinde, şirketler için hissedar değerinin maksimize edilmesi fikrinin terk edilme zamanının geldiğini vurgulamıştır. Hissedar değeri saplantısı 1976 yılında iki ekonomistin “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, adlı makalenin yayımlanması ile başlamıştır. Makalede şirket sahiplerinin profesyonel yöneticilerden kısa dönemli düşünerek faydalandıkları tartışılmıştı. Bu günlerde birçok iş yönetimi ile ilgili akademik makalelerden yapılan alıntılarda, yöneticilerin hissedar değerine odaklanmasının sorumsuzluk olduğunun görünmesi ilham vericidir. Bu inanç değiştirilerek diğer paydaşlara: müşterilere, çalışanlara, tedarikçilere, toplum ve bu kapsamda olan diğerlerine daha fazla önem verilmelidir. Amerikan ve İngiliz değer yaratıcılar, Avrupa kıtasında uygulama bulan “paydaş kapitalizmine” özellikle küçümseme ile yaklaşırlardı.

Şimdi Roger Martin hissedar değerinin “müşteri odaklı kapitalizmine” bırakılarak, şirketlerde müşteri memnuniyetinin en üst düzeye çıkarmanın amaçlamasını tartışmaktadır. Bu fikir bazı dönüşümler kazandırmıştır. Geçen yıl tüketim malları devi Unilever'ın başına geçen Paul Polman Financial Times'a verdiği demeçte hissedarlar için değil tüketici ve müşteriler için çalışacağını ifade etmiştir.

Hissedar değeri inancına karşı tepkiden fayda bekleyen sadece tüketiciler midir? CBI üyelerinin geçenlerde katıldıkları forumda beklentinin “daha katılımcı yaklaşımla farklı paydaş gruplarının bir araya getirilmesi” bunlara tedarikçiler ve çalışanları eğiten kurumların da dahil edilmesi olarak gerçekleşmiştir. Hindistan da hızlı büyüyen ve şirketlere dışardan hizmet sağlayan HCL Teknoloji şirketinden CEO Vineet Nayar yeni

kitabında, Mr. Martin'den farklı bir bakış açısı ortaya koymuştur ve buna kanıt olarak da kitabın adını gösterebiliriz “İlk çalışanlar, ikinci müşteriler”.

Hissedar değeri modeli gerçekten başarısız mıdır? Finansal bozulma kesinlikle Messrs Jensen ve Meckling tarafından oluşturulan, iki büyük fikrin altını çizmiştir: yönetici ücretleri şirketin hisse fiyatlarıyla ilişkilendirilmeli mi? ve girişim sermayesi, arkasında dağ gibi borçla, yöneticilerin değer maksimize etmesinden ziyade sermaye piyasalarında daha iyi iş yapabilir miydi? Her hisse senedi piyasasında geçen son on yılda oluşan balon, şirket borçlarıyla ilgili bu fikirlere veya en azından uygulanma şekilleriyle ilgili ciddi kusurların varlığını ortaya çıkarmıştır.

Şirketin herhangi bir gündeki hisse fiyatının, uzun dönemli hisse değerini göstermede oldukça yetersiz bir gösterge olduğunu söylemeye gerek yoktur. Hala yöneticilere yapılan ödemeler hisse senedi fiyatlarındaki kısa dönemli hareketlere bağlıdır ve bunun ölçü olarak kullanılmasını destekleyen yöneticiler, hisse değerini uzun vadede maksimize etmekten ziyade hisse senedi fiyatlarını kolayca yukarı iterler. Aynı şekilde girişim sermayesi şirketleri kredi balonu süresince çok fazla borç almışlar sonuç olarak şimdi de portföylerindeki birçok şirkette değer düşürücü indirimlere gitmektedirler.

Bazı açılardan Goldman Sachs'ın şu anki zor durumu sorunu özetlemektedir. Yatırım Bankası halka açıldığı 1999 yılında hissedar değerini maksimize etmeyi destekliyordu. Çeyrek dönemler itibariyle olmamasında ısrarcı olunmasına rağmen, önceden görünen büyük resimde, doğal olarak çalışanların (ortak olarak) uzun dönemli menfaatleri savunuluyordu; o günlerde hızlı kazanç sağlayacak ancak müşterilere yabancılaşma riski taşıyan işlemlere karşı açıkgozlu davranmamak gerektiği tartışılıyordu. Ama Mr Lambert' in de işaret ettiği gibi “başını belaya sokmak için aceleci davranan sadece banka değildi” Birkaç yıl içinde epeyce sayıda başka şirketlerde müşterilerini hayrete düşürecek bilanço için bayağı çaba harcamışlardı. Bu bakış açısı ile “ eğer hissedarlar için hisse değerinin kısa dönemli maksimize etmeye odaklanılırsa, bunun uzun dönemli başarıyı belirleyecek ilişkileri riske sokacağıdır”.

Ancak bu, hissedar değerine saygı yanlıştır ve bazı başka iş anlayışlarıyla değiştirilmelidir anlamına gelmemektedir. Diğer paydaşlara saygı gösterilmesi konusundaki çoğu söylem, genelde iki görüşün birbirini dışladığı değil gerçekte birbirine destek olduğunu ifade eder. Hissedar değeri artışının, müşteri memnuniyetine odaklanmanın yan ürünü olarak ortaya çıktığı kabul edilir. Aynı şekilde, yetenekli personelin muhafaza edilmesi, şirketin çalışanlara bağlılığı yöneticilerin en zor görevlerinden biridir ve karı, hasılatı artırarak uzun vadeli hissedar değerini maksimize etmede en iyi yollardan biridir.

Diğer bir ifade ile problem hissedar değerinin vurgulanması değil, şirketin hisse senedi fiyatlarındaki kısa vadeli artışların vekalet için kullanılmasıdır. İronik olarak, hissedarların kendileri de bu karışıklığın yayılmasına yardımcı olmalarıdır. Aktivist hedge fonlarla birlikte birçok kurumsal yatırımcı, kısa vadeli kar ve hisse senedi fiyatı artışlarını, inatçı yöneticiler ile kurumsal yönetim ve yönetici ücretleri hakkında tartışmalara tercih etmektedirler.

Hissedarlara yönetimi etkilemek üzere daha fazla güç verilmesi ve bunu kullanmalarının desteklenmesi hem hissedarları hem de yöneticileri harekete geçirmeli ve böylece daha uzun vadeli bakış açısı ile çalışmalarını sağlanmalıdır. Amerika'da

Kongre çeşitli önlemler ile hissedarların yönetici ücretleri üzerindeki etkilerini artırmayı düşünmektedir. İngiltere’de Finansal Raporlama Konseyi kurumsal yatırımcıları canlandırmak için “yönetim kodlarını” yayımlamıştır. Bu hissedar kapitalizmi ve paydaş kapitalizmi arasındaki sahte bir savaştır. Hissedar değerini bırakmak yerine gerçek hissedar kapitalizminin kurulması gerekmektedir.

**The Economist
Nisan 2010**