

## ŞİRKETLER HUKUKU İÇİN TARİHİN SONU\*

Henry HANSMANN\*\* ve Reimier KRAAKMAN\*\*\*

Çeviren: Alper Hakkı YAZICI \*\*\*\*

### GİRİŞ

Son zamanlarda yapılan çalışmalar, kurumsal yönetim (*corporate governance*), sermaye piyasaları ve Avrupa, Amerika ve Japon şirketler hukukundaki kurumsal farklılıklara vurgu yapmaktadır.<sup>1</sup> Şirket tiplerine yönelik gözle görülür farklılıklara rağmen ondokuzuncu yüzyıldan buyana daha derinde devam eden bir ortak prensiplere yönelik görülmektedir. Kurumsal yönetime ilişkin temel kurallar – aslında çoğu şirketler hukuku meseleleri – çoğu serbest piyasa hukuk sistemlerinde yüksek oranda yeknesaklaşmayı gerçekleştirmiş olup tek ve standart bir modelin elde edilmesi muhtemeldir. Şirket yapısının temel hukuki özellikleri gelişmiş ülkelerde zaten yüzyıl önce yirminci yüzyıla henüz girerken sağlam bir şekilde yerleşmişti. Yirminci yüzyıl boyunca yönetim pratiklerinde farklılaşmaya ve şirketler hukukunun iyi yapılandırılması noktasında önemli derecede hareket alanı kalmakla birlikte günümüzde daha fazla yeknesaklaşma baskısı hızla artmaktadır. Bu baskı unsurlarından en önemlisi son zamanlarda ticaret hukukunda gelişmiş hukuk sisemlerindeki iş, devlet ve hukuk elitlerince baskın bir şekilde kabul gören şirketler hukukunun pay sahibi odaklı yaklaşımıdır. Şirketler hukuku esas olarak uzun dönemde pay sahibinin menfaatini artırmayı hedeflemelidir şeklindeki bu yaklaşıma artık ciddi bir rakip bulunmamaktadır. Ortaya çıkan bu görüş birliği tüm dünyada kurumsal yönetim uygulamalarını derinden etkilemiştir. Şirketler hukuku

\* The End Of History For Corporate Law, THE GEORGETOWN LAW JOURNAL, Vol: 89, 2000 – 2001, 439.

\*\* Profesör, Yale Hukuk Fakültesi

\*\*\* Profesör, Harvard Hukuk Fakültesi

\*\*\*\* Hâkim, Türkiye Adalet Akademisi. alperhyazici@gmail.com

<sup>1</sup> *Bkz e.g.,* Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 1997 (1994); Ronald J. Gilson & Mark J. Roe, *Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization*, 102 YALE L.J. 871 (1993); Mark J. Roe, *Some Differences in Company Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 YALE L.J. 1927 (1993).

reformunda da etkisinin hissedilmesi artık bir zaman meselesidir.

## I. GEÇMİŞ UYUŞMA: KURUMSAL FORMUN (ŞİRKETİN) ORTAYA ÇIKIŞI

İlk olarak ondokuzuncu yüzyılın sonunda Kurumsallaşmış İşletmeleri – veya şirketleri - düzenleyen hukukun dünya ölçeğinde önemli derecede benzeşmiş olduğunun tespitiyle araştırmamıza başlamalıyız. Bu vakte kadar, bütün önemli ticaret hukuku yargılarında bulunan büyük çaplı işletmeler kurumsal bir yapı altında organize olmuşlardı ve bu formun işlevsel temel özellikleri bu hukuk sistemlerinde temel olarak benzeşmişti. Bugün de şirket formunu tanımlamaya devam eden bu özellikler: (1) açıkça tanımlanmış, firmayı sözleşmelerle bağlama ve bu sözleşmelerle firma malvarlığı arasında bağlantı kurma yetkisini de içeren firma sahiplerinden bağımsız tam tüzel kişilik;<sup>2</sup> (2) paydaşlar ve yöneticilerin sınırlı sorumluluğu; (3) sermayedarlar arasında paylaşılmış mülkiyet; (4) yönetim yetkisinin bir kurula devri; (5) devredilebilir hisseler.

Bu temel nitelikler, hem bireysel olarak hem de birlikte, gelişmiş piyasa ekonomilerinde önemli bir rol oynayan büyük işletmelerin çok sayıda paydaşla organize olmasını teşvik eden önemli faydalar sunmaktadır. Bu faydaları başka bir çalışmamızda daha detaylı olarak ele almıştık.<sup>3</sup> Şu aşamada dikkat edilmesi gereken husus bu nitelikler ve faydaları bugün hazır, sunulmuş halde elde edilirken, on dokuzuncu yüzyılın başlangıcından önce bu nitelikleri taşıyan sadece bir avuç özellikle sözleşmeye dayalı şirket bulunmaktaydı. Tedavül edebilir hisselerle sahip anonim şirket yapısı 1844'e kadar İngiltere'de ki işletme faaliyetleri için genel olarak mevcut değildi ve sınırlı sorumluluk 1855'te bu forma dâhil edildi.<sup>4</sup> Bazı Amerikan eyaletleri bu formu genel kullanım amacıyla birkaç yıl öncesinde kabul etmişse de, ortaklıklar hukukunu düzenleyen genel kanunların

---

<sup>2</sup> See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, YALE L.J. (forthcoming 2000).

<sup>3</sup> Bkz HENRY HANSMANN, THE OWNERSHIP OF ENTERPRISE (1996); Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *What Is Corporate Law?*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (Reinier Kraakman et al. eds., forthcoming 2001).

<sup>4</sup> Bkz PHILLIP BLUMBERG, THE LAW OF CORPORATE GROUPS: SUBSTANTIVE LAW 9-20 (1988).

ortaya çıkışı 1800 yılından bayağı bir sonra olmuştur. Ancak, 1900'e doğru, ticari konularda önde gelen ülke yargılarının neredeyse tamamı en azından yukarıda değinilen beş özelliği matbu olarak içeren standart form bir hukuki yapıyı düzenlemiş ve bu bugüne kadar devam etmiştir. Dolayısıyla yüzyıl önce bile ortaklıklar hukukunun temel unsurları üzerinde güçlü ve hızlı bir uyuşma sağlanmıştı. Zaman içerisinde, genel olarak şirket yapısının daha detaylı teşkili konusunda farklılıklar ortaya çıkmıştır.

Ortaklık yapısının beş temel özelliği doğası gereği pay sahibi menfaatini temel alan bir yapı ortaya koymaktadır. Bu beş özellik, çalışanlar, alacaklılar, diğer sağlayıcılar, müşteriler veya genel olarak toplum gibi diğer katılımcıların menfaatlerini her zaman dikkate almamaktadır. Benzer şekilde, özellikle kontrol gücünü elinde bulunduran ve bulundurmayan ortaklar arasında olmak üzere, ortaklar arasında doğacak ihtilafların çözüm yolunu da göstermemektedir. Yirminci yüzyılın önemli bir kısmında bu konular üzerinde tartışmalar yaşanmış ve bunlara yönelik alternatif yaklaşımlar geliştirilmeye çalışılmıştır.

## **II. PAY SAHİBİ ODAKLI (VEYA “STANDART”) MODEL**

Ancak, son zamanlarda, bu konular üzerinde önde gelen hukuk sistemlerinde bulunan akademik çevreler, iş dünyası ve hükümet yetkilileri arasında gitgide artan bir fikir birliğinin doğduğuna ilişkin güçlü kanıtlar ortaya çıkmıştır. Doğmakta olan bu mutabakatın temel unsurları kuruluş üzerindeki nihai kontrolün ortaklarda olması; idarecilerin şirketi ortakların menfaatini hedef alarak yönetme borcuyla yükümlü kılınmaları; alacaklılar, çalışanlar, tedarikçiler ve müşteriler gibi diğer şirket ilgililerinin menfaatlerini kurumsal yönetime katılarak değil de sözleşmesel araçlar vasıtasıyla koruma altına aldirtmaları; şirketi kontrol eden ortakların istismarına karşı azınlıkta kalan hissedarlara güçlü bir koruma sağlanması; ve halka açık anonim şirketlerin paylarının piyasa değerlerinin, pay sahibi çıkarının tespitinde başlıca ölçü olması. Basitleştirmek için bu unsurları içeren şirket görüşünü kurumsal formun “standard - ortak odaklı model”i (veya kısaca “standart model”) olarak adlandırıyoruz. Şirketler hukuku bu standart modelin uygulanmasını içerdiği oranda, kurumsal ilişkilerin sağlıklı yürütülmesi noktasında varılan bu mutabakat aynı zamanda şirketler hukukunun olması gereken

içeriği hakkında da ulaşılmış bir mutabakat olacaktır ve bu hukukun şekillenmesinde derin bir etkiye sahip olacaktır.

### A. KİMİN YARARI?

Dördüncü bölümde iddia ettiğimiz üzere, bugün yöneticilerin sorumlu olmaları tarafın sadece şirket ortakları olduğu yönünde genel kabul gören bir mutabakat vardır ki bu yöneticilerin, çalışanların veya devletin şirket işlerindeki ayrıcalıklı rolünün doğurduğu memnuniyetsizlikten kaynaklanmaktadır. Bu şirketlerin tamamen ortaklar menfaatine yönetilmesi gerektiği yönünde bir anlaşma olduğu anlamına gelmemekte olup bilakis hukuk böyle bir sonucu müeyyide altına almalıdır. Bütün vicdan sahibi insanlar inanırlar ki kurumsal işletmeler bir bütün olarak toplum yararına organize edilmeli ve işletilmelidir ve şirket ortaklarının faydası bu sosyal düzen içerisinde toplumun diğer mensuplarınınkilere göre ağırlıklı olmamalıdır. Bu aşamada ana fikir basittir; mantık ve tecrübenin bir sonucu olarak bu amaca (yani ortalama bir sosyal refahın gözetilmesi) hizmet eden en iyi araç şirket idarecilerini sıkı sıkıya şirket ortaklarına karşı veya en azından daha açık belirtmek gerekirse onların faydasını esas alacak şekilde sorumlu kılmaktan geçmektedir. Bunu, “ödün teorisi” (*concession theory*) olarak adlandırılan görüşün en uç bileşenlerinin bile şirket ortaklarının menfaatlerinin vicdan ölçüsünde öncelenmesi fikrini benimsemesi takip edecektir.<sup>5</sup>

Elbetteki, şirketler hukukunda ortak menfaatinin üstün tutulması gerektiğini ileri sürmek diğer paydaşların menfaatlerinin korunmaması gerektiği anlamına

---

<sup>5</sup> Sınırları aşan eski bir tartışmada, şirketlerin bir devlet tavizi veya imtiyazı sayesinde hayat bulduğu görüşünün bileşenleri aynı zamanda şirketlerin sadece şirket ortaklarının şahsi menfaatlerini değil toplumun - veya tüm ilgililerin- menfaatini esas alarak yönetilmesi gerektiği yönündeki görüşle de ilintilidir. Bkz. Örn. E. Merrick Dodd, Jr., For Whom Are Corporate Managers Trustees?, 45 HARV. L. REV. 1145, 1148-50 (1932); PAUL G. MAHONEY, CONTRACT OR CONCESSION? A HISTORICAL PERSPECTIVE ON BUSINESS CORPORATIONS (University of Virginia School of Law, Working Paper, 1999) (on file with author). Bunun aksine, şirketi ortaklar arasındaki bir sözleşme temelinde gören görüşün bileşenleri kurumsal yönetimde ortak menfaatlerinin esas alınmasına meyillidir. Bize göre geleneksel taviz (*concession*) ve sözleşme (*contract*) teorilerini destekleyenler arasındaki geleneksel tartışma kısaca hatalıdır. Bir taraftan, şirketler “imtiyaz” ya da “sözleşme” kamu yararı sebebiyle düzenlemeye tabi tutulmalıdır. Diğer taraftan, fiiliyatta standart model sosyal refahı elde etmenin en etkili yolunun şirket yöneticilerinin ortaklar menfaatini gözetmeye teşvik edilmesi olduğunun ileri sürülmesidir.

gelmez. Ortaklar dışındaki – ya da en azından alacaklılar dışındaki – ilgililerin menfaatlerinin korunması konusundaki en etkin hukuki mekanizmalar şirketler hukukunun alanı dışında kalmaktadır. İşçiler için, iş sözleşmesi hukuku, emeklilik hukuku, sağlık ve iş güvenliği hukuku ve ayrımcılığa karşı korunma hükümleri bulunmaktadır. Tüketiciler söz konusu olduğunda, üretim güvenliği mevzuatı, garanti hukuku, üretim sorumluluğunu ele alan haksız fiil hukuku, rekabet hukuku ve ürünlerin içerik ve özelliklerinin zorunlu olarak açıklanmasıyla ilgili kurallar gösterilebilir. Genel olarak toplum veya kamu dikkate alındığında çevre hukuku ve eşya hukuku ve kitlesel zararlara ilişkin haksız fiil hukuku ifade edilebilir.

Tabi ki alacaklılar bir noktaya kadar istisnadır. Şirketler hukukunun, şirket ile alacaklıları arasındaki bir takım ilişkileri doğrudan düzenlemesi gerektiği yönünde genel bir görüş birliği vardır. Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması ve yetersiz sermaye durumunda kâr payı dağıtımının kısıtlandırılmasıyla ilgili kurallar en fazla göze çarpan örneklerlerdir. Ancak bu kuralların altında yatan sebep, sözleşmeden kaynaklanan borç alacaklılarına özgü şirket formunun bir sonucu olan, esas olarak sınırlı sorumluluk ilkesinden kaynaklanan problemlerin olmasıdır. Ancak, bu tip kuralların kapsamı dardır. İflas dışında alacaklıları kurumsal yönetime dâhil etmemektedirler. Bu kurallar daha çok ortakların şirket formunu alacaklılara karşı bir sömürü vasıtası olarak kullanma kabiliyetlerini kısıtlamayla sınırlıdır.

## **B. HANGİ ORTAKLAR?**

Pay sahibi-odaklı model, ortak menfaatlerinin üstün tutulması gerektiğini iddia etmekten daha fazlasını yapmaktadır. Azınlık hissedarları da dâhil *bütün* ortakların menfaatlerini gündeme getirmektedir. Daha özelden, azınlık pay sahiplerinin veya şirketi kontrol edemeyen ortakların, kontrol gücünü ellerinde bulunduran ortaklara karşı güçlü bir korumaya sahip olmaları gerekliliği standart modelin temel ilkelerinden birisidir. Halka açık şirketlerde bu bütün ortakların şirket varlıkları ve kârı üzerinde eşit hak iddia edebilmelerinin temini anlamına gelmektedir.

Bu yaklaşımın etkinlik endişelerinden kaynaklanan iki çok açık sebebi var-

dır. İlk olarak, eğer şirketi kontrol edemeyen paydaşlara etkili bir koruma sağlanamazsa şirketin sermaye piyasalarından sermaye yatırımı sağlaması güçleşir. İkinci sebep ise, şirketi kontrol eden ortakların orantısız bir şekilde şirketin sağladığı menfaatleri kendilerine yöneltmekte kullandıkları araçlar genel olarak verimsiz yatırım seçeneklerini ve yönetim politikalarını içermektedir.

### **C. MÜLKİYET YAPISININ ÖNEMİ**

Şirketler hukukunun pay sahibi – odaklı modelinin ABD ve Birleşik Krallık örneklerinde olduğu gibi çok geniş dağılımlı, seyrek pay mülkiyeti yapısına sahip çok sayıda firmanın faaliyet gösterdiği hukuk sistemlerine iyi uyum göstereceği zaman zaman belirtilmektedir. Kıta Avrupa’sı ülkelerinde olduğu gibi mülkiyetin daha konsantre olduğu – yani daha çok belirli ellerde toplandığı – hukuk sistemleri için farklı bir modelin uygun olacağı söylenmektedir. Ancak bu görüş ikna edici değildir.

Halka açık şirketlerde olduğu gibi kapalı şirketlerde de faaliyetlerin azami verimlilikle yürütülmesinin şartı hukukun yöneticileri ortaklar menfaatini esas almaya teşvik etmesi ve kontrol sahibi ortakların diğerleri aleyhine şirketi sömürmelerini engellemesidir. Ortak öncelikli model mantıki olarak herhangi bir belirli mülkiyet yapısına öncelik tanımaz. Aslında, hem konsantre hem de seyrekleşmiş pay sahipliği farklı zamanlarda farklı yorumcular tarafından, önemli temsil sorunlarına karşılık ortak menfaatlerini artırma hususundaki kabiliyetleri noktasında destek görmüştür.

Eşit önemde olan diğer bir husus, her bir hukuk sisteminin değişik kurumsal mülkiyet yapısını bir arada içermesidir. ABD ve İngiltere çok sayıda dağınık mülkiyet yapısına sahip şirketi barındırmaktayken, aynı ülkeler aynı zamanda daha fazla sayıda kapalı mülkiyet yapısına sahip şirketi de içermektedir. Benzer şekilde, her bir önde gelen kıta Avrupası hukuk sistemi en azından elle tutulur bir miktarda seyrekleşmiş mülkiyet yapısına sahip şirkete ev sahipliği yapmaktadır ve bunların sayısı gitgide artmaktadır. Buna göre, her hukuk sisteminin bütün mülkiyet yapılarını ele alacak şekilde tasarlanmış bir şirketler hukuku sistemine sahip olması şarttır.

Dolayısıyla, aynı ondokuzuncu yüzyılda şirket formunun temel özelliklerinin hızlı bir şekilde berraklaşmasında olduğu gibi, yirmibirinci yüzyılın başlangıcında da şirket yapısı ve yönetimine ilişkin normatif bir görüş olarak standart ortak merkezli modele doğru hızlı bir yöneliş olduğuna şahitlik etmekteyiz. Bu normatif yönelişin kurumsal yönetim pratiklerinde ve şirketler hukukunda da kayda değer bir yeknesaklaşmaya yol açmasını beklemeliyiz.

### **III. İDEOLOJİK UYUŞMANIN AMİLLERİ**

Standart model üzerinde fikir birliğini zorlayan üç esas unsur vardır: alternatif modellerin başarısızlığı; küresel ticaretten kaynaklanan rekabetçi baskılar; ve doğmakta olan ortak sınıfı lehine değişen çıkar grubu etkisi. Bu gelişmeleri bir sıra içerisinde değerlendireceğiz.

#### **A. ALTERNATİF MODELLERİN BAŞARISIZLIĞI**

Şirketler hukukunun temel yapısı üzerinde yirminci yüzyıl boyunca devam eden tartışma ve araştırmalar, hukukun hangi yollarla ortaklar dışındaki ilgililerin çıkarlarını düzenlemesi gerektiği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu anlamda, pay sahibi – odaklı modele karşı önerilen üç önemli alternatif model geleneksel olarak ilgi odağı olmuştur. Biz bunları şirketler hukukunun yönetici – odaklı, çalışan – odaklı ve devlet – odaklı modelleri olarak adlandırıyoruz. Her ne kadar bu alternatif modellerin her biri çeşitli hukuk sistemlerinde ve farklı farklı alanlarda, gerek uygulama gerekse taraftar bulma noktasında bir noktaya kadar başarılı olmuşa da, sonuç olarak üçü de büyük oranda normatif çekiciliklerini kaybetmiştir.

#### **1. Yönetici Odaklı Model**

ABD’de, 1930’lardan 1960’lı yıllara kadar büyük şirketlerde yöneticilere geniş yetkiler verilmesinin sağlayacağı yararları öven bir normatif düşüncenin önemli etkileri hissedilmiştir. Merrick Dodd ve John Kenneth Galbraith meselele açıkça bu görüşün taraftarı olarak tanınıyorlardı, Adolph Berle ise yaşamının sonlarına doğru bu düşünceye taraftar olmuştu.<sup>6</sup> Bu düşüncenin temelinde,

---

<sup>6</sup> Dodd ve Berle bu konuyla ilgili 1930’ların sonlarında klasik bir tartışmaya girmişlerdi. Dodd şirket yöneticilerinin sosyal sorumluluğuna vurgu yaparken, Berle ortakların çıkarlarını sa-

profesyonel şirket yöneticilerinin, şirketi genel kamu menfaatlerine uygun bir şekilde idare edecek tarafsız teknokrat vekiller oldukları yönündeki inanç bulunmaktaydı. Kurumsal sosyal sorumluluğa ilişkin 1950’li yıllara ait literatürde bu görüşlerin tecessüm ettiğini görebiliriz.<sup>7</sup>

Bu görüşün normatif çekiciliği 1950 ve 60’lı yıllarda şirket idarecilerinin takdir yetkisini güçlendirme eğilimindeki SEC Proxy kuralları ve Williams Act gibi çeşitli hukuki gelişmelere gerekçe sağlamıştır. Ancak 1970 ve 80’li yıllarda şirketler topluluğu hareketinin çöküşü büyük oranda yönetici odaklı modelin normatif çekiciliğini yok etmiştir. Yöneticilere şirketin yatırım politikaları üzerinde geniş takdir yetkisi verilirse, ne kadar iyi niyetli olurlarsa olsun onların orantısız bir şekilde kendi çıkarlarına hizmet etme eğilimine girebilecekleri bugün genel kabul gören bir anlayıştır. Yönetici merkezli firmalar, ortaklarının çıkarlarına daha bağlı olan şirketlere göre bazı durumlarda ortaklar dışındaki şirket ilgililerine karşı daha hassas olabilirlerse de faaliyetlerin verimsizliğinin bedeli ve değeri düşük projelere yapılan aşırı yatırımlara artık hoşgörü gösterilmemektedir.

## 2. Çalışan – Odaklı Model

Büyük çaplı işletmelerde iş akdi kaynaklı sorunlar ortaya çıkmaktadır. Basit sözleşmeler ve sözleşmeler hukukunun temel ilkeleri işçi ve şirket arasındaki uzun süreli ilişkileri düzenlemekte yetersiz kalmaktadır. Taraflar arasındaki ilişki diğer hususların yanı sıra somut olgular, belirli yatırımlar ve bilgi almadaki dengelessiz konumdan dolayı zarar görmüş olabilir.

---

yunuyordu. Bkz. Adolph A. Berle, *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049, 1049 (1931); Adolph A. Berle, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 HARV. L. REV. 1365, 1367-68 (1932); Dodd, *supra* note 5, at 1145. 1950’lerde Berle’nin, Dodd’un yöneticilere takdir yetkisi verilmesinin olumlu bir adım olacağı çünkü bu sayede yöneticilerin bir bütün olarak toplum menfaatine davranışlarının mümkün olacağı yönündeki görüşüne yaklaşmış görünmektedir. Bkz. ADOLPH A. BERLE, JR., *POWER WITHOUT PROPERTY: A NEW DEVELOPMENT IN AMERICAN POLITICAL ECONOMY* 107-10 (1959) bundan böyle BERLE, *POWER WITHOUT PROPERTY*]. John Kenneth. Galbraith de benzer bir yaklaşıma sahiptir. *The New Industrial State*. See JOHN KENNETH GALBRAITH, *THE NEW INDUSTRIAL STATE* (1967).

<sup>7</sup> Bkz, e.g., BERLE, *POWER WITHOUT PROPERTY*, *supra* note 6; GAULRAITH, *supra* note 6. Geniş toplum çıkarlarını gözeten yönetim sorumluluğu meselesinin her iki tarafını da ele alan makalelerin toplandığı önemli bir derleme için bkz. **THE CORPORATION IN MODERN SOCIETY** (Edward Mason ed., 1959).

Organize sendikalar vasıtasıyla yürütülen toplu pazarlık bu sorunlara karşılık bir yaklaşım olmuştur. İşçilerin pazarlık yaptığı firmanın kurumsal yapısına bağlı olmadığı için bu yaklaşım şirketler hukukunun alanı dışında gelişmektedir. Şirketler hukuku kapsamında değerlendirilebilecek diğer bir yaklaşım, mesela işçileri yönetim kurulunda temsilci bulundurma hakkı tanıyarak, doğrudan kurumsal yönetime dâhil etmektir. Her ne kadar Almanya’da işçilerin kurumsal yönetime katılımlarıyla ilgili çekinceler Weimar Cumhuriyeti dönemine kadar gitmekteyse de ikinci dünya savaşına kadar sendikacılık yaklaşımı her yerde baskın olan yaklaşımdı. Savaştan sonra ise işçilerin yönetime katılımıyla ilgili ciddi çalışmalar Avrupa’da başlamıştır. Bu çalışmaların sonuçları en fazla Almanya’da hissedilebilir. Almanya’da ilk olarak 1951 yılında kömür ve çelik endüstrileri için daha sonra 1952 – 1957 arası aşama aşama tüm büyük Alman şirketleri için kanunla işçilere şirket üst yönetim kurulu üyelerinin yarısını seçme hakkı tanınmıştır. Bu Alman tipi “birlikte karar alma” (*codetermination*) mekanizması işçi katılımıyla ilgili en uç deneyim olmuştur. Ancak tek değildir. Daha mütevazı olmakla birlikte diğer bazı Avrupa ülkeleri genelde büyük şirketlerin yönetim kurulunda bir veya üç kişilik işçi temsilcisi kontenjanı bulundurmalarını şart koşmaktadır. Ayrıca, Hollanda yerli büyük şirketler için yönetici, çalışan ve devlet merkezli yaklaşımlardan unsurları birleştiren oldukça sıra dışı bir model kabul etmiştir. Hollanda’nın “yapı” (*structure*) rejimine göre üst kurulların kendisi üye atamasında bulunur, ancak hem çalışanlar hem de ortakların kurul atamalarına itiraz hakkı vardır. İtiraz halinde ticaret mahkemesi konuyu karara bağlar.

Almanya’daki birlikte karar alma mekanizmasının yayılması ve Alman tipi bu yaklaşımın tüm Avrupa’ya yayılmasını sağlayacak Avrupa Topluluğunun şirketler hukukuna ilişkin beşinci yönerge taslağının<sup>8</sup> teklifiyle birlikte, işçilerin yönetime katılımıyla ilgili isteklilik 1970’lerde tavan yapmıştır. İşçilerin katılımı bu esnada mücadeleci sendikacılığın iş sözleşmesi kaynaklı sorunların çözümünde araç olarak çekiciliğini kaybetmesi ve esasında endüstriyel alandan tamamen çekilmeye başlaması sebebiyle ABD’de de büyük ilgi çekmiştir. O zamandan

---

<sup>8</sup> Halka Açık Sınırlı Sorumlu Şirketlerin Yapısı ve Bunların Organlarının Yetki ve Yükümlülüklerine İlişkin Antlaşmanın, 54 (3) (G) maddesine dayanan tadil edilmiş beşinci yönerge teklifi, 1983 OJ (C 240) 2.

bu yana, normatif bir ideal olarak işçilerin kurumsal yönetime katılımı devamlı olarak güç kaybetmiştir. Devamlı sulandırılmasına rağmen AB beşinci yönergesi henüz müktesebatın bir parçası haline gelmemiştir ve şu an için Alman tarzı birlikte karar alma mekanizmasının başka bir ülkede kabul görmesi pek mümkün görünmemektedir.

Bugün, kayda değer bir şekilde doğrudan işçilerin oy hakkına sahip olarak şirket yönetimine katılımlarının verimsiz kararlara, kilitlenmelere ve güçsüz yönetim kurullarına neden olabileceği ve bunun getireceği olumsuz sonuçların işçi katılımından sağlanacak muhtemel faydadan fazla olacağı git gide taraftar bulan bir görüştür. Görüldüğü kadarıyla sorun esasında bir yönetim sorunudur. Şirket karar alma mekanizmalarına işçilerin doğrudan katılımı, işçi istihdamını etkileyecek bazı verimsizlikleri azaltabilecekse de alışıldık şirketlerdeki iş gücü çıkarları etkili bir yönetim organı oluşturamayacak derecede farklılıklar göstermektedir ve yönetim gücünün işçiler ile yatırımcılar arasında paylaşılması birlikte karar alma mekanizmasını uygulayan şirketlerde olduğu gibi sorunların daha da büyümesine yol açmaktadır. Genel olarak, ne kadar zayıflıkları olsa da akdi araçlar (etkin iş piyasası düzenlemeleriyle desteklendiklerinde) şirketin yatırımcılarıyla çalışanları arasındaki uyuşmazlıkları çözmede oy hakkı ve diğer toplu mekanizmalardan açıkça daha etkindir.<sup>9</sup>

Bugün, Almanya’da bile, birlikte karar almayı şirketler hukuku için genel bir model olarak savunan bilim adamı sayısı oldukça azdır. Aslında bugünlerde birlikte karar alma en çok yerel çıkar ve şartlara göre işe yarayabilir bir uyarlama veya sorgulanabilir değerine rağmen siyasi sonuçları itibarıyla ortadan kaldırılması zor olan bir deneyim olarak savunulma eğilimindedir.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Bkz HANSMANN, *supra* note 3, at 89-119; Henry Hansmann, *Probleme von Kollektiventscheidungen und Theorie der Firma-Folgerungen für die Arbeitnehmermitbestimmung*, in OKONOMISCHE ANALYSE DES UNTERNEHMENSRECHTS 287-305 (Claus Ott & Hans-Bernd Schdfer eds., 1993); Henry Hansmann, *Worker Participation and Corporate Governance*, 43 U. TORONTO L.J. 589, 589-606 (1993) Alman yönetim kurullarının zayıflığıyla ilgili örnek olarak bkz, Mark Roe, *German Securities Markets and German Codetermination*, 1998 COLUM. Bus. L. REV. 167.

<sup>10</sup> Elbetteki bazı yazarlar birlikte karar almayı hala kurumsal yönetimin kendine özgü Kuzey Avrupa formunun değişmez bir unsuru olarak görmeye devam etmektedir. Bkz. Örn. MICHEL ALBERT, *CAPITALISM VS. CAPITALISM* (1993) (genel olarak kapitalizmin “Ren Modeli”nin “Anglo – Saxon Modeli”nden üstün olduğunu iddia etmektedir) Albert kurumsal

### 3. Devlet – Odaklı Model

İkinci dünya savaşının hem öncesi hem de sonrasında, özel teşebbüsün kamu yararına hizmetini temin için, hükümetlerin doğrudan büyük şirketler üzerinde güçlü etkiye sahip olacakları bir şirket sistemine büyük oranda destek vardı. Teoriye göre, teknokrat devlet bürokratları şirket işlerine doğrudan müdahale ederek piyasanın aksi etkilerinden kaçınılmasına yardımcı olabilirler deniyordu. Bu yaklaşım en geniş olarak savaş sonrası Fransı ve Japonyasında uygulanmıştır. Amerika Birleşik Devletlerinde savunma sanayi dışında çok az uygulama olmasına rağmen, bu yaklaşım entelektüel olarak önemli derecede ilgi çekmiştir. Devlet odaklı yaklaşımın belki de Anglo – Amerikan dünyasında ki en etkili tasviri Andrew Shonfield’in 1968 tarihli *Modern Capitalism* isimli kitabıdır ki burada Fransız ve Japon tarzı “yol gösterici planlama” (*indicative planning*) hayranlık uyandıracak bir şekilde tarif edilmiştir.<sup>11</sup> Japon ekonomisinin güçlü performansı ve daha sonra gelen devlet destekli Asya ekonomileri bu modelin 1980’lerde bile saygınlığını önemli derecede artırmıştır.

Dayanımcı ekonomilerde şirket işleri üzerinde devlet kontrolü sağlanmasının temel araçları genelde şirketler hukukunun alanı dışında bulunmaktadır. Bunlar, örnek olarak kredi, döviz, lisans ve rekabet kurallarından bağışık tutulma gibi konularda hükümet bürokratlarına geniş takdir yetkisi tanımak olabilir. Yine de, mesela ortakların şirket yöneticileri üzerindeki kontrolünü zayıflatarak (yöneticilerin devlet önceliklerine aykırı işler yapabilmelerine yönelik muhtemel baskıyı azaltmak için) ve yöneticilerin yanlış uygulamalarına karşı ortaklar tarafından ileri sürülen hukuki dava ve taleplerden ziyade devlet tarafından işletilen cezai müeyyideler belirleyerek (hükümetin takdirine bağlı olarak yöneticiler üzerinde uygulanacak güçlü bir otorite sağlamak için) şirketler hukuku da bir rol oynamaktadır.

Ancak devlet – odaklı model de bugün büyük oranda çekiciliğini yitirmiştir. Bunun bir sebebi devlet sosyalizminden uzaklaşmanın genel olarak popüler en-

---

yönetiminin Ortak-Merkezli ideolojisinin gücünün yükselişte olduğunu kabul etse bile. Bkz 169-90.

<sup>11</sup> ANDREW SHONFIELD, MODERN CAPITALISM: THE CHANGING BALANCE OF PUBLIC AND PRIVATE POWER 84-85 (1968).

telektüel ve siyasi bir model olmasıdır. Bu yoldaki önemli köşe başları 1970’lerde İngiltere’de görülen Thatcherizm’in yükselişi, 1980’lerde Mitterand’ın Fransa’da devlet mülkiyetini terk etmesi ve 1990’larda komünizmin hemen hemen her yerde ani çöküşüdür. Japon şirketlerinin 1989’dan sonraki görece zayıf performansları, devletçi şirketleşme anlayışı üzerine inşa edilen diğer Asya ekonomilerinde yaşanan daha yakın tarihli krizler bu modelin itibarını bugün daha da fazla azaltmıştır. Bugün, çok az kişi şirket işlerine müdahale için devlete doğrudan güçlü bir yetki verilmesinin normatif olarak oldukça çekici olduğunu ileri sürebilir.

#### **4. Paydaş / Katılımcılar Odaklı Modeller (*Stakeholder Models*)**

Geçtiğimiz on yıl boyunca şirketler hukuku ve kurumsal yönetim (*corporate governance*) literatüründe zaman zaman “paydaş/katılımcı” modellerini, güçlü ortak – odaklı şirket yaklaşımına normatif olarak çekici bir alternatif olarak savunan görüşler ileri sürülmüştür. Söz konusu paydaşlar/katılımcılar kavramı işçileri, alacaklıları, tüketicileri, şirketin iş yaptığı yerel ölçekteki tacirleri veya hatta hatta iyi korunmuş bir çevreden faydalananlar gibi daha geniş tanımlı çıkar gruplarını içerebilir. Eğer şirket yöneticileri sadece ortaklara karşı sorumlu kılınırsa, diğer ilgililerin şirket ve ortaklar tarafından istismar edilebileceği iddia edilmektedir; dolayısıyla şirketler hukuku yöneticilerin diğer katılımcıların çıkarlarına karşı da hassas olmalarını sağlamalıdır.

Katılımcı modelleri ortak bir problemle karşılaşırken iki farklı tipte çözüm getirmektedir. Bir grup katılımcı modelleri, bizim “mütevelli” model olarak adlandırdığımız yapıya tekabül etmektedir. Burada yönetim kurulu sağlanan katkıların kullanımı ve elde edilen gelirlerin dağıtımını konusunda tarafsız idareciler olarak çalışmaktadırlar. Bu modele göre kurulda doğrudan temsil hakkı sadece yatırımcılara verilir. Diğer katılımcıların korunması ise kurula verilen sadece pay sahiplerini temsil etme yükümlülüğünün gevşetilmesi ve diğer paydaşların çıkarlarını gözetme konusunda kurula daha geniş takdir yetkisi tanınmasıyla mümkündür.

Mütevelli modeli (*fiduciary model*) en fazla tanınmayı ABD hukukunda bulmuştur. Bunda yönetim kurullarına, gitgide artan devralmalarla (*takeover*) il-

gili sorunlarda kurucuların menfaatlerini ortaklarına tercih edebilme imkânı veren Katılımcı Kanunlarının (*constituency statutes*) rolü büyüktür.<sup>12</sup> Mütevellî modelinin önde gelen Amerikalı savunucuları Margaret Blair ve Lynn Stout ayrıca bu yaklaşımın devralmalar dışında, ABD şirketler hukukuyla ilgili diğer meselelerle ilgili olarak daha geniş kapsamda uygulanması gerektiğini savunmaktadırlar.<sup>13</sup> Mütevellî Modeli, İngiltere’de şirket yöneticilerinin görevleriyle ilgili devam etmekte olan tartışmanın anahtar unsurlarındandır.<sup>14</sup>

İkinci grup katılımcı merkezli modeller mütevellî idareciler yerine doğrudan katılımcıların temsilcilerini içermektedir. Bu “temsilci” (*representative*) modelinde iki veya daha fazla sayıda paydaş katılımcılar (*stakeholder constituencies*) yönetim kuruluna temsilciler atamaktadırlar ve böylece şirket politikalarının tüm paydaşların ortak çıkarları düşünülerek belirlenmesi amaçlanmaktadır. Her grup pazarlık gücüne bağlı olarak meselelerini yönetim kurulu önüne getirebilir. İdeal durumda, her ne kadar her bir üye grup temsilcisi olarak kalmaya devam etse de yönetim kurulu bir nevi kolektif mütevellî heyeti gibi faaliyet göstermektedir. Yönetim kurulu (veya gözetici kurul - *supervisory board*) araçlar olmaksızın “paydaş gruplar koalisyonu” haline gelmektedir ve “farklı paydaşların çıkar ça-

<sup>12</sup> Çevirmenin notu: ABD’de otuz eyalette kabul edilen *constituency statutes* veya *stakeholder statutes* olarak adlandırılan kanunlar, yöneticilerin ortaklara karşı mutlak sorumluluğunu yumuşatmıştır. Bu kanunlaştırmalar ile yöneticilerin alacaklılar, tüketiciler gibi diğer katılımcılar veya ilgilileri de göz önünde bulundurabilmelerine imkân tanımaktadır. Mütevellî modeli olarak çevirdiğimiz *Fiduciary model* ile kastedilmek istenilenin hukukumuzda vakıf yönetim organına benzer güvenilir kişilerden oluşan ve tüzel kişiliğin mallarını onun adına idare eden bir kurulun esas alınmasıdır.

<sup>13</sup> Bkz Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, 287-319 (1999). 13. See COMPANY LAW REFORM

<sup>14</sup> Bkz COMPANY LAW REFORM STEERING GROUP, MODERN COMPANY LAW FOR A COMPETITIVE ENVIRONMENT: THE STRATEGIC FRAMEWORK 39-46 (1999) (halihazırda bulunan yöneticinin aydınlatılmış ortak çıkarlarını gözetme ödevinin devamı yerine düşünülebilecek seçeneklerin ortaya atılması veya şirket-bazlı yatırımları teşvik amacıyla tüm başta gelen katılımcılara yönelik çoğulcu bir sorumluluk anlayışının yeniden formüle edilmesi).

Ancak, Yorum ve tartışmalardan sonra İngiliz Şirketler Hukuku Reform Araştırması Grubu hukukçu bilim adamları ve uygulamacılarla varılan fikir uyuşmasına uygun olarak ortakların öncelikli olduğu kuralını kabul etme yoluna gitmiştir. Bkz COMPANY LAW REFORM STEERING GROUP, MODERN COMPANY LAW FOR A COMPETITIVE ECONOMY: DEVELOPING THE FRAMEWORK 29-31 (2000) (Yöneticiler bir bütün olarak şirket ortaklarının yararına hareket etmek zorundadır).

tışmalarının çözüm meclisi” olmanın yanı sıra “yönetimi denetleme işlevi konusunda uzlaşanların bir araya geldiği bir meclis” olarak da faaliyet göstermektedir.<sup>15</sup>

Ne müteveli ne de temsilci tipi paydaş modelleri temelde şirket konusunda yeni bir yaklaşım getirmektedir. Daha doğrusu, paydaş modellerinin sunumunda kullanılan yeni retoriğe ve zaman zaman bunlara eşlik eden daha açık ekonomik teorileştirmelere rağmen, bu yaklaşımlar esasında eski yönetici-merkezli ve işçi-merkezli modellerin değişik varyasyonlarıdır. Müteveli tipi katılımcı merkezli modeller fiili olarak yönetici – merkezli modelin yeniden formüle edilmiş halinden başka bir şey değildir ve bu sebeple aynı sıkıntılar bu görüş için de geçerlidir. Başboş yöneticiler, mesela şirketin mevcut işçileri veya alacaklıları gibi bazı katılımcı grupların çıkarlarına daha iyi hizmet edebilirken, yöneticilerin kendi menfaatleri sıklıkla karar almalarında orantısız bir şekilde ehemmiyet sahibi olacaktır ve faydalanıcı katılımcıların yararından fazla bir maliyete ortaklar, müşteriler ve muhtemel yeni işçiler ve alacaklılar katlanmak durumunda kalacaktır. Dahası, mahkemelerin yöneticilerin daha etkili ve adil davranmalarını sağlayacak güven ödevleriyle (*fiduciary duties*) ilgili gerekli rötuşları yapmakta ve uygulamakta yetersiz kaldıkları açıkça görülmektedir.

Temsilci tipi katılımcı modelleri ise tüm katılımcıları içerecek şekilde genişletilmiş olmasına rağmen geçmişte bulunan çalışan – odaklı modele oldukça benzemektedir ve bundan dolayı bu modelin zayıflıkları burada da söz konusu olmaktadır. Her hangi bir katılımcı grubunun temsilcilerinin zorunlu olarak yönetim kuruluna dâhil edilmesi katılan grupların elde ettiği faydadan çok zarara sebep olacak nitelikte şirket karar alma süreçlerinin zorlaşmasına sebebiyet verebilir. Dolayısıyla, eski modelleri gündem dışı kılan aynı zorlayıcı faktörler katılımcı - odaklı modelin de pay sahibi - odaklı modele karşı sağlam bir alternatif oluşturmasını engellemektedir.

---

<sup>15</sup> REINHARD H. SMİTH & GERALD SPINDLER, **PATH DEPENDENCE, CORPORATE GOVERNANCE AND COMPLEMENTARITY- A COMMENT ON BEBCHUK AND ROE** 14, (Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series: Finance and Accounting No. 27, 1999).

## **B. UZLAŞMAYI GEREKTİREN REKABETÇİ BASKILAR**

Ortak-merkezli model sadece alternatiflerinin başarısızlığından dolayı değil aynı zamanda önemli ekonomik etkilerin bu modelin getirilerini daha da göze çarpar hale getirmesinden dolayı da normatif bir uzlaşma olarak ortaya çıkmıştır. Geniş manada, bir kurumsal yönetim modelini üstün kılan üç husus vardır: mantık gücü, örnek olma gücü ve rekabet gücü. Standart model lehine ortaya çıkmakta olan uzlaşma son yıllarda bu üç güçte meydana gelen yoğunlaşmanın bir sonucudur. Burada bunları sırasıyla ele alacağız.

### **1. Mantık Gücü**

Standart modelin önemli başarı kaynaklarından birisi hukuk, ekonomi ve işletme alanlarında bulunan bilim adamları ve yazarların son yıllarda bu modelin başta gelen alternatiflerine göre daha fazla verimlilik sağlayacağına yönelik yukarıda incelediğimiz ikna edici gerekçeleri geliştirmiş olmalarıdır. Bu gerekçelerden birisi çoğu zaman hisse senedi yatırımcılarının çıkarlarının sözleşmeyle korunamayacak olmasıdır. Daha doğrusu, çıkarlarını korumaları için şirketi kontrol yetkisinin kendilerine verilmiş olması şarttır. İkinci bir sebep, hissedarların kişiye özel ve kuvvetli kontrol haklarına sahip olması halinde bu onları şirketin değerini azami seviyeye çıkartmak için çaba göstermeye güçlü bir şekilde teşvik edecektir. Üçüncü bir gerekçe ise ortaklar dışındaki şirket katılanlarının çıkarlarına genel olarak sözleşme ve mevzuat hükümleriyle önemli bir koruma sağlanmaktadır. Dolayısıyla, ortakların katkılarıyla şirketin değerinin maksimize edilmesi diğer katılımcıların da yararına. Dördüncü bir sebep, sözleşme ve mevzuat diğer katılımcılara tam bir koruma sağlamasa bile şirketin yönetim yapısının bunu sağlayacak bir şekilde uyarlanması getireceği yarardan daha fazla soruna yol açacaktır.

Bu gerekçeler bugün şirket finansmanı ve ekonomisi üzerine gitgide uluslar arası bir hal alan literatürde etkisini göstermektedir. Sonuç olarak yönetimin ortak – odaklı modelinin ekonomik sonuçları vurgulanmaktadır. Ayrıca, dünya çapında faaliyet gösteren uluslararası hukuk firmalarını da içeren kurumsal arabuluculuk müesseseleri ağının, beş büyük muhasebe şirketi ve başlıca yatırım bankaları ve danışma şirketlerinin de standart modeli kabul etmesi onun ikna

edici gücünü daha da artırmıştır. Bu ağın kapsam ve büyüklüğünün hızla artması ortak merkezli kurumsal yönetim standart modelinin yaygınlaşmasında olağanüstü etki sağlamaktadır.

## 2. Emsal Gücü

Kurumsal yönetimin standart modelinin ikinci başarı kaynağı hâkim olduğu yargı sistemlerindeki ekonomik performansdır. Farklı modelleri uygulayan ülkeler arasındaki basit bir kıyaslama – en azından yakın geçmişte – göstermektedir ki standart modeli uygulayan ülkeler daha iyi ekonomik sonuçlar almaktadır. Gelişmiş *common-law* sistemleri, standart modeli daha az benimseyen Doğu Asya ve kıta Avrupası ülkelerine göre daha iyi performans göstermiştir. Bu hususta başlıca örnekler, daha zayıf performans gösteren Alman, Fransız ve Japon ekonomileriyle bunlarla kıyaslandığında güçlü performansı ile dikkat çeken Amerikan ekonomisidir.

Elbetteki ortak-odaklı modelin başarısının henüz çok erken olduğu ve belki de hem kendisinin hem de başarısı sebebiyle üzerinde varılan açık normatif uzlaşmanın gelip geçici olacağı bir itiraz olarak ileri sürülebilir. Her şeyden önce, sadece on beş yıl önce pek çoğu ortak-odaklı modeli benimsemeyen Alman ve Japon şirketlerinin müsabakayı kazandığını ve bunun daha üstün bir kurumsal yönetim formunu benimsemiş olmalarından kaynaklandığını ileri sürüyorlardı.<sup>16</sup> Ancak, bu muhtemelen son yıllardaki ekonomik rekabetin yanlış yorumlanmasının bir sonucuydu ve bugün kabul gören düşünceyle bağdaşmamaktaydı. 1960'lar, 70'ler ve 80'li yılların başındaki rekabet Japon tipi devlet – odaklı şirketlerle, Alman tipi işçi – odaklı şirketler ve Amerikan tipi yönetici – odaklı şirketler arasındaydı. 1980'li yılların sonuna kadar ortak-merkezli şirketlerin uluslararası ölçekte yaygın rekabetinden bahsetmek mümkün değildi.

---

<sup>16</sup> Ancak, dürüst olmak gerekirse Amerikalı yazarlar Almanya ve Japonya'da ki kurumsal yönetim anlayışını ortak modelini savunma adına destekleme eğilimindeydiler. Aslında, Amerikalı yazarların 1970'li yıllardan sonra dikkatini çeken husus işçi-merkezli şirket modelinin birlikte karar alma mekanizması değil Alman bankalarının yöneticileri denetleme ve uzun vadeli yatırımları doğru değerlendirme konusundaki iddia edilen yetenekleriydi. *Bkz, örn. MICHAEL T. JACOBS, SHORT-TERM AMERICA: THE CAUSES AND CURES OF OUR BUSINESS MYOPIA 69-71 (1991).*

### 3. Rekabet Gücü

Hem ürün hem de finansal piyasaların gitgide artan bir şekilde uluslararasılaşmasıyla birlikte farklı farklı modelleri benimseyen hukuk sistemlerinde faaliyet gösteren bireysel şirketler arasında doğrudan bir rekabet başlamıştır. Ortak – odaklı modele göre yapılan ve faaliyet gösteren şirketlerin rakiplerine göre önemli artılara sahip oldukları bugün genel olarak kabul görmektedir.<sup>17</sup> Bu şirketlerin diğer modellere yakın olan rakiplerine göre önemli rekabet avantajları vardır. Bu avantajlar daha düşük maliyetle menkul kıymet piyasalarından sermaye tedariki (mesela başlangıç sermayesi olarak), yeni ürün piyasalarının daha atak bir şekilde gelişimi, yönetsel olarak tutarlı bağlar temel alınarak yeniden yapılanma hususunda daha güçlü uyarıcılar ve verimsiz yatırımların daha hızlı bir şekilde terk edilmesi gibi hususları içermektedir.

Bu rekabetçi avantajlar, iki sebepten dolayı, her zaman standart modele göre idare edilen şirketlerin şirket şirkete rekabette diğer modelleri benimseyen şirketleri saf dışı bırakacakları anlamına gelmez. Birincisi, standart modele göre idare edilen bir şirket pek çok açıdan diğer şirkete göre daha verimsiz olabilir. Mesela, devlet-odaklı Japon ve Koreli şirketler yönetim ve standartlaştırılmış üretim süreçlerinin genişletilmesinde büyük verimlilik göstermişler, buna karşılık Daimler Benz ve Philips gibi Alman ve Hollandalı şirketler (birincisi işçi – odaklı diğeri yönetici- odaklı modeli benimsemiştir) mühendislik mahareti ve teknik yenilikçilik noktasında büyük oranda tanınmıştır. İkinci olarak, standart modele göre yönetilen şirketler açıkça rakiplerine göre daha verimli olsa bile maliyet-bilinçli (*cost-conscious*) standart model şirketler tam da bu sebepten belirli piyasaları terk etmeye zorlanacaktır. Alternatif modellere göre organize olmuş daha az verimliliğe sahip şirketler haddinden fazla kapasite yatırımı yapabilir veya yatırımlarının anormal derecede düşük getirilerini genel olarak kabullenebilirler ve bu surette kâr maksimizasyonunu hedefleyen rakiplerine nazaran düşük fiyatlamayla bir ürün pi-

<sup>17</sup> Bu anlamda *The Financial Times* tarafından yapılan en iyi yöneticiler anketi gibi uluslar arası araştırmalar dünyanın en saygın şirketlerinin belirlenmesi noktasında dolaylı bir delil olarak zikredilebilir. En saygın beş şirketin dördü Amerikalıdır ve dolayısıyla ortak merkezli modele göre yapılmıştır (beşincisi ise DaimlerChrysler olup bu anlamda o da Amerikalıdır). Benzer şekilde en büyük kırk firmanın yirmidokuzu ya Amerikalı ya da İngiliz menşelidir. *Bkz Annual Review, World's Most Respected Companies*, FIN. TIMES (LONDON), Dec. 7, 1999.

yasasını domine edebilirler. Fakat, eğer standart-model şirketlerin rekabetçi avantajları yerleşik piyasalarda bulunan diğer model şirketleri piyasa dışına çıkmaya zorlamazsa, bu standart model şirketler yukarıda ortaya atılan gerekçelerle yeni ürün piyasalarında ve hızlı değişim süreçlerinin yer aldığı endüstrilerde oluşacak yeni kuruluşlarda orantısız bir paya sahip olabilir.<sup>18</sup>

Standart – model şirketlerin büyüyen endüstrilerdeki hızla genişleme kapasitesi anlaşılabilir bir şekilde ortak – odaklı yönetimi tercih eden ve standart model etkili destekçileri olan kurumsal yatırımcılara ve uluslararası menkul kıymet piyasalarına ulaşmalarının daha kolay olması sebebiyle daha da büyümektedir. Bu hisse senedi yatırımcıları her şeyden önce yatırımlarından azami kâr elde etmeye odaklanmışlardır. Zaman içerisinde standart modelin, diğer yönetim modellerini eski firmalar ve olgunlaşmış piyasalarla sınırlı kılarak, kârlılık konusundaki mücadeleyi kazanması muhtemeldir. Teknolojik değişimin hızı artmaya devam ettikçe, bu rekabetçi avantaj da artmaya devam edecektir.

### C. PAY SAHİBİ SINIFININ YÜKSELİŞİ

Biraz önce izah edilen rekabetçi güçlerle birlikte standart model üzerindeki uzlaşmanın son bir sebebi de gelişmiş ekonomilerdeki çıkar grup yapılarının köklü bir şekilde yeniden şekillenmiş olmasıdır. Bu yeniden şekillenişin kökeninde yatan sebep halktan gelen hissedarlar sınıfının<sup>19</sup> (*public shareholder class*) gerek kurumsal olarak şirket işlerinde gerekse politik ilişkilerde geniş ve güçlü bir çıkar gurubu olarak ortaya çıkmasıdır. Bu yeniliğin iki unsuru vardır. Birincisi hisse senedi mülkiyetinin değişik halk katmanları arasında hızla yaygınlaşması yöneticilerin, çalışanların ve devletin örgütlü çıkarlarına karşı bir güç olarak tutarlı bir çıkar grubunun ortaya çıkmasını sağlamıştır. İkinci olarak, bu genişleyen ortaklar sınıfı içerisinde de azınlık ve kontrol sahibi olmayan ortaklar lehine gücün el değiştirmesidir.

---

<sup>18</sup> Bu bağlamda, her hukuk sistemindeki küçük ve orta ölçekli şirketler standart modelle uyumlu hukuki rejimlere göre yapılanmıştır. Dolayısıyla, ortaklar – ve yalnız ortaklar – küçük çaplı Alman ve Hollandalı şirketlerin büyük çoğunluğunda yönetim kurulları üyelerini seçmektedirler. Bu yargı sistemleri alternatif işçi veya yönetici merkezli rejimleri sadece görece büyük şirketlerin küçük bir kısmına uygulamaktadır.

<sup>19</sup> Çevirenin notu; halka açık şirketlerde kamuya arz edilen hisse senetlerini satın alarak yatırımda bulunan geniş halk kitlelerinden müteşekkil hissedarların oluşturduğu sınıf.

## 1. Hisse Senedi Mülkiyetinin Yaygınlaşması

Hisse senedi mülkiyeti her yerde giderek daha da yaygınlaşmaktadır.<sup>20</sup> Artık sadece varlıklı kişilerle sınırlı değildir. Birleşik Devletlerde, hisse senedi mülkiyetinde yaşanan bu yayılma yirminci yüzyılın başından bu yana devam etmektedir. Ancak, son yıllarda oldukça hızlanmıştır. İkinci dünya savaşından beri, git gide daha fazla sayıda Amerikalı işçi birikimlerini emeklilik fonları vasıtasıyla hisse senetlerine yatırmaktadır. Aynı süre zarfında, yatırım fonları endüstrisi de hızla genişlemiş ve halkın emeklilik dışı tasarruflarının git gide artan bir kısmının yoğunlaştığı bir alan haline gelmiştir.<sup>21</sup> Paralel gelişmeleri Avrupa ve Japonya’da ve bir yere kadar hisse senedi piyasalarının gelişmeye başladığı diğer yerlerde de görmeye başladık.<sup>22</sup>

Gelişmiş toplumların gitgide artan refahı bu değişimlerin altında yatan önemli bir faktördür. Artık mavi yakalı işçiler bile hisse senedi yatırımında bulunacak derecede tasarruf yapabilmektedirler. Artık emek ve sermaye toplum içerisinde açıkça iki farklı çıkar grubu olarak ortaya çıkmamaktadır. Hisse senedi mülkiyeti sayesinde işçiler artan bir şekilde diğer hissedarların ekonomik menfaatlerini paylaşmaktadır. Aslında, ABD’de emeklilik fonları, bugün şirketler ortakların çıkarları temel alınarak yönetilmelidir tezini destekleyecek derecede aktiftir.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Son yirmi yıl içerisinde belli başlı hukuk sistemlerinin geçerli olduğu ülkelerde hissi senedi sermayesinin milli gelire olan oranı hemen hemen her yıl önemli miktarda artmaktadır. Çoğu Avrupa ülkesinde artış üç veya dörde katlanmaktadır. *Bkz Schools Brief: Stocks in Trade, THE ECONOMIST*, Nov. 13, 1999, at 85-86.

<sup>21</sup> *Genel olarak bkz. THE GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE RESEARCH CENTER, THE CONFERENCE BOARD, INSTITUTIONAL INVESTMENT REPORT: PATTERNS OF INSTITUTIONAL INVESTMENT AND CONTROL IN THE UNITED STATES (1997).*

<sup>22</sup> Latin America yaşayan bir örnek olarak değerlendirilebilir. 1981 yılında Şili özel emeklilik fon sistemlerini kuran ilk ülke olmuştur. 1995’e kadar Arjantin, Kolombiya ve Peru ona katılmıştır. 1996 yılına kadar Latin Amerika emeklilik fonlarında oluşan miktar toplamda 108 milyar doları bulmuştur ki bu rakam o gün ki şartlarda yerel menkul kıymet piyasalarının gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. 1997 yılı tahminlerine göre toplam varlıkların 2000 yılına kadar 200 milyar, 2011 yılına kadar da 600 milyar dolara ulaşması tahmin edilmektedir. *Bkz. A Private Affair; LATIN FIN.*, Dec. 1998, at 61; Stephen Fidler, *Chile’s Crusader for the Cause*, *FIN. TIMES (LONDON)*, Mar. 14, 1997, at 3; *Save Amigo Save, THE ECONOMIST*, Dec. 9, 1995, at 15.

<sup>23</sup> *Bkz. Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions, in EMPLOYEE REPRESENTATION IN THE EMERGING WORKPLACE: ALTERNATIVES/ SUPPLEMENTS TO COLLECTIVE BARGAINING*

## 2. Halktan Ortaklara Kayan Denge

Hareketli emeklilik fonları örneğinin de gösterdiği gibi, pay mülkiyetinin yaygınlaşması ortaklar sınıfının yükselişinin sadece bir yönüdür. Diğer husus ise halktan ortaklar ile çıkar birliği yapan ve bu çıkarları genişletme ve savunmaya hazır önemli kuruluşların öne çıkmasıdır. Özellikle ABD’de ön planda olan ve giderek diğer yerlerde de büyüyen emeklilik fonları ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar bu kuruluşların en açık örnekleridir. Avrupa ülkelerinde bulunan azınlık yatırımcıları için kurulmuş birlikler de başka bir örnek sunmaktadır. Bu kuruluşlar sadece ortak çıkarlarının etkin sözcülüğünü yapmakla kalmaz ayrıca özellikle dağınık bir şekilde bulunan birbirinden habersiz hissedarları kontrol gücüne sahip ortaklara veya şirket görevlilerine karşı da destekler. Sonuç olarak halk arasında hisse mülkiyeti her zamankinden daha fazla yaygınlaşmakta ve aynı zamanda şirket ilişkilerinde daha etkili bir rol oynamaktadır.

Dahası, yeni ortak – odaklı kuruluşlar günümüzde artan bir şekilde uluslararası düzeyde faaliyet göstermektedir. Sonuç olarak, bunların etkileri artık bağlı oldukları yargı sisteminin çok daha ötesine ulaşmaktadır.<sup>24</sup> Bugün sadece ortak-odaklı şirketler hukukunu destekleyen ortak bir ideolojiye değil aynı zamanda bu ideolojiyi kabul ettirmeye çalışan organize bir çıkar grubuna da sahibiz – öyle ki bu çıkar grubunun üyeleri geniş tabanlı, çeşitliliği yüksek ve gitgide daha da uluslararası niteliktedir.

ABD’de ortak sınıfının yayılması ve güçlenmesinin başlıca etkisi çıkar grubu olarak gücün yöneticilerden ortaklara geçmesi olmuştur. Avrupa ve Japonya’da ise daha önemli bir etkisi işçiler ve devletin ve daha da fazlası hâkim ortakların güçlerini kaybetmesi olmuştur.<sup>25</sup>

341 (S. Estreicher ed., 1998).

<sup>24</sup> *Bkz., örn., Greg Steinmetz & Michael R. Sesit, Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World*, WALL ST. J., Aug. 4, 1999, at A1, A8 (ABD’li yatırımcıları büyük Avrupalı şirketlerdeki önemli yönetim değişikliklerini başlatan güç olarak tanımlamaktadır.)

<sup>25</sup> Başta gelen Alman ve Japon firmaları arasında meydana gelen karşılıklı mülkiyet ağlarındaki değişiklikler önemli bir göstergedir. Alman hükümeti tarafından hazırlanan yeni kanun tasarısı şirket hisse satımı üzerine konan ağır gelir vergisini (yüzde elliye kadar) ortadan kaldırmaktadır ki bunun blok hisse sahipliğini büyük oranda engelleyeceği düşünülmektedir. *Bkz. Haig Simonian, Germany to End Tax on Sale of Cross-Holdings*, FIN. TIMES (LONDON), Dec. 24, 1999, at 1. Japonya’da *keiretsu* yapıları banka birleşmeleri ve sermayeden daha fazla getiri

## D. UYUŞMANIN ZAYIF AMİLLERİ

Buraya kadar şirketler hukukunun görece olarak yeknesak standart modeli üzerinde uluslararası düzeyde uzlaşılmasını zorlayan bir takım güçlerden bahsettik. Bu etkenler verimliliğin içte yatan mantığı, rekabet, çıkar grubu baskısı, taklit etme ve uyuşma ihtiyacı olarak ifade edilebilir. Bunun dışında bağdaşmayı zorlayan diğer iki potansiyel etkeni büyük ölçüde görmezden geldik: sınır ötesi uyuşma konusundaki açık çabalar ve şirket kuruluşları konusunda yargı sistemleri arasındaki rekabet.

### 1. Uyumlaşma (*Harmonization*)

Bugün Avrupa Birliği değişik hukuk sistemlerinde mevcut şirketler hukuklarının uyumlu hale gelmesi konusundaki en bilinçli çabaların yoğunlaştığı mecra haline gelmiştir. Ancak bu süreç, bağdaşma hususunda görece zayıf bir etken olarak kalmıştır: üye devletler arasında şirketler hukuku konusunda önemli farklılıklar varken uyumlaşma çabalarının meyveleri de genel olarak az olmuştur. Ayrıca, uyumlaşma teklifleri etkinliği şüpheli AB mevzuat çalışmalarının tüm AB düzleminde kabul ettirilmesi şeklinde bir karaktere bürünmüş olup bunun sonucunda uyumlaşma bazen bırakın standart modelin daha da yükseltilmesini bunu zedeleyecek bir çaba gibi görünmüştür.

Bu sebeplerle, yukarıda bahsi geçen baskı unsurlarının bağdaşma konusunda açık uyumlaşma çabalarından çok daha önemli faktörler olmaları muhtemeldir. Uyumlaşma en fazla, standart modelin kabulü konusundaki anlaşma yeterince güçlü olduğunda her bir devlette şirketler hukuku reformuna direnç gösteren yerleşik ulusal çıkar gruplarının itirazlarının ortadan kaldırılması için uygun bir gerekçe olarak hizmet görebilir.

---

elde etme amaçlı rekabetçi baskıların bir sonucu olarak gevşemeye başlamıştır. *Bkz Paul Abrahams & Gillian Tett, The Circle Is Broken*, FIN. TIMES (LONDON), Nov. 9, 1999, at 18.

## 2. Yeni Kuruluşlar İçin Rekabet<sup>26</sup>

ABD'nin eyalet yargı sistemleri arasındaki rekabet tecrübesi göstermektedir ki yeni kuruluşların cezbedilmesi hususundaki sınır-aşan rekabet, şirketler hukuku üzerindeki anlaşmanın, özellikle de etkin bir model üzerindeki uyuşmanın güçlü etkenlerinden birisi olabilir.<sup>27</sup> Ancak, bu tarz bir rekabet için gerekli kanunlar ihtilafı kurallarının kayda değer bir bağdaşma sağlanıncaya dek çoğu ülkede kabul edilmeyecek olması oldukça mantıklıdır. Anlayış birliğine doğru atılacak en önemli adımların ülkelerin büyük çoğunluğunda mevzuatın sınır-aşan bir şekilde yeni şirket kuruluşlarını çekecek düzenlemeler barındırmasına olanak tanınmasından daha önce görece hızlı bir şekilde atılabileceğini ve atılacağını ve eksikliklerin artı ve eksiler değerlendirilerek daha sonra giderilebileceğini bekliyoruz.

## IV. YÖNETİM PRATİKLERİNDE UYUŞMA

Şu ana kadar kurumsal yönetim üzerindeki teorik uyuşmanın kaynaklarını izah etmeye çalıştık. bu tartışmada başlıca argümanımız normatif seviyeye ilişkindir; kurumsal yönetimin standart modeline rakip olabilecek ciddi bir teorinin bugün için mevcut olmadığını iddia ediyoruz. Bu iddia farklı hukuk sistemlerinde geçerli şirket pratikleri ve hukuki mevzuat dikkate alındığında kısa vadede tutarlıdır; teorideki uzlaşma mutlaka pratikte de hızlı bir uzlaşmanın gerçekleşeceği anlamına gelmez. En iyi uygulamalar konusunda genel bir konsensus sağlanmış olsa dahi müesseseler üzerinde hızlı bir uyuşmaya engel olan pek çok potansiyel engel bulunmaktadır. Yine de standart model üzerinde oluşmakta olan teorik uyuşmanın uzun vadede hem uygulama hem de hukuk üzerinde önemli etkilere sahip olacağına inanıyoruz.

Kurumsal yönetimde yapılacak reform pratiklerinin genel olarak şirketler hukuku reformlarına da öncülük yapacağını umut ediyoruz. Esasında yöneti-

---

<sup>26</sup> Çevirenin notu: Orijinal belgede bu başlık "Competition for Charters" şeklinde ifade edilmiştir. Burada bahsi geçen rekabet, söz konusu eyalet veya devlette mevzuatın şirketleri cezbedecek kolaylıklar barındırması, şirket ana sözleşmelerinin hazırlanmasında kuruculara daha geniş yetkiler tanınması gibi yöntemlerle o yer hukukunun bir çekim merkezi haline getirilmesi yönündeki çabaları ifade etmektedir.

<sup>27</sup> Genel olarak bkz. ROBERTA ROMANO, **THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW (1993)**.

me ilişkin çalışmalar yasama faaliyetlerini gerektirmeyen özel düzenlemeler ve planlamalarla hayata geçirilebilir. Gelişmiş – ve pek çok gelişmekte olan – hukuk sistemlerinde görülen son gelişmeler bu öngörüğü destekler mahiyettedir. Yukarıda bahsi geçen teorik gelişmeler ve çıkar grubu ilişkilerinde yaşanan değişimlerin etkisiyle kurumsal yönetim reformu sadece Kuzey Amerika’da değil Avrupa ve Japonya’da da hâlihazırda tartışma konusu haline gelmiştir. Şirket aktörlerinin bizzat kendileri firmalarını standart modele yaklaştıracak yapısal değişiklikleri uygulamaya sokmaktadırlar. ABD’de bu değişiklikler daha fazla sayıda bağımsız üyenin yönetim kuruluna atanması, kurul hacminin daraltılması, şirket dışı aktörler tarafından aday gösterilenlerin oluşturduğu kuvvetli komitelerin geliştirilmesi (mesela denetim komitesi, tazminat komiteleri ve seçici komiteler gibi) yönetici tazminatları ile şirket hisselerinin değeri arasında daha sıkı ilişkilendirme ve yönetim kurulu üyeleri ile kurumsal hisse sahipleri arasında güçlü iletişim gibi hususları içermektedir. Avrupa ve Japonya’da da daha yavaş seyretmekle birlikte benzer gelişmeleri gözlemleyebiliyoruz. Örnekler OECD’nin ilan ettiği yeni kurumsal yönetim ilkelerinden ve Japon şirketlerinin aldığı yönetim kurulunu küçültme ve idare görevi olmayan yöneticileri kurula dâhil etme kararından (Sony’nin öncülüğünde) tutun da, İngiltere’de ve belli başlı kıta Avrupası ticaret hukuku sistemlerinde cari üst yöneticilerin ortaklık opsiyonlarının kaldırılması tazminatının hızlandırılması planına kadar uzanmaktadır.

## V. HUKUKİ UYUŞMA

Şirketler hukuku için en iyi yapının nasıl olacağı fikri üzerindeki uzlaşmanın idari pratikler üzerindeki uzlaşmadan daha yavaş ilerlemesi şaşırtıcı değildir. Hukuki değişim yasama teşebbüsünü gerektirmektedir. Buna rağmen, Anglo – Amerikan şirketler ve menkul kıymetler hukukunda ortak baskısının (ve ortak odaklı yaklaşımın gücünün) yavaş yavaş tam tekmil olmasa dahi büyük oranda hukuki değişiklikleri zorunlu kılacağını bekliyoruz. Kurul yapısıyla ilgili konularda, menkul kıymetlerle ilgili düzenlemeler ve muhasebe yöntemleri ve hatta devralmalarla ilgili mevzuatta zaten evrimsel bir uyuşmanın önemli göstergeleri bulunmaktadır.

## A. KURUL YAPISI

Kurul yapısıyla ilgili olarak göreceli olarak küçük ve çoğunluğu şirket dışından olmakla birlikte ortakların da yer aldığı tek – katmanlı bir kurul yapısını güçlü bir şekilde destekleyen bir hukuki rejim üzerinde uyuşma sağlanmıştır. Zorunlu iki – katmanlı yapılar geçmişe ait olarak değerlendirilmektedir; daha güçsüz ve az duyarlı kurullar esas olarak çalışanların yönetime katılımını tamamlayıcı olarak düşünülmüştür ve bundan dolayı da bu yaklaşımın zayıflıklarıyla maluldür. İki-katmanlı kurulun tersine dönen talihi Avrupa Birliğinin Avrupa Şirketi Statüsü tüzük teklifinde de kendisini göstermiştir. İlk olarak 1970 tarihli taslağında bu tüzük zorunlu bir şekilde iki – katmanlı bir kurul yapısı öngörmekteydi. Ancak, 1991 yılında teklif edilen tüzük üye devletleri tek veya iki – katmanlı sistemi kabul etme serbestisi tanımıştır. Bu arada, uygulamada ise, kavramın oldukça revaçta olduğu bir dönemde iki – katmanlı kurulu isteğe bağlı olarak öngören Fransa çok az sayıda şirketin bu aracı kabul ettiğine şahitlik etmiştir.<sup>28</sup>

Aynı zamanda, geleneksel olarak tam aksi yönde şirket içi aktörlerin baskın olduğu tek – katmanlı kurulları benimseyen hukuk sistemleri şirket dışından yöneticilerin tamamlayıcı olarak katılımını kabul etme noktasına gelmişlerdir. ABD’de New York Borsası kuralları uzun süre bağımsız yöneticilerin halka açık şirketlerde denetim komitelerinde yer almasını şart koşmuştur<sup>29</sup>, daha yakın bir tarihte ise devlet hukuk doktrini şirket dışından yöneticilere çıkar ihtilaflarına yol açabilecek işlemlerin onaylanmasında önemli bir rol vermiştir.<sup>30</sup> Japonya’da da Japon şirketleri arasındaki son gelişmeler benzer bir evrimin habercisidir. Yukarıda da belirtildiği gibi daha küçük yönetim kurullarına ve bağımsız yöneticilere yönelik ile önde gelen Japon yöneticilerce oluşturulmuş bir komite tarafından yayımlanan en son kurumsal yönetim kuralları bu reformları destekler niteliktedir.<sup>31</sup> Sonuç farklı iki çizginin ortada buluşmasıdır. İki-katmanlı kurullar

<sup>28</sup> Bkz Lauren J. Aste, *Reforming French Corporate Governance: A Return to the Two Tier Board?*, 32 GEO. WASH. J. INT’L L. & EcON. 1, 45 (1999).

<sup>29</sup> Bkz NEW YORK STOCK EXCHANGE, NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 303.00, <http://www.nyse.com/listedlisted.html> (last visited Nov. 1, 2000) adresinde bulunmaktadır.

<sup>30</sup> Bkz, *örn.*, Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

<sup>31</sup> CORPORATE GOVERNANCE COMM., CORPORATE GOVERNANCE FORUM OF JAPAN, CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES 48-50 (1998).

gündem dışı kalırken tek – katmanlı yapıyı benimseyen ülkeler kendi rejimlerine iki – katmanlı yapının en güçlü özelliklerinden birisini, yani bağımsız (dışarıdan) yöneticileri dâhil ediyorlar.

## **B. KAMUYU AYDINLATMA VE SERMAYE PİYASASI DÜZENLEMELERİ**

Kurumsal yöneticilerin gözetiminde yardımcı olması amacıyla hükme bağlanmış olan ortaklara rutin açıklamalarda bulunma yükümlülüğü üzerinde de açık bir görüş birliği oluşmaktadır. Burada bu karmaşık konunun detaylarına girmeksizin ABD dışındaki kayda değer hukuk sistemlerinin kamuyu aydınlatma sistemlerini güçlendirdiklerine, buna karşılık ABD'nin son zamanlara kadar kurumsal yatırımcılar arasındaki münasebetleri tamamen tıkayan başkasının yerine oy kullanma usulüne benzer gereksiz derecede ağır bazı federal düzenlemelerden vazgeçtiğine dikkati çekiyoruz. Aslında, bugün belli başlı hukuk sistemlerinde halka açık şirketler için öngörülen kamuyu aydınlatma zorunluluğunun konusu şaşırtıcı derecede benzerdir.<sup>32</sup>

Benzer bir şekilde tekdüze muhasebe standartları da ulusal kurallar ve uygulamaların ötesine geçerek iyi tanımlanmış iki uluslar arası standart kurallar etrafında hızla şekillenmektedir, bunlar: ABD Finansal Denetim Standartları Kurulunca uygulanan GAAP muhasebe kuralları ile Londra'da bulunan Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesince belirlenen Uluslararası Muhasebe Standart-

---

<sup>32</sup> Örnek vermek gerekirse bu husus AB'nin Listeleme Şartları Yönergesiyle 1933 tarihli Kanun hükümleri gereğince menkul kıymetlerin kayda alınması için öngörülen SEC'in S-1 formunun karşılaştırılmasında görülebilir. Eğer ABD'nin ifşaat yükümlülükleri daha katı olsa, AB yönergelerinin de üye devletlerce eklemelerde bulunulabilecek asgari gereklilikler öngörebileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Bkz John C. Coffee, Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 Nw. U. L. REV.

641, 668-72 (1999). See generally Amir N. Licht, *International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence*, 20 CARDOZO L. REV. 227 (1998) (kamuyu aydınlatma kurallarında, muhasebe standartlarında ve kurumsal yönetimde meydana gelen uzlaşmayı tartışmaktadır). Ayrıca, Avrupalı halka açık şirketlerin uygulamalarıyla ilgili yeni bir anket fiili aydınlatma pratiklerinin hukuken öngörülen aydınlatma koşullarından çok ABD ve İngiliz aydınlatma standartlarına yakın olduğunu göstermektedir. Bkz HOWELL JACKSON & ERIC PAN, *REGULATORY COMPETITION IN INTERNATIONAL SECURITIES MARKETS: EVIDENCE FROM EUROPE IN 1999* 34-39 (John M. Olin Center for Law, Econ. & Bus. Working Paper, Sept. 18, 2000).

larıdır. Her ne kadar birbiriyle rekabet halindeki uluslararası standartlar arasında önemli farklılıklar olsa da bu farklılıklar GAAP ve yeni uluslar arası standartlar öncesinde etkili olan ulusal standartlar arasındaki farklılıklardan çok daha azdır. Ayrıca, sırf tek bir muhasebe standardının küresel ölçekte uygulanmasının sağlayacağı ekonomik tasarruflardan dolayı bu iki uluslar arası standardın daha da fazla benzeşmeleri muhtemeldir.<sup>33</sup>

### C. PAY SAHİBİ DAVALARI

Ortaklar tarafından yöneticiler ve diğer idareciler aleyhine açılan davalar daha önceleri fazla etkiye sahip olmadıkları ülkeler tarafından düzenleme altına alınmaktadırlar. Almanya son zamanlarda idarecilere karşı dava açılmasını talep için aranan pay sahipliği eşliğini (söz konusu dava denetim kurulu veya özel şirket temsilcisi tarafından açılabilir) düşürmüştür. Önceden yüzde on hisse sahipliği aranmaktayken artık bu oran yüzde beşin altına indirilmiş ve hile veya hukuka aykırılık şüphesi varsa bir milyon Alman markı değerinde hisse sahibi olmak yeterli sayılmıştır.<sup>34</sup> Buna karşılık Japonya dava açmak için öngörülen depo etmeye ilişkin kurallarını zorlaştırıcı olabileceği için değiştirmiştir. Diğer taraftan ABD hukuku mevcut sistemde bulunan kötünietli davalar açmayı teşvik edici hususları dizginlemeye başlayarak başka bir yönden merkeze doğru ilerlemektedir. Federal düzeyde, ortaklar davasının açılmasıyla ilgili daha da sıkılaştırılmış koşullar, ileriye dönük şirket planlamaları için yeni teminatlar ve önde gelen ortakların sınıf davalarında kontrolü ele almalarını öngören yeni kabul edilmiş bir hüküm bulunmaktadır. Bu arada, eyalet yasalarının pay sahibi davalarının boşa çıkartılması noktasında şirketler için daha elverişli olduğunu belirtebiliriz.

### D. DEVRALMALAR (TAKEOVERS)

Devralmalarla ilgili düzenlemeler de görüncüğü kadarıyla bir uyuşmaya doğru gidiyor. Buna göre, devralma mevzuatındaki mevcut farklılıklar gerçek olmaktan ziyade yüzeyseldir. Saldırgan devralmalar (*hostile takeovers*)<sup>35</sup> Anglo

---

<sup>33</sup> *Bkz, örn., Elizabeth MacDonald, U.S. Accounting Board Faults Global Rules, WALL ST. J., Oct. 18, 1999, atA1.*

<sup>34</sup> *Bkz THEODOR BAUMS, CORPORATE GOVERNANCE IN GERMANY: SYSTEM AND CURRENT DEVELOPMENTS pt. VII.1 (Universitat Osnabruck Working Paper, 1999).*

<sup>35</sup> Çevirenin notu: bir şirketin yönetimini ele geçirmek amacıyla tedavülde bulunan hisse se-

– American hukuk sistemleri dışındaki ülkelerde nadirdir. Bunun başlıca sebebi bu ülkelerde hisse sahipliği kalıbı daha konsantre bir yapı izlemektedir. Pay sahipliği homojen bir kalıba oturdukça (ileride öyle olmasını bekliyoruz) ve her bölgedeki şirket kültürü devralmaları bir düzenleme altına aldıkça (öyle olacak gibi görünüyor), devralmalar Avrupa, Japonya ve diğer yerlerde gitgide daha da benzer hale gelecektir.<sup>36</sup>

Bunun dışında, devralmalarla ilgili uygulamada olan hukuki sınırlandırmalar gerçekte farklılaşmaktaysa da uyuşma işaretleri vermektedir. Özellikle, uzun yıllardır ABD, hem fırsatçılık yapabilecek alıcıların hem de şirket yöneticilerinin yerlerini sağlamlaştırma veya kendi kendileriyle işlem yapma kabiliyetlerini kısıtlayacak ek önlemler olarak devralmalarla ilgili düzenlemelerinin sayısını artırmaktadır. “Acı ilaç” savunmasının<sup>37</sup> yaygın kullanımı ve de mahkemelerin bu savunmanın kullanılmasına getirdiği limitlerle birlikte zorlayıcı niteliği haiz kısmen saldırgan alım teşebbüsleri artık geçmişe ait bir olgu haline gelmiştir. Benzer bir başarıyı “zorunlu fiyat kuralı”nı öngören Avrupa hukuk sistemleri de gerçekleştirmişlerdir. Buna göre, kontrolü ele geçiren devralanların hedef şirketin bütün hisselerini aynı bedel üzerinden satın alması zorunludur.

Elbetteki, uyuşma alanlarının hala belirsiz olduğu devralmalar hukukunda ülkelerin hukuk sistemleri diğer konularda farklılıklar göstermektedir. Mesela, Avrupalılarla kıyaslandığında Amerikalı yöneticiler saldırgan devralma teşebbüslerine karşı daha rahat bir tavır takınmaktadırlar. Mevcut Delaware hukukuna göre, her ne kadar genel kurullarda hissedarlar arası güç çekişmelerine karşı çok

---

netlerinin satın alınması.

<sup>36</sup> Avrupa zaten 1999 yılında göze çarpar nitelikte bir devralmalar dalgası yaşamıştır ki bunun sonucunda tarihin en büyük saldırgan devralma teşebbüsü gündeme gelmiştir: Vodaphone’nun Mannesmann’ı satın alınması. Ayrıca, pek çok köklü hukuk sistemi toplu hisse alımlarını düzenleyen Williams Act ya da London City Code’dakilere benzer kurullar kabul etmektedir. Mesela, Brezilya’nın toplu alımlar tüzüğüne bkz. Secs. Comm’n Ruling 69, Sept. 8, 1987, Arts. 1-4, ve İtalya’nın yeni kabul edilen devralmalar reformu, Yönetmelik 58 of February 24, 1998 (Finansal Piyasalar Kanunu veya kısaca “Draghi Reform”), *cited in* STUDIO LEGALE ABBATESCIANNI: AssocIAZIONE PROFESSIONALE DI AVVOCATI E DOTTORI COMMERCIALISTI, *The New Italian Law on Takeovers*, at <http://www.sla.it/takeovers.htm> (last visited Nov. 1, 2000).

<sup>37</sup> Çevirenin notu; “acı ilaç” savunması olarak çevrilen “*poison pill*” defense, saldırgan devralmalara (*hostile takeovers*) karşı koymak için hedef şirketin kendi hisselerinin çekiciliğini devralmak isteyen şirket açısından azaltmasıdır.

da etkili olmasalar da görevli kurullar saldırgan tekliflere karşı direnme yetkisine sahiptir. Avrupa’da saldırgan devralma vakaları arttıkça, Avrupa hukuk sistemleri de Delaware benzeri ek tedbirler alma yoluna gidebilir. Ya da, yönetimin iyice yerini tahkim etmesi tehlikesi düşünüldüğünde, Delaware savunma taktiklerini çok daha ciddi bir şekilde sınırlandırarak Avrupa normlarına yönelebilir. Denge noktasının tam olarak nerede olacağını tahmin edememekle birlikte, Atlantığın iki yakasındaki hukukların eninde sonunda tek bir rejim üzerinde uyuşmaları mantıklı bir beklentidir.

### E. YARGISAL TAKDİR YETKİSİ

Üzerinde uyuşmanın yavaş ilerleyeceği hiss edilen şirketler hukukunun oldukça genel bir vechesi vardır: kurumsal aktörler arası ihtilafların çözümünde yargı makamlarının sahip olacağı takdir yetkisi. Bahsi geçen yetki common-law sistemlerinde ve özellikle ABD’de, kıta Avrupası (*civil law*) sistemlerine göre uzun bir süre çok daha geniş bir şekilde uygulanmıştır. Ancak, bu konuda bile zaman içerisinde güçlü bir bağdaşmanın gerçekleşeceğine inanmak için iyi sebepler vardır. *Civil – law* hukuk sistemleri, ister mahkeme isterse tahkim şeklinde olsun daha genişletilmiş bir takdir yetkisi modeline doğru ilerlemektedir.<sup>38</sup> Birleşik Devletler menkul kıymetler hukuku anlayış olarak *Civil – law* mantığına yakındır ve Menkul Kıymetler Ticareti Komisyonu (Securities Exchange Commission - SEC) tarafından çıkartılan detaylı kurullarla dikkatli bir şekilde düzenlenmiştir. Aynı zamanda, bazen Delaware mahkemelerinin özelliği haline gelen öngörülemez kararların yarattığı büyüyen bir hoşnutsuzluğun işaretleri de vardır. Açıkça bilindiği üzere, güvene dayalı sadakat ve ihtimam ödevlerini düzenleyen ABD içtihat hukuku muğlak ve istikrarsızdır. Bu hususu da içerecek bir şekilde Amerikan Hukuk Enstitüsü Kurumsal Yönetim Projesi şeklinde şirketler hukukunun kanun benzeri bir düzen içerisinde sistemleştirilmesini önermektedir. Bilim insanları da artık esnek yapılı Delaware içtihat hukukuna<sup>39</sup> kuşkuyla yaklaşmaya başlamışlardır.

<sup>38</sup> Bkz. Alman federal Mahkemesinin *Holzmuller* kararı, BGHZ, Zivilsenat, II ZR 174/80 (1982) (Alman içtihat hukukunun, şirketin temel hukuki işlemleriyle ilgili olarak ortakların sahip oldukları oy hakkının kapsamını genişletmesi)

<sup>39</sup> See, e.g., Douglas M. Branson, *The Chancellor’s Foot in Delaware: Schnell and Its Progeny*, 14 J. CoRP. L. 515 (1989); Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller,

## VI. UZLAŞMA ÖNÜNDEKİ POTANSİYEL ENGELLER

Elbetteki, uzlaşma yönünde atılan adımlar önemli bir takım menfaatleri tehdit etmektedir. Dolayısıyla, bu menfaatlerin değişimin önünde bir engel teşkil etmeleri beklenebilir. Ancak, bu menfaatlerin uzun süre standart model üzerinde büyüyerek artan ideolojik görüş birliğinin bir sonucu olan reformları sekteye uğratabileceğini zannetmiyoruz.

Örnek olarak, özellikle Lucian Bebchuk ve Mark Roe tarafından ortaya atılan argümanı ele alabiliriz.<sup>40</sup> Buna göre, şirketi hâkimiyetleri altında tutanlar (hâkim ortaklar veya güçlü yöneticiler) tarafından elde edilen özel değer uzun bir süre etkili mülkiyet yapısının, yönetim pratiklerinin ve şirketler hukukunun evrimleşmesi önünde bir engel olarak kalacaktır. Bebchuk ve Roe tarafından ileri sürülen görüşün esası şu şekildedir: Azınlık pay sahipleri için güçlü koruma tedbirleri öngörmeyen hukuk sistemlerinde pay sahipleri, gereğinden fazla bir şekilde şirket nakit akışlarına kendilerini yöneltebilirler. Dolayısıyla hâkimiyet sahibi pay sahiplerinin mülkiyet ve yönetim yapısını değiştirmemek, şirket gelirlerinin daha adilane dağıtımını sağlayacak düzenlemeleri yapmama konusunda önemli gerekçeleri vardır. Dahası, şirket üyesi bu kişilerin (*corporate insiders*) pek çok hukuk sisteminde bu değişiklikleri önleme gücü de bulunmaktadır. Hâkim ortakların pozisyonlarını korumak için sadece hisselerini satmamaları yeterlidir ve bu sayede şirketin mülkiyet yapısını muhafaza etmeleri mümkündür. Onların konumu ayrıca istedikleri kişiyi yönetici olarak seçebilmeye imkân verdiği için yönetim değişikliklerini de engelleyebilirler. Ve çoğu Avrupa ülkesinde olduğu gibi kapalı, yakın kontrol altındaki şirketlerin ekonomiyi domine ettikleri toplumlarda hâkim ortakların zenginlikleri ve siyasi ağırlıkları onların olması gerekenden fazla olan kazançlarından ödün vermeleri sonucunu doğuracak hukuk reformlarına engel olmalarına imkân vermektedir.

Ancak bu kötümser bakış açısı temelsiz görünmektedir. Eğer standart pay sahibi – odaklı yönetim modelinin şirket değerini maksimize edeceği yönündeki artmakta olan görüş birliği böyle devam ederse, esas olarak iktisadi saiklerle ha-

---

*Toward an Interest- Group Theory of Delaware Corporate Law*, 65 TEx. L. REv. 469 (1987).

<sup>40</sup> *Bkz* Lucian Bebchuk & Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REv. 127 (1999).

rekete eden hâkim ortaklar, firmaları üzerindeki kontrollerini devam ettirmekten vazgeçebilirler. Ve parasal olmayan sebepler içerdekilerin hâkimiyetlerini devam ettirmelerini teşvik etse bile bu üyeler tarafından idare edilen şirketlerin ekonomik öneminin hem yerel hem de küresel pazarlarda azalması muhtemeldir.

### **A. GETİRİLERİ ELE GEÇİRMEYE YÖNELİK İŞLEMLER**

İlk olarak maddi getirilerini çoğaltmak isteyen hâkim ortakların (kontrol sahipleri) durumunu ele alalım. Diyelim ki cari hukuki düzen kontrol sahibi ortakların halktan paysahiplerini dışlayarak yüksek gelirler elde etmelerine imkân veriyor. Tahminen, bu kontrol sahipleri ancak bu ayrıcalıkların da içeren özel bir fiyat teklif edildiğinde paylarını satabileceklerdir ve bu getirilerini değersizleştirecek her türlü kurumsal yönetim reformuna da karşı çıkacaklardır. Bu kontrol sahiplerinin kendi gelirlerini artırmayı şirketin kurumsal gelirlerinden önde tutacak olmaları, onların şirketin değerini artıracak yönetsel reformları reddedecekleri anlamına gelmez. Bebchuk ve Roe'nun kontrol sahiplerine yönelik yaptıkları etkin yönetimi kolaylaştırarak şahsi gelirlerini artıramayacakları yönündeki değerlendirme biraz erken olmuştur.

Halka açık şirketlerden aşırı nitelikte özel menfaatler elde eden kontrol sahibi ortaklar iki yönetim anlayışından faydalanabilirler. Birincisi, şirketinkilerden ziyade kendi menfaatlerini maksimize edecek yatırım projelerini seçebilirler. Mesela, kontrol sahibi ortak şahsen şirketle iş yaparak kâr elde edebileceği için şirket açısından daha az getirisini olan bir projeyi aslında şirket için daha kârlı olacak bir projeye tercih edebilir. İkincisi, verimliliği olmasa bile kontrol sahipleri şirket kârını dağıtmak yerine muhafaza ederek yeniden yatırıma dönüştürme eğilimindedirler. Bunun sebebi normal kâr payı dağıtımında gelirin azınlık pay sahipleri arasında pay edilmesi zorunludur. Buna karşılık yeniden yatırıma dönüştürülen gelirlerin meselâ hâkim ortağın şahsıyla işlem yapmak gibi yollarla daha sonra yeni özel menfaatler getirmesi daha olasıdır. Ayrıca, çoğu Avrupa ülkesinde olduğu gibi hisse piramidi, kurumsal karşılıklı pay sahipliği ve oransal olarak pay sahipliği düşse bile karar alma yollarını tıkama imkânı veren ikili klas hisse stoğu gibi araçlara sahipse bir kontrol sahibinin

her iki verimsiz yaklaşımı da benimseme isteği daha da artmaktadır.<sup>41</sup>

Ancak, hukukun uygulanması etkin ise verimsiz yaklaşımların kendisi daha verimli mülkiyet ve yönetim yapılarını benimseme açısından güçlü mali teşvikler yaratabilir. Hisse fiyatları yeterince baskı altındaysa, herkes – kontrol sahiplerinin kendileri de dâhil – daha etkili yönetim biçimleri benimseyerek net kazançlar elde edebilirler. Bu verimlilik getirilerinin tamamını veya çoğunu elde eden kontrol sahipleri şahsi olarak daha fazla kazanmayı kötü yönetilen bir şirketten orantısız bir gelir elde etmeye tercih edebilirler. Kontrol sahipleri bu verimlilik gelirlerini iki şekilde ele geçirebilirler: (1) potansiyel verimlilik gelirlerini de içerecek şekilde sömürücü olmayan yönetim kurallarına göre faaliyet göstermeye istekli ve kabiliyetli bir alıcıya veya alıcılar grubuna yüksek bir fiyattan satarak, veya (2) azınlık hisselerini (düşük fiyatlardan) satın alarak ve firmayı tek malik gibi idare ederek veya bütün firmayı verimli mülkiyet yapılarına sahip alıcılara tekrar satarak.

Kontrol sahiplerinin bu verimlilik gelirlerini elde etmesi için yine de etkili yeniden yapılanmanın hukuken mümkün olması şarttır: Yani, hukuk rejimi yeniden yapılandırılmış firmaların iyi yönetim pratiklerine uyabilmelerine olanak sağlayan araçlar sunmalıdır. Henüz yeniden yapılandırmaya girişmemiş kontrol sahiplerinin özel gelirlerini tehdit etmeksizin bunun gerçekleştirilebilmesi değişik şekillerde mümkündür. Bir çözüm, azınlık pay sahiplerini koruma hususunda mevcut düzenlemelerden daha hassas isteğe bağlı şirketler ve menkul kıymetler hukukudur. Örneğin, firmaların hisselerini ortakların korunmasında daha titiz olan yabancı ülkelerde halka arz etmesine izin verilebilir. Başka bir çözüm ise basit olarak ortakların korunmasını sağlayacak bir takım hükümlerin yeniden yapılandırılmış şirket ana sözleşmesine dâhil edilmesidir.

Bunun sonucunda maddi olarak çıkarıcı kontrol sahipleri dahi firmaların en azından verimlilik diresi dahilinde kurulabileceği hukuk rejimlerinin yaratılmasını destekleyeceklerdir ki, bu iddia ettiğimiz üzere bugün ortak – odaklı yaklaşımı gerektirmektedir. Böyle (isteğe bağlı) etkili bir rejim kurulduğunda ve

---

<sup>41</sup> *Bkz LUCIAN BEBCHUK ET AL., STOCK PYRAMIDS, CROSS-OWNERSHIP, AND DUAL CLASS EQUITY: THE CREATION AND AGENCY COSTS OF SEPARATING CONTROL FROM CASH FLOW RIGHTS* (NBER Working Paper No. 6951, 1999).

mevcut firmaların çoğu etkili yeniden yapılandırmadan kâr elde etmek için yararlandığında, azınlık pay sahiplerine karşı çıkarıcı yaklaşan eski rejimin firmalarının seçenek olarak muhafazasını dileyen çıkar gruplarının büyüklüğünde ciddi bir düşüş olmalıdır.

Bebchuk ve Roe'ya göre hukuk kontrol sahibi ortakları yeniden yapılandırmadan elde edecekleri kazancı azınlık pay sahipleriyle eşit paylaşmaya zorlayacağından, onların etkili yeniden yapılandırma arayışlarına engel olmaları muhtemeldir ve bundan dolayı böyle gelişmelerin meydana gelmeyecektir. Ancak, hukukun – azınlığı dışlama amaçlı şirket birleşmeleri ve zorlayıcı toplu pay alım teklifleri gibi vasıtalarla – kontrol sahiplerinin sıradan şirket faaliyetlerinden yüksek gelirler elde edebildikleri hukuk sistemlerinde, bu ortakların etkili yeniden yapılandırmadan kaynaklanan kazançlar üzerinde hak iddia etmelerine olanak tanınması daha akla yatkındır. Özetle, mevcut kontrol sahibi ortaklar sadece kârlarını en üst seviyeye çıkarmakla meşgul olurlarsa, verimliliği amaçlayan hukuk kurallarının benimsenmesi noktasında kaydadeğer baskıların ortaya çıkmasını bekleyebiliriz.

## **B. İMPARATORLUK KURMAK İSTEYEN KONTROL SAHİPLERİ**

Kontrol sahibi ortaklar yine de her zaman gelirlerini azami derecede artırmak istemezler. Daha çok – ve bunun Avrupa'da da böyle olduğu yönünde şüphelerimiz var – maddi olmayan getirileri de elde etmeyi amaçlayabilirler. Mesela, kontrol sahibi bir ortak sadece mümkün olabilecek en büyük şirketler imparatorluğunun tepesinde olmayı istiyor olabilir ve bu sebeple pazar payı elde etmek için haddinden fazla yatırım yapmaya hazırlıklı olabilir. Bunu yaparken, tüm mevcut kaynakları genişleyen kapasiteye ve araştırma ve geliştirmeye yatırırken hisse satışlarını geri dönüşü olmayacak seviyelerden gerçekleştirebilir. Yahut da hâkim ortak yeteneksiz bir aile üyesine sorumluluk vermekten tutun da işçiler ve yerel gruplarla kurulmuş yarı feodal ilişkileri korumaya kadar diğer maliyetli uygulamaların tadına varmak için de düşük mali geliri kabullenmeye istekli olabilir. Kontrol sahibi vazgeçtiği maddi gelirlerden daha fazla gayri maddi gelirleri önemsiyorsa böyle uygulamalar verimli bile olabilir. Ancak, Kontrol sahibinin mülkiyeti maddi olmayan getirilere değer vermeyen azınlık ile paylaştığı du-

rumlarda kontrol sahibinin şirket gelirlerini dağıtmak yerine kendince önemli gördüğü düşük getirili projelere yatırım yaparak diğerlerini zarar uğratma riski de vardır.<sup>42</sup>

Önceki bölümde bahsedilen tipte verimlilik artırıcı kontrol işlemleri bu nitelikteki kontrol sahibi ortaklara çok az şeyler sunabilir. Bu sebeple yeniden yapılanma firmanın kontrolünden vazgeçmeyi ve dolayısıyla sadece azınlık pay sahiplerinin paralarıyla elde ettikleri değil kendilerinin de hak sahibi oldukları şirket kaynaklarından karşılanan gayrimaddi getirilerden de vazgeçmeyi gerektirebilir. Dolayısıyla, maddi olmayan geri dönüşlere değer atfeden kontrol sahibi ortakların sadece maddi saiklerle hareket edenlere oranla verimliliği hedefleyen şirket mevzuatlarını destekleme hususunda daha az istekliliği olacaktır.

Dahası, böyle hâkim ortakların kontrol ettikleri verimsiz şirketler rekabetçi piyasalarda oldukça iyi bir şekilde ayakta kalabilir ve aslında verimsizliklerine rağmen genişleyebilirler. Örneğin, eğer hâkim ortaklar sadece kontrol ettikleri şirketin büyüklüğüne önem veriyorlarsa genişlemeye yatırım yapmaya devam etmeleri için bunun getirisinin sıfır olmaması onlar için yeterli olacaktır. Sonuç itibarıyla çok daha verimli yönetilmekle birlikte ortaklarına kârdan pay vermek zorunda olan rakip firmaların pazar paylarından kendilerine aktarımda bulunmuş olacaktırlar.

Maddi olmayan saiklerle hareket eden kontrol sahibi ortakların baskın olduğu şirketlerin Çok sayıda bulunduğu hukuk sistemleri diğerlerine göre standart model şirketler hukukunun benimsenmesi hususunda görece daha az baskı hissedecektir. Yine de bu hukuk sistemlerinde – Batı Avrupa ülkeleri bu kapsamdadır – standart modele doğru yönelme baskısı yakın gelecekte karşı konulmaz bir şekilde güçlenecektir. Burada kısaca bunun bazı sebeplerini irdelemeye çalışacağız.

---

<sup>42</sup> Bu elbetteki kontrol sahiplerinin bir şekilde azınlık pay sahiplerini yanlış yönlendirmelerinin mümkün olması halinde gerçekleşebilir. Eğer azınlık pay sahipleri etkin olamayacaklarını ve kontrol sahiplerinin gelirlerin bir kısmını verimsiz yatırımlar yoluyla kendilerine yönelteceklerini bilerek pay satın almışlarsa, o zaman bu hususun yansıtıldığı düşük fiyatlar üzerinden pay satın almış olabilirler. Bu durumda, kontrol sahibi olmayan ortaklar yatırımları için normal piyasa getirisini hesaba katmaktadırlar.

1. Şirket Üyelerinin (*Insiders*) Siyasi Nüfuzları Onları Korumaya Yetmeyecektir.

İlk olarak ifade etmek gerekir ki, gayrimaddi getiriler üzerine yoğunlaşan düşük kârlılığa sahip firmalar sahiplerine karşılık endüstrinin hâkimi olarak ortaya çıkabilir. Bu firmaların sahipleri düşük verimliliğe sahip uygulamaları sübvansе ettikleri sürece yeni işlere yatırım yapan yatırımcılara ve pay sahibi çıkarlarını yükseltmeye çalışan veya firmayı yüksek fiyatlardan devrederek kâr elde etmeyi amaçlayan köklü firmaların sahiplerine nazaran git gide fakirleşeceklerdir ve bunun sonucunda da ekonomik ve siyasi güç bu çevrelere doğru kayacaktır.

Ayrıca, ortak odaklı yönetim pratiklerini takip eden firmaların başarısının kurumsal yönetimin alternatif modellerine yönelik siyasi desteği iki sebepten dolayı azaltması muhtemeldir. Birincisi, yukarıda belirttiğimiz gibi ortaklar sınıfının artan refah seviyesiyle birlikte yükselişi değer artıran uygulamaları ve kontrol sahibi ortakların özel çıkarlar elde etmelerinin önüne geçilmesini cesaretlendirecek kurumsal yönetim reformları için baskı yapacak bir çıkar grubu olarak ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Yerli veya yabancı olsun daha iyi bir bilanço geliri vaadederek halktan ortakları ve emeklilik fonlarını cezbedecek şirketler, ayrıca doğal bir hukuk reformu ve standart model isteği de yaratmaktadırlar.

Kurumsal yönetimin alternatif tiplerine yönelik ilgideki düşüşün ikinci sebebi standart model üzerindeki ideolojik uyuşmanın daha geniş olgularıdır. Önceki ideolojiler feodal yapıya benzer aile şirketlerinin nimet – külfet dengesini veya şirket üyeleri tarafından yönetilen büyük holdinglerin endüstriyel becerisini takdir etmiş olsalar da, standart modelin artan dikkat çekiciliği imparatorluk kurma teşebbüslerini ve hâkimiyet kurmayı şüpheli hale getirmiş, azınlık pay sahiplerinin aleyhine zenginleşmeyi hukuk dışı kılmıştır. Dolayısıyla, maliyetli yönetim pratiklerinin devamı siyasi sebeplerle gitgide daha da zorlaşmıştır. Yeni ideolojinin penceresinden bakıldığında, eski uygulamalar sadece verimsiz değil aynı zamanda adaletsizdir, çünkü emekliler ve küçük yatırımcılar da dâhil olmak üzere sıradan vatandaşları yatırımlarının adil bir karşılığını almaktan mahrum bırakmaktadır. Sivil toplum demokratikleştikçe, hâkim ortakların ayrıcalıklı gelirleri,

yönetici aileler ve çakılı şirket yöneticileri gitgide sorgulanır hale gelecektir.

Aslında, şirket imparatorluklarını hâkimiyet altında bulundurmaya prestijli kılan sosyal değerlerin pek çok ülkede zaman içerisinde değişmesini bekliyoruz. Bugün, endüstriyel alandaki mülkiyet ilişkilerinde pek çok kalıp içerisinde gördüğümüz feodal kökenli kurallar yerlerini sosyal eşitliğe ve bireysel müteşebbisliğe dayanan sosyal değerlere bırakacaktır. Bunun sonucunda şirket derebeyliği üzerinde şahsi egemenliğini kullanarak elde edeceği ekonomik nitelikte olmayan getirilere ağırlık veren kontrol sahipleri tarafından hâkimiyet altında tutulan şirketler toplulukları sürekli küçülecektir.

## 2. Firmalarını ve Hukuki Bağışıklıklarını Muhafaza Eden Şirket İçerisinden Üyeler Giderek Alakasız Hale Gelecektir

Son olarak, baskın kontrol sahiplerinin herhangi bir ülkede belirli bir süre için reformları engellemeyi başarsa dahi ülke veya dünya ekonomilerinde veya her ikisinde de gitgide marjinalleşmeleri muhtemeldir. Zaten dikkat çektiğimiz üzere, yurt içinde halka açılmadan sağlanan sermayenin yeni firmaları ve ürün piyasalarını finanse edecek olması hususu muhtemelen ağırlıklı olarak standart model tarafından anlamlandırılacaktır. Azınlık pay sahiplerine önemli koruma mekanizmaları sağlanmazsa, risk sermayesi yatırımları ve kuruluş halka arzlarının gerçekleşmesi olası değildir. Bu koruma yeni kurulan şirketlere münhasır bağımsız standart model müesseseleri öngörerek daha eski, yerleşik firmaları rahatsız etmeden sağlanabilir. Bunun bir örneği Frankfurt Borsasında işlem gören *Neuer Markt* uygulamasıdır. Burada, halktan sermaye katılım talebinde bulunan yeni kurulmuş şirketler daha fazla kamuyu aydınlatma ve GAAP muhasebe standartları yükümlülüğü altına alınarak yatırımcılara ayrıca korumalar sağlanmıştır. Buna karşılık, hâlihazırda mevcut olan şirketler ise daha az kapsamlı eski kurallara tabi olmaya devam etmektedir.

Ayrıca, iç hukuk veya yerli şirketler yatırımcılarına yeterli korumaları sağlayamadığı ölçüde diğer ülkeler standart model korumasını sunabilirler. Yatırım sermayesi diğer ülkelere veya o ülkede faaliyet gösteren yabancı şirketlere yönelebilir. Yahut yerli şirketler yabancı ülkelerde yeniden kuruluş yoluna gidebilirler veya yabancı bir borsaya kote olarak (bazı İsrail firmalarının NASDAQ'a

kaydolarak yaptıkları gibi) yabancı hukukun ortaklara sağladığı koruyucu tedbirlerle kendilerini bağlayabilirler.<sup>43</sup>

Bunun gibi yeni şirketlere eskilerden farklı kuralları benimseme imkânı veren etkin araçlarla, mevcut şirketlerdeki kontrol sahibi üyeleri koruyan ulusal hukuk ve yönetim pratikleri ülke ekonomisini felce uğratmaksızın muhafaza edilebilir. Sonuç, parçalara ayırmak ve maliyetli yönetim pratiklerinden dolayı ulusal hukuk sistemlerinde dahi güncelliğini kaybetmiş eski aile şirketlerini veya yönetici ağırlıklı şirketlerin kazanılmış statülerini tanımaktır.

## VII. VERİMLİ UYUŞMASIZLIK

Şirketler hukuku rejimiyle ilgili bütün sapmalar verimsizliği yansıtmamaktadır. Verimli sapmalar ya yerel sosyal yapılara uyum gösterme yoluyla ya da tesadüf eseri ortaya çıkabilirler. Ne mantık ne de rekabet bu tip bir sapmanın ortadan kalkması için güçlü bir baskı yaratamayabilir. Sonuç olarak, bu önemli bir zaman için yaşamaya devam edebilir. Yine de, değişim hızı yavaş olsa bile tıpkı verimsiz sapma gibi verimli sapmanın kapsamının hızla azalacağına inanmak için iyi sebepler vardır.

### A. KURUMSAL BAĞLAMDA FARKLILIKLAR

Zaman zaman ülkeler, paysahipliği formları, hukukun uygulanmasında kullanılan araçlar veya iflâs gibi diğer hukuki düzenlemelerdeki farklılıklar gibi diğer ulusal nitelikteki farklılıkları tamamladığı için şirketler hukukunun alternatif formlarını tercih ederler. Bu hususa ilişkin bir örnek bilinçli olarak daha gelişmiş ülkelerde standart modelin başvurabileceği şirket ana sözleşmesi tipinden sapan yeni Rus Şirketler Kanunudur. Tek bir örnek göstermek gerekirse, en gelişmiş ülkelerin düzenlemelerinin tam tersine Rus düzenlemesi zorunlu olarak bütün şirketlere birikimli oylamayı (*cumulative voting*) şart koşturmuştur. Bu yaklaşımın altında yatan sebep büyük oranda ortak etkinliğini bir yere kadar temin etmek ve ülkenin eşi benzeri görülmemiş büyük çaplı özelleştirme süreçleri sonucunda

---

<sup>43</sup> *Bkz örn.* Coffee, *supra* note 30, at 674-76; EDWARD ROCK, MANDATORY DISCLOSURE AS CREDIBLE COMMITMENT: GOING PUBLIC, OPTING IN, OPTING OUT, AND GLOBALIZATION (University of Pennsylvania Institute for Law and Economics Working Paper, 1998).

ortaya çıkan Rusya'ya özgü ortaklık kalıbı bağlamında onların bilgiye erişimini sağlamaktır.<sup>44</sup>

Yine de şirketler hukukunda verimli sayılabilecek nitelikteki sapma şirket faaliyetlerinin de ilgili olduğu diğer müesseselerdeki sapmalardan çok daha az gibidir. Mesela, alacaklıyı koruma yöntemlerindeki verimli sapma muhtemelen şirket borçlanma yapısı ve kaynaklarıyla ilgili gözlemlenen farklılıklardan çok daha dardır. Benzer şekilde yönetsel fırsatçılıklardan pay sahiplerini koruma için öngörülen mekanizmaların etkili kapsama alanı farklı hukuk sistemlerinde görülen pay sahipliği kalıplarındaki farklılıklardan çok daha dardır.

Ayrıca, şirketler hukukunun faaliyet alanını belirleyen ekonomik müesseseler ve hukuki yapıların kendisi farklı hukuk sistemleri arasında yeknesak hale gelmektedir. Bu, mesela pay sahipliği kalıpları için oldukça doğrudur. Bütün ülkeler, kontrol sahibi blok hisse sahiplerinden tutun da oldukça dağılmış bireysel paysahiplerine kadar aynı çeşitlendirilmiş pay sahipleriyle karşılaşmaya veya karşılaşmak zorunda kalmaya başlamışlardır. Bunlardan bazıları iç ekonomik gelişmelerden kaynaklanan uzlaşmacı kuvvetler tarafından sevkedilmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin özelleştirilmesi kişisel refah artışları ve başlangıç sermayelerine duyulan ihtiyacın (kurucu özel yatırımcılara bir çıkış yolu sağlayan piyasaların tedarikinde yardımcı oldukları) tamamı gitgide artan küçük pay sahipliği olgusunu ve sonuç itibarıyla azınlık pay sahipleri için gerekli güçlü bir koruma ihtiyacını destekler mahiyettedir. Sermaye piyasalarının küreselleşmesi de aynı sonuç için baskı kurmaktadır. Dolayısıyla daha önceki örneğimize dönecek olursak, Rusya zaman içerisinde gelişmiş ekonomilere özgü pay sahipliği kalıplarına doğru muhtemelen bir evrim geçirecek ve sonunda bu ekonomilerde bulunan oylama sistemlerini benimseyecektir.

---

<sup>44</sup> Rusya'nın 1993 yılında uyguladığı kupon karşılığı özelleştirme (*Russian voucher privatization*) sonucunda yöneticiler ve diğer çalışanlar büyük şirketlerdeki çoğunluk hisselerine sahip oldular. Halka arz edilen paylar çoğunlukla çok parçalı bir şekilde dağılmıştı ancak genelde en az bir dışarıdan önemli paysahibi kişi birikimli oy sisteminden yararlanacak hisse ağırlığına sahip olduğu için yönetim kurulunda temsil edilirdi. *Bkz Bernard Black & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, 109 HARV. L. REV. 1911, 1922-23 (1996).*

## B. ZARARSIZ MUTASYONLAR

Çeşitli durumlarda, çoklu alternatif şirketler hukuku kurallarının ya çok az ya da hiç verimlilik farkı yaratmayacağını düşünüyoruz. Bu durumlarda, tamamen ortadan kalkmamakla birlikte bağdaşma üzerine baskılar azalmıştır (çünkü hala küresel yatırımcıların yeknesaklaşma baskısı yapacakalarını bekliyoruz).<sup>45</sup> Muhasebe standartları örnek teşkil etmektedir. Daha önce dikkat çektiğimiz üzere, gelişmiş ülkelerde itibar gören iki farklı muhasebe yöntemi vardır: Amerikan GAAP ve Avrupa ilhamlı Uluslararası Muhasebe Standartları. Bu iki standart birbirinden bağımsız gelişim gösterdiklerinden pek çok önemli detayda farklılaşmaktadırlar. Ancak ikisi de verimlilik noktasında birbirinden daha belirgin değildir.

Söz konusu ekonomiler tamamen otarşik olsa her iki muhasebe standardı da verimlilikten ödün vermeksizin sürekli yaşayabilir. Ancak, sermaye piyasalarının artan küreselleşmesi bütün ülkelerde sadece bu rejimlerden birisini benimsemeyi değil ayrıca yeknesak bir muhasebe rejimini benimsemeyi de dayatmaktadır. Dolayısıyla zaman içerisinde, küresel piyasalarda oluşan ortak bir standart formun yarattığı birbirine bağlı verimliliklerin şirketler hukukundaki bu ve diğer tesadüfi ayrışmaları ortadan kaldırması muhtemeldir.

## VIII. VERİMSİZ BAĞDAŞMA

Henüz gördüğümüz üzere verimlilik her zaman şirketler hukuku üzerinde bir bağdaşmayı dayatmaz, aksinin de mümkün olabileceğini görmek zorundayız: yüksek seviyede bir bağdaşmanın her zaman verimliliği yansıtması şart değil-

---

<sup>45</sup> Ronald Gilson, aynı sorunun çözümü noktasında görünüşte farklı yönetim yapıları veya hukuki düzenlemelerin geliştirdiği süreçleri “işlevsel bağdaşma” (*functional convergence*) olarak adlandırmaktadır. RONALD J. GILSON, GLOBALIZINO CORPORATE GOVERNANCE: CONVERGENCE OF FoRM OR FUNCTION (Columbia Law School, Center for Law and Economics Working Paper No. 174, 2000). Şekli hukuk ve yönetim pratiklerinin sadece ve sadece yavaş değişen daha geniş kurumsal içeriklere tabi olduğu varsayımında Gilson işlevsel bağdaşmanın şekli bağdaşmayı geride bırakacağını düşünmektedir. Böyle bir işlevsel bağdaşmaya gerçekleşirse vereceğimiz isim zararsız mutasyon olurdu. Gilson’un aksine, pay sahiplerinin önveligi kabul edilildiğinde, şekli hukuk ve yönetim yapıları daha az içerikseldir ve sanıldığından daha esneklerdir. İşlevsel bağdaşma – birebir taklidinden ziyade – bu sebeple Gilson’un sandığından daha az lüzumludur. Ayrıca alternatif yönetim yapıları ve hukuki düzenlemeler arasında geçişkenliğin Gilson’un belirttiğinden daha az yaygın olduğunu zannediyoruz.

dir. Bu tip verimsiz bağdaşmanın en muhtemel kaynakları modern ekonomilerde sıklıkla görülen ve sınır aşan rekabet tarafından giderilmek yerine daha da artırılan piyasalar veya politik müesseselerdeki eksikliklerdir.

### A. ÜÇÜNCÜ ŞAHIS ZARARLARI: ŞİRKET HAKSIZ FİİLLERİ

Verimsiz bağdaşmanın belki de en bariz örneği, - ülkeden ülkeye değişebilen önemsiz farklılıklar olmakla birlikte - hâlihazırda evrensel bir kural olan şirket haksız fiillerinden dolayı ortakların sorumluluğunun sınırlı olmasıdır. Bu kural, dava masraflarından tasarruf veya menkul kıymet piyasalarının daha sorunsuz çalışması gibi telafi edici avantajları fazlasıyla aşar nitelikte verimsiz risk almayı ve aşırı derecede riskli faaliyetleri girişmeyi teşvik eder. Başka bir çalışmamızda ileri sürdüğümüz gibi şirketlerin faaliyetlerinden kaynaklanan haksız fiillerde ortaklar için müteselsil olmayan sınırsız sorumluluğun genel kural haline getirilmesinin getireceği artılar genel olarak çok daha fazla olacaktır.<sup>46</sup>

O halde neden verimliliği olmayan bir kural üzerinde evrensel olarak bir görüş birliği oluşmuştur? Bu sorunun açık cevabı; ne piyasalar ne de siyaset sınırlı sorumluluk kuralının sonuçlarından doğrudan etkilenen kişilerin, yani haksız fiil mağdurlarının, çıkarlarını temsil noktasında iyi işlememektedir. Tanımı itibariyle haksız fiiller üçüncü kişilere verilen zararları konu aldığından, kuraldan etkilenen taraflar – şirketler ve onların olası haksız fiil mağdurları – bu kuralın tadilinden kaynaklanacak kazançları elde etme ve paylaşma hususunda sözleşme yapamazlar. Aynı zamanda çoğu şirket kaynaklı haksız fiil oldukça rastlantısal nitelikte olduğundan haksız fiil mağdurları – ve özellikle oldukça geniş olası mağdurlar topluluğu – kolaylıkla organize olmuş bir politik baskı grubu oluşturamaz.<sup>47</sup> Ayrıca, herhangi bir hukuk sistemi şirket haksız fiilleri için ortakların sorumluluğunu kabul etse bile, sınırlı sorumluluk ilkesini muhafaza eden diğer ülkeler varken bugün için geçerli olan hangi ortaklık veya şirket yapısına sorumluluk atfedileceğiyle ilgili uygulamaya yönelik güçlükler ortaya çıkacaktır.

---

<sup>46</sup> Bkz Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 YALE L.J. 1879, 1882-83 (1991).

<sup>47</sup> Çevreyi kirletmenin genel olarak rastlantısal olarak görülmemesi ABD’de siyasi iradeyi harekete geçiren bir unsur olmuş ve aşağıda dikkat çektiğimiz üzere, çevreyi kirleten şirketler için tüzel kişilik perdesini kısmen kaldıran güçlü bir kanunlaştırmaya ön ayak olmuştur.

## B. YÖNETİCİLİK

Verimliliği olmayan uyuşmaya ikinci bir örnek yöneticilerin neredeyse bütün hukuk sistemlerinde sahip oldukları, ortaklarla çatışma hali söz konusu olabilecek durumlarda imtiyazlarını koruma, özellikle de saldırgan devralmalara karşı yerlerini muhafaza etme imkânı veren özgürlükleridir. Burada da siyasi ve piyasa başarısızlıkları sorumlu görünmektedir. Muhtemelen yerlerini devamlı koruyan yöneticilerin gücünden en fazla zarar gören kişiler olan halktan ortaklar, çok dağılmış olduklarından seslerini duyurmak için kolektif tutum geliştirme noktasında ciddi zorluklar yaşamaktadırlar. Konumları itibarıyla her yerde etkili ve güçlü bir çıkar grubu olan yöneticiler siyasi etkinliklerini kolektif faaliyetleri daha da maliyetli hale getirmek için kullanabilirler – mesela, mevcut pay sahiplerinden kontrolü ele geçirecek oranda hisse satın alınmasını saldırgan bir devralıcı için zorlaştırabilirler. Dolayısıyla şirketler hukuku, tam anlamıyla ideolojik görüş birliğini yansıtan standart model üzerinde değil de bu modelin bir çeşidi üzerinde - daha çok yönetici ağırlıklı yaklaşımların biraz farklılıklar gösterdiği – uyuşabilir.

## C. NE KADAR BÜYÜK BİR PROBLEM?

Şirketler hukukundaki verimsiz bağdaşma problemi görünüşe göre sınırlı bir sorundur. Haksız fiil mağdurları bir tarafa, şirketle ilgili neredeyse tüm aktörler arasındaki ilişkiler ağırlıklı olarak sözleşmeseldir. Bu durumda, tüm aktörlerin etkili bir hukuk kurma konusunda ortak bir çıkarları vardır. Ayrıca, daha önceki tartışmalarımızda da vurguladığımız gibi, pay sahipleri, yöneticiler, işçiler ve iradi alacaklılar verimli bir şirketler hukuku için önemli bir çıkara sahiptir veya sahip olmaya başlamışlardır. Haksız fiillerde sorumluluğun sınırlı olması aslında şirketler hukukunun değil haksız fiil hukukunun bir meselesi olarak görülmelidir. Ve hatta büyük çaplı haksız fiil zararları daha fazla görülmeye başladıkça ve sonucunda siyasi ilgiye mazhar oldukça haksız fiillerde sınırlı sorumluluk ilkesi terkedilme noktasına gelebilir. Bu anlayışa doğru bir yönelişi, belirli durumlarda tüzel kişilik perdesini şaşırtacak derecede kaldıran ABD çevre hukukunda zaten görmekteyiz.

## SONUÇ

Yirmibeş yıl önce de şimdiki gibi sorunlu noktalara sahip olsa da pay sahibi – odaklı şirket modelinin rakiplerine olan üstünlüğü artık kesin olarak kanıtlanmıştır. Mantık başlıbaşına bu standart modelin ve onun getirdiği kuralların üstünlüğünü ortaya koymamaktadır. Bu kuralların getirdiği kurumsal yönetim anlayışında sadece pay sahiplerinin çıkarlarına hizmet görev olarak belirlenmişken azınlık pay sahipleri için de güçlü koruma tedbirleri bulunmaktadır. Dahası standart model büyük şirket yapısı için sahip olduğu baskın model olma konumunu zorlu bir süreçten sonra ikinci dünya savaşı sonrası dönemde rakibi üç alternatif modele karşı elde etmiştir: yönetici odaklı model, işçi odaklı model ve devlet odaklı model.

Başlıca alternatiflerin başarısızlığı standart modelin teorik hegemonyasını kursa dahi bu tamamıyla bir sürpriz olarak görülmemelidir. Standart model şirketlerin büyük çoğunluğu için sorgulanmamıştır. Her hukuk sisteminde kapalı şirketler için öngörülen hukuk ve yönetim kurallarında baskın çıkmıştır. Çoğu Alman şirketi ortak yönetim rejimini (*codetermination regime*) kabul etmemiştir ve çoğu Hollanda şirketi yönetici odaklı “yapı” rejimi (“*structure*” *regime*) tarafından düzenlemeye tabi tutulmamışlardır. Benzer şekilde pay sahibini önceleyen standart model, model seçimiyle ilgili en büyük hassasiyete sahip iki hukuk sisteminde her zaman baskın hukuki model olmuştur: ABD ve İngiltere. Büyük şirketler genelde aşırı parçalı bir mülkiyet yapısına sahip olduğundan, model seçenekleri bu sistemlerde her zaman önemli olmuştur. En büyük şirketlerin büyük pay sahipleri tarafından kontrol edildiği kara Avrupasında<sup>48</sup> şirket formunun temelinde bulunan ideoloji ne olursa olsun kontrol sahibi ortağın çıkarları geleneksel olarak şirket politikalarını belirlemiştir.

Menkul kıymet piyasaları Avrupa ve gelişmiş dünyada ilerledikçe standart modelin ideolojik ve rekabetçi çekiciliği hukuk akademisyenleri arasında dahi itiraz edilemez hale gelecektir. Ve pay sahibinin öncelenmesi amacı ikinci bir özellik oldukça - siyasetçiler için bile – hukukun ve kurumsal yönetim pratiklerinin çoğu üzerinde uzlaşma kesin olarak bunu takip edecektir.

---

<sup>48</sup> Bkz Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FnI. 471, 505 (1999) (büyük şirketlerin common-law sistemi dışındaki ülkelerde kontrol sahibi pay sahiplerini içermeye müsait olduğunu belirtmektedir).