

AMERİKAN VE İNGİLİZ ŞİRKETLER HUKUKU IŞIĞINDA PAY SAHİBİ ÖNCELİĞİ MODELİ VE BU MODELİN ŞİR- KETLERE ETKİLERİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

*The Shareholder Primacy Model in the Light of American and English
Company Law and an Assessment of the Effects of This Model on the
Companies*

*Arş. Gör. Pelin ÖZÇELİK**

ÖZET

Amerika ve İngiltere başta olmak üzere, dünyada pek çok ülkede şirketlerin gerçekte kime hizmet verdiği sorusuna yanıt aranmaya çalışılmıştır. Bu soruya cevap olarak çeşitli teoriler oluşturulmuş, ancak bu teoriler arasında pay sahibi önceliği modeli her zaman için ayrı bir tartışma konusu olmuştur. Pay sahibi önceliği modeli, kurumsal yönetim teorilerinden birisi olup, şirkette bir karar alınırken pay sahiplerinin çıkarlarının diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarına kıyasen öncelikli tutulmasını ifade etmektedir. Bu modelin etkileri, global anlamda pek çok şirkette görülmektedir. Ancak en büyük tartışma konularından birisi, bu modelin hukuki anlamda bir bağlayıcılığı olup olmadığıdır. Zira günümüzde pay sahibi önceliğinin, şirket sürdürülebilirliği açısından bazı engeller oluşturması sebebiyle, yapılan bazı ça-

* Çağ Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, E-posta: pelinozcelik@cag.edu.tr. Orcid ID: 0000-0002-6328-6267.

lışmalarla da birlikte, yerini başka bir model olan paydaş önceliğine bıraktığı da gündeme gelmektedir. Bu makalede, pay sahibi önceliği modelinin Amerikan ve İngiliz şirketler hukukundaki tarihsel yerine ve ülkemiz şirketler hukukuna nasıl yansıdığına değinilmiştir. Sürdürülebilir bir şirket için hangi modele öncelik verilmesi hakkındaki tartışmalar ortaya konulmuştur.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal Yönetim, Pay Sahibi Önceliği Modeli, Paydaş Modeli, Yasal Norm, Sosyal Norm.

ABSTRACT

In many countries around the world, especially in the USA and England, an attempt was made to answer the question of who the companies actually serve. In response to this question, various theories have been created, but the shareholder primacy model has always been a separate discussion subject among these theories. The shareholder primacy model is one of the corporate governance theory and it states that shareholders interests should be considered at the first priority as compared to the other stakeholders interests when making a decision at the company. The effects of this model are seen in many companies globally. However, one of the biggest topics of debate is whether this model is legally binding. Nowadays, shareholder primacy creates some obstacles in terms of company sustainability and because of this, along with some studies, it is also mentioned that it has been replaced by another model, stakeholder primacy. In this article, the historical position of the shareholder primacy model in American and English company law and how it reflects to the company law of our country is mentioned. Discussions on which model to prioritize for a sustainable company have been raised.

Keywords: Corporate Governance, Shareholder Primacy Model, Stakeholder Primacy Model, Legal Norm, Social Norm.

GİRİŞ

Kurumsal yönetim, bir kurumun yönlendirildiği ve kontrol edildiği kurallar, uygulamalar ve süreçler sistemidir. Kurumsal yönetim, kurumların şeffaf, adil, dürüst ve hesap verebilir bir şekilde yönetilmesini hedefleyen, aynı zamanda insan hakları ve şirketin etik çalışma ilkelerinin uygulanmasını öngören çalışmalardan oluşmaktadır. Bu hedeflere ulaşabilmek adına, bir kurumu meydana getiren tüm kişi, organ veya diğer oluşumlar bu ilkelerle uyum içinde hareket etmelidir. Zira bu sistem, bir şirketin pay sahipleri, yönetimindeki üst düzey yöneticileri, müşterileri, finansörleri, tedarikçileri, çalışanları, devlet ve toplum gibi birçok paydaşının çıkarlarının da göz önünde tutulup dengelenmesini gerektirir.

Kurumsal yönetim aynı zamanda bir şirketin hedeflerine ulaşabilmesi adına bir çerçeve sunmaktadır. Şirketlerin temel amacı kâr elde etmek olduğundan, bunun en doğru yöntemle nasıl sağlanacağı hususunda çeşitli modeller ortaya atılmıştır. Bu modellerden birisi de toplum, tüketiciler ve çalışanlar gibi diğer kurumsal paydaşların çıkarlarını göz önünde bulundurmadan önce pay sahiplerinin sahip olduğu değerleri maksimize etmeye odaklanan, pay sahibi merkezli ve onları adeta şirketin sahibi yerine koyan bir kurumsal yönetim şekli olan *pay sahibi önceliği modelidir*. 1932 senesinde ilk kez Amerika'da ortaya atılan bu model, önce mahkemeler tarafından çoğunluk ve azınlık pay sahipleri arasında meydana gelen ihtilafları çözmek için kullanılmış ve zaman içinde pay sahibi önceliği normunun bu kullanımını, azınlık pay sahipleri baskısının modern öğretisine dönüşmüştür¹. Ancak son zamanlarda pay sahipliği önceliği, yalnızca pay sahiplerinin kârını maksimize etmeye odaklandığından, kurumsal sosyal sorumluluk ve diğer yasal yükümlülüklerle çeliştiği gerekçesiyle eleştirilmekte ve yeni yönetim şekilleri belirlenmek istenilmektedir.

Çalışmamızın konusunu, şirketler hukuku sahasını da ilgilendiren, kurumsal yönetim teorilerinden birisi olan *pay sahibi önceliği*

¹ Smith, D. Gordon; "The Shareholder Primacy Norm", **The Journal Of Corporation Law**, Vol. 23, Iss. 2, Winter 1998, pg. 277-322, s. 279.

modeli oluşturmaktadır. Çalışmamızın amacı, pay sahibi önceliği modelinin şirketler hukukuna yansımaları, şirkete, topluma ve çevreye etkisini yasal ve teorik argümanlarla birlikte araştırmaya gayret etme ve bu modelin şirketler hukuku yasalarında bir norm olarak kullanılmasının sınırını ortaya koymaktır. Çalışmamızda pay sahibi önceliği modeli anlatılırken, Amerikan, İngiliz hukuku ve kendi hukuk sistemimiz üzerinden de gidilerek, daha çok anonim şirketlerden analizler aktarılmaya çalışılmıştır. Bu modelin diğer ülkelerdeki konumu, çalışmamızın konusunu oluşturmamaktadır. Ancak bağlantısı bulunan durumlarda AB hukuku ve uygulamalarına da değinilmiştir.

I. Genel Olarak

A. Hukuk Sistemlerine Genel Bakış

1. Kara Avrupası (Roma-Germen/ Kontinental) Sistemi

Kara (Kıta) Avrupası hukuk sistemi, dünyada uygulanan çeşitli hukuk sistemlerinden birisi olup temelini Roma hukukundan almaktadır². Bu hukuk sistemi uygulanırken, yazısız kuralların derlenip toplanması ile yazılı hale getirilmiş kanunlardan faydalanılmakta ve her kanun ayrı bir özel ya da kamu hukuku ilişkisini temsil edip çeşitli alanlara ayrılmaktadır³. Bu hukuk sisteminin bir diğer özelliği ise, özel hukuk-kamu hukuku ayrımı yapılmasından dolayı yargı ayrılığının (adli yargı-idari yargı) da oluşturulmuş bulunmasıdır⁴. İçtihatlar, Kara Avrupası sistemini benimseyen ülkelerde daha ziyade bir yardımcı kaynak vazifesini görmekte, emsal hukuku oluşturmamakta, dolayı-

² Pulaşlı, Hasan/ Korkut, Ömer; **Temel Hukuk**, Gözden Geçirilmiş Genişletilmiş 18. Baskı, Karahan Kitabevi, Adana 2017, s. 55. Başlangıçta gelenekçi olarak başlayan Roma Hukukunda daha sonra özellikle İmparator Justinianus zamanında çıkarılmış olan Corpus Juris Civilis ile birlikte yazılı format uygulamaya konulmuştur. Bkz. Bilge, Necip; **Hukuk Başlangıcı**, 34. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 2016, s. 74.

³ Gözler, Kemal; **Genel Hukuk Bilgisi**, 17. Baskı, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa 2017, s. 3.; Bilge, s. 74.

⁴ Anayurt, Ömer; **Hukuka Giriş ve Hukukun Temel Kavramları**, 17. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2017, s. 55.

ıyla benzer olaylarda verilen farklı kararlar da mümkün olabilmektedir⁵.

Az çok hukuksal farklılıkları bulunsa dahi, Kara Avrupası hukuk sistemini uyguladığı kabul edilen ülkeler, İngiltere dışında, Fransa, Almanya, İsviçre, İspanya ve İtalya gibi Avrupa ülkeleridir⁶.

Türk hukukunda da Cumhuriyet döneminden itibaren Kara Avrupası hukuk sistemi uygulama alanı bulmuştur⁷. Türk hukuk sisteminde son olarak 1982 Anayasasında esaslar belirlenmiş olup insan unsuruna odaklanıldığından, Roma hukuku sisteminin benimsendiği genel kabul görse de, toplum menfaatlerini de kapsayan düzenlemelerin yapılmış olması sebebiyle sosyalist hukuk sistemine yaklaşıldığı gözlemlenmektedir⁸.

2. Common Law (Anglo-Sakson) Sistemi

Gelenek hukukuna dayanan Common Law hukuk sistemi, Kara Avrupası hukuk sisteminin önemli ölçüde zıddı olarak betimlenebilir. Bu sistemde, bir araya getirilmiş yazılı kanunlar bulunmamakta, hukuku örf ve adet hukuku, çeşitli mahkeme kararları ve toplanmamış dağınık bazı kanunlar oluşturmaktadır⁹. Dolayısıyla asli kaynaklarını örf ve adet hukuku oluşturmakta ve mahkeme kararları örnek alındığından içtihadî bir niteliğe bürünmektedir¹⁰. Kamu hukuku-özel hu-

⁵ Gözler, s. 4. Anayurt, s. 56.; Gözler, s. 4.

⁶ Pulaşlı/ Korkut, s. 55.; Gözler, s. 3.; Bilge, s. 74.

⁷ Bilge, s. 74.; Gözler, s. 3. Ülkemizde Osmanlı döneminde, Kuran-ı kerim, hadis, icma ve kıyas gibi din kurallarını kaynak alan İslam hukuk sistemi (şer'i hukuk) uygulanmaktaydı. Bu kurallara, padişahın emirlerini de içeren örfi hukuk da eklenmekteydi. 1839 tarihli Tanzimat döneminden sonra ise İslam hukuku yerini Avrupa hukukuna bırakmakta ve Avrupa ülkelerinin kanunları çevrilerek yeni kanunlar oluşturulmaktaydı. Ayrıntılı bilgi için bkz. Gözler, s. 6 vd.

⁸ Kişilerin özel hukuk ilişkileri ve çıkarları yerine toplumun çıkarlarını merkez yapan ve Eski Sovyetler Birliği döneminde daha aktif bir şekilde uygulanmış olan sosyalist hukuk sistemi, günümüzde eski anlam ve önemini yitirmiş bulunmaktadır. Bkz. Andaç, Faruk; **Hukukun Temel Kavramları**, 6. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara 2017, s. 27-29.

⁹ Gözler, s. 5. Oysa Roma hukukunda hukuk kuralları belirlenirken örf ve adet kuralları ve din kuralları kapsama dâhil olmamaktadır. Bkz. Andaç, s. 26.

¹⁰ Pulaşlı/ Korkut, s. 55-56.; Gözler, s. 3-4. Mahkeme içtihadı ile şekillenen bu sistem, Roma hukukunun etkisine maruz kalmamış ve böylece zamanın ihtiyaç ve

kuk ayrımı yapılmayan bu sistemde, yargı birliği ilkesi geçerli olmaktadır¹¹. Bu nedenle, sorunlar genellikle özel hukuk ilkeleri doğrultusunda *meseleci metoda* uygun bir şekilde çözülmektedir¹².

Yargı birliği olması dolayısıyla da adli-idari yargı ayrımı yapılmamakta ve üst derece mahkemeleri bile hangi uyuşmazlık olursa olsun (bireyler arası veya birey ile idare) aynı çatı altında toplanmaktadır¹³. Kara Avrupası sisteminden farklı olarak Common Law'da jüri sistemi uygulanmakta ve hüküm tesis edilmesinde önemli bir faktör olmaktadır¹⁴.

Common Law sistemi, İngiltere'de doğmuş olup, Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Hindistan, Kanada, Güney Afrika gibi Anglo-Sakson ülkelerinde uygulanmaktadır¹⁵.

B. Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Genel Bakış

1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Globalleşme dolayısıyla, ülke sınırları yerine finansal piyasalarda gerçekleşen fon transferleri önem kazanmakta, hukuki alt yapının gelişmişliği veya değişimi, yeniliğe açık oluşu söz konusu olsa bile zaman içerisinde mevzuat ile uygulamalar arasında bir boşluk doğmakta ve yasal düzenlemeler yapılırken ayrıntılara pek yer verilmemektedir. Bu nedenlerle, modern yaşamda bireylerin bir amaca ula-

gereklere daha çabuk kendisini adapte edebilmiştir. Bkz. Anayurt, s. 56. İctihadi bir niteliğe bürünmesi dolayısıyla bir uyuşmazlığa bakan hâkim, öncelikle o mesele hakkında daha önce verilmiş bir mahkeme kararının yer alıp almadığına bakması gerekeceğinden, bu hukuk sistemine aynı zamanda "case law" da denilmektedir. Ancak case law sistemi, içerdiği pek çok karar (precedent) açısından oldukça zor bir sistem niteliği taşımaktadır. Bunun nedeni, hâkimin kural yaratıcı pozisyonunda bulunması (judgemade law) ve bunu sağlarken de emsal pek çok karardan faydalanması gerektiğidir. Bu karar sayısı yaklaşık olarak 300.000 civarındadır. Bkz. Gözler, s. 5.

¹¹ Anayurt, s. 57.; Gözler, s. 5-6.

¹² Bilge, s. 75.

¹³ Anayurt, s. 57.

¹⁴ Pulaşlı/ Korkut, s. 56.

¹⁵ Gözler, s. 4.; Bilge, s. 75.

şabilmesi adına, hedefleri doğrultusunda meydana getirdiği herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi ve yapılan genellemeler ile uygulamalar arasındaki boşluğun doldurulabilmesi için kurumsal yönetim ilkelerine ihtiyaç duyulmaktadır¹⁶.

Kurumsal yönetimin (corporate governance) dünya çapında tek bir tanımına rastlanılmamakla birlikte, sözlük tanımı şu şekilde yapılmıştır: Kurumsal yönetim, bir şirketin içinde en üst düzeyde çalışan kişiler tarafından yönetilme şeklidir¹⁷. Daha açıklayıcı bir ifadeyle, bir yönetim kurulunun, şirketin tüm paydaşları (stakeholders: finansörler, müşteriler, yönetim, çalışanlar, hükümet ve toplum) ile olan ilişkilerinde hesap verebilirlik, adalet ve şeffaflığı sağlamasını konu edinen, genel bir kurallar ve uygulamalar çerçevesi olarak tanımlanabilmektedir¹⁸.

Bir başka tanımla kurumsal yönetim; bir şirketin, pay sahipleri için uzun dönemde ekonomik kazanç meydana getirerek sürdürülebilirliğini sağlayabilmesi adına, hak sahipleri ve kamuoyunun çıkarlarını zedelemeyecek bir biçimde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini ve verimli çalışmasını kanun, yönetmelik ve ilgili gönüllü özel sektör uygulamaları ile gerçekleştirmesidir¹⁹.

Kurumsal yönetimin bu kurallar ve uygulamalar çerçevesi; (1) sorumlulukların, hakların ve ödüllerin dağıtımı için şirket ile paydaşlar arasında yapılan açık ve örtülü sözleşmelerden, (2) paydaşların gö-

¹⁶ Bkz. Uyar, Süleyman; "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi", *MÇD*, 2004/ S. 66, pg. 1-15, s. 2-4.

¹⁷ Kaynak: <https://dictionary.cambridge.org>, e.t.: 18.03.2020.

¹⁸ Kaynak: <http://www.businessdictionary.com>, e.t.: 18.03.2020.

¹⁹ Millstein, I.; "Corporate Governance Reform in Asia", Corporate Governance Advisor, January/February, 1999, s. 5. Kurumsal yönetimle bir arada bulunan, onunla karıştırılabilecek kavramlardan birisi de *compliance* müessesesidir. Compliance, İngilizce bir kavram olup, "uygunluk, uyumlu olmak" anlamlarına gelebilmektedir. Geniş anlam taşıyan bu kavram, yasal düzenlemelere uygunluğun ya da şirketin yasal düzenlemeleri aşar bir şekilde uymakla yükümlü olduğu etik standartların yanı sıra kurumsal yönetim (corporate governance) ilkeleri gibi kurallara uygunluğunu da kapsamına alabilmektedir. Bu müessese hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Paslı, Ali; "'Compliance' Kavramının Anonim Ortaklıklar Hukukundaki Anlamı ve Sorumluluk Sistemine Etkisi", *İÜHFİM*, C. LXXI, S. 2, 2013, ss. 317-334, s. 318.

revleri, ayrıcalıkları ve rolleri doğrultusundaki çelişen çıkarları hususundaki uzlaştırma prosedürlerinden ve (3) bir kontrol ve denge sistemi olarak hizmet etmek amacıyla uygun denetim ve bilgi akışları için gerekli prosedürlerden oluşmaktadır²⁰. Dolayısıyla içeriğinde pek çok kural ve ilke barındıran kurumsal yönetimin, etkili bir şekilde uygulanması durumunda, şirketin başarısına katkıda bulunma olasılığı oldukça yüksektir.

2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

a) Dünyada Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim alanında dünyada pek çok çalışma bulunmakta ve halen çalışma yapılmakta ve modeller oluşturulurken, her ülke için geçerli tek bir kurumsal yönetim modelinin olamayacağı düşüncesi ile hareket edilmekte, her ülkeye özgü koşullara ayrı ayrı bakılmaktadır²¹. Dünyada uygulanan kurumsal yönetim modellerine bakıldığında, ulaşılmak istenen esas amacın, tüm paydaşlara güven vererek yönetim ve denetim süreçlerinin saydam, görünür, tutarlı ve hesap verebilir özellikte bulunması hususunda istikrarın sağlanabilmesi olduğu görülmektedir²².

Kurumsal Yönetimin temel ilkeleri *eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk, disiplin, bağımsızlık ve sosyal sorumluluk* şeklinde gösterilebilmekle birlikte, bu ilkeler arasında özellikle *eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik* ve sorumluluk üzerinde daha fazla durulduğu görülmektedir²³.

²⁰ Kaynak: <http://www.businessdictionary.com>, e.t.: 18.03.2020.

²¹ Dağlı, Hüseyin/ Ayaydın, Hasan/ Eyüboğlu, Kemal; "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği", **MUFAD Journal**, S. 48/ 2010, pg.: 18-31, s. 21.

²² Dağlı/ Ayaydın/ Eyüboğlu, s. 21.

²³ Eşitlik ilkesi, şirketin tüm paydaşlarına karşı aynı mesafede bulunmasını, azınlık ve yabancı pay sahipleri de dahil olmak üzere pay sahiplerinin haklarının korunmasına yönelik düzenlemelerin yapılmasını da kapsar. Şeffaflık ilkesi, güçlü sermaye piyasalarının oluşabilmesi adına azınlık pay sahiplerinin şirketin işlemleri hakkında yeterince bilgi sahibi olması ve şirket yöneticileri ve büyük pay sahipleri tarafından, yatırımlarının değerini düşürecek kararlar almalarını engelleyecek

Günümüzde uluslararası bir standart olarak kabul edilen OECD kurumsal yönetim ilkeleri, ekonomik verimliliği, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla politika belirleyicilerinin kurumsal yönetim için yasal, düzenleyici ve kurumsal çerçeveyi değerlendirmelerine ve geliştirmelerine yardımcı olur. İlk kez 1999'da yayınlanan İlkeler o zamandan beri uluslararası bir referans haline gelmiştir. 2015 yılında güncellenen İlkeler OECD Konseyi ve G20 Liderler Zirvesi tarafından onaylanmıştır²⁴.

OECD tarafından belirlenmiş kurumsal yönetim ilkeleri ise, *etkin kurumsal yönetim çerçevesi için temellerin sağlanması, pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri, kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer araçlar, kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumluluklarıdır.*

b) Ülkemizde Kurumsal Yönetim İlkeleri

Ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), sahip olunan yasal ve ekonomik nitelikleri dikkate alarak ilk kez 2003'te, daha sonradan 2005'te değişiklikler yaparak bu alandaki boşluğu doldurma amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. SPK'nın yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri, OECD'nin belirlemiş olduğu ilkelerle pek çok

kompleks hukuki ve kurumsal yapıların bulunabilmesi için şirketin sahip olması gereken bir özellik olup bu özellik sayesinde özel bilgilerini dış yatırımcılar ve paydaşları ile paylaşabilmesidir. Hesap verilebilirlik ilkesi, yönetim kurulunun giştiği işlemlerde genel kurulun yanında diğer tüm menfaat sahiplerine (paydaşlara) de hesap verebilmesini belirtmektedir. Sorumluluk ilkesi ise şirket faaliyetlerini yürütürken alınan kararların ve uygulamaların şirketin ana sözleşmesine, yönetmeliklere, mevzuata uygun olmasını ve bu uygunluğun denetlenmesini konu almaktadır. Bilgi için bkz. Zengin, Asiye Nur/ Altıok Yılmaz, Ayşe; "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları", **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, C. 10, S. 48/ 2017, ss. 684-702, s. 688.

²⁴ OECD kurumsal yönetim ilkelerinin 2015 yılı güncellemesi, hem finansal hem de kurumsal sektörlerde kurumsal yönetim politika ve uygulamalarının verimliliğini ve ilgi düzeyini etkileyebilecek gelişmeleri dikkate almaktadır. OECD'nin belirlediği bu temel ilkeler, OECD üyesi veya üyesi olmayan ülkeler için kurumsal yönetimin benimsenmesi, oturtulabilmesi, geliştirilip sürdürülebilmesi için tavsiye niteliğinde olup bağlayıcılığı bulunmamaktadır. Bilgi için bkz. kaynak: <http://www.oecd.org>, e.t.: 19.03.2020.

noktada kesişmesine karşın, içeriğinde birtakım farklılıklar da bulunmaktadır²⁵.

OECD kurumsal yönetim ilkelerine bakıldığında, esasen *etkin kurumsal yönetim çerçevesinin oluşturulması* söz konusu iken, SPK kurumsal yönetim ilkelerinde buna ilaveten *menfaat sahipleri (paydaş)* adı altında ayrı bir ölçüt daha kullanılmıştır²⁶. İlkeler hazırlanırken halka açık anonim şirketler esas alınmış²⁷, fakat oluşturulan modellerin yalnızca bu şirketlerle sınırlı tutulmayacağı, dolayısıyla kamu ya da özel sektörde yer alan diğer anonim şirketler ve kuruluşlar açısından da uygulama alanı bulabileceği düşünülmüştür²⁸.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nun²⁹ yürürlüğe girmesi ile birlikte kurumsal yönetim alanında da değişikliğe gidilmiştir. SPK tarafından kurumsal yönetim kavramıyla ilgili TTK'da yapılan düzenlemeler ile birlikte "kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin yeni bir tebliğ" çıkarılmıştır³⁰. Bu tarihten itibaren günümüze kadar SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ve

²⁵ ECD kurumsal yönetim ilkeleri başlıca iki kriterden ve on iki kategoriden ibaret iken, SPK kurumsal yönetim ilkeleri ise temelde dört kriter ve yirmi yedi kategoriden oluşmaktadır. Bkz. Dağlı/ Ayaydın/ Eyüboğlu, s. 21.

²⁶ Kurt, Mustafa/ Kayacan, Murad; "Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkeleri"nin İçerik Analizi", **TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, Ankara 2005, s. 36.

²⁷ Bkz. TTK Genel Gerekeçe, s. 30: "Söz konusu ilkeler kurumsal yönetim ilkeleri olarak adlandırılmıştır. Uluslararası alanda "corporate governance" terimi ile anılan bu ilkeler, esasında hisse senetleri borsada işlem gören anonim şirketler için öngörülmüştür. Ancak diğer anonim şirketlere ve tüm işletmelere hatta yönetim ve denetimin olduğu her kuruma ve kuruluşu, nihayet Devlete de tavsiye edilecek bir kapsam ve yaygınlık kazanmıştır. Hukuk ve işletme politikalarını ve öğretilerini doğrudan etkileyen bu dinamik İngiltere'de 1992 yılında Cadbury Raporu ile harekete geçmiştir. Başlangıçta, 1990'lı yılların ekonomik durgunluğunun ve iz bırakan krizlerinin çökerttiği borsada, yani borsa ticaretinde yatırımcıyı tutmaya yönelik olan çaba, daha sonra, anonim şirketin işleyişini, yönetimini, denetimini, pay sahiplerini ve diğer ilgilileri koruyucu sistemleri kuran geniş kapsamlı bir yapılandırmaya dönüşmüştür."

²⁸ Dağlı/ Ayaydın/ Eyüboğlu, s. 21.

²⁹ 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, bkz. **R.G.**, T.: 14.02.2011, S.: 27846.

³⁰ T.: 30.12.2011, S.: 28158.

uygulamalarına dair olarak sıklıkla tebliğler yayınlanmaktadır³¹. Buna göre SPK'nın yayımladığı kurumsal yönetim ilkeleri şunlardır³²: *Pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu*.

TTK'nın genel gerekçesinde de açıklandığı gibi, bir şirkette kurumsal yönetim ilkeleri belirlenirken, özellikle pay senetleri borsada işlem gören anonim şirketler açısından³³, öncelikle pay sahiplerin çıkarlarının korunması, ancak bunlar yanında diğer menfaat sahiplerinin de çıkarlarının ideal seviyede korunması amaçlanmıştır (örneğin; şeffaflık, iyi ve hesabı verilebilir bir yönetim ve etkili bir iç ve dış denetim hükümlerindeki yenilikler: m. 64, 65, 375, 1527,...). Dolayısıyla pay sahiplerinin menfaatlerine önem verilmesi ve bu menfaatlere maksimize edilmesinin örneklerini ve sonuçlarını değerlendirmek gerekmektedir. Çalışmamızda pay sahibi önceliği (shareholder primacy) modeline ve bu modelin Amerikan ve İngiliz şirketler hukukundaki etkilerine bir sonraki başlıkta değinilecektir.

³¹ Haşit, Gürkan/ Uçar, Aslı; "Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kurumsal Yönetim İlkelerinden Yönetim Kurulu İlkesinin İncelenmesine Yönelik Nitel Bir Araştırma", **Sakarya İktisat Dergisi**, C. 3, S. 2/2014, ss. 85-113, s. 92.

³² Kaynak: www.spk.gov.tr, e.t.: 20.03.2020.

³³ Dolayısıyla SPK'ya, payları borsada işlem gören şirketler bakımından bazı kuralara kısmen ya da tamamen uyma zorunluluğu verebilme yetkisi tanınmıştır. Ayrintılı açıklama ve zorunluluklar için bkz. Pulaşlı, Hasan; **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. I, Güncelleştirilmiş ve Gözden Geçirilmiş Tıpkı 2. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara 2015, s. 562-563. Belirtmek gerekir ki, Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK)'nda *payları borsada işlem gören* kavramı kullanılırken (m. 16/1, 17/2, 29/2...), TTK'da da aynı kavram kullanılmakla birlikte (m. 478/4, 378/1, 404/2,...), bazı maddelerde *borsada kote edilmiş/edilmemiş nama yazılı paylar* ya da *pay senetleri borsaya kote edilmiş şirketler* şeklinde ifadeler de yer almaktadır (m. 495/1, 496/1, 497/1, 1527/5,...). Literatürde *listing* olarak ifade edilen kotasyon, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen sermaye piyasası araçlarının borsa yönetmeliklerinde yer alan şartları taşımaları durumunda ilgili olduğu pazar listesine kaydının yapılarak, işlem görmesinin kabul edilmesidir. Bkz. Şakar, S. Ünal, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, 1997, s. 195. Dolayısıyla pay senetlerinin borsada işlem görmesinin şartlarından birisi de borsaya kote edilmesidir. Bkz. Türedi, Selda, "Sermaye Piyasalarında Kotasyon Ve Kotasyonun Faydaları", **Mevzuat Dergisi**, 16/186, Haziran 2013, kaynak: <https://www.mevzuatdergisi.com/2013/06a/01.htm>, e.t.: 15.09.2020. Dolayısıyla kullanılan ifadelerde bir fark görülmediğinden, iki mevzuat arasında kavram birliğinin sağlanması, anlam karmaşasını önleme açısından daha isabetli olacaktır.

II. Pay Sahibi Önceliği Modeli ve Modelin Common Law'daki Uygulaması

A. Genel Olarak

Kurumsal yönetim sistemi, şirketin yönetimi süresi zarfında pay sahipleri, yöneticiler, memurlar ve işçilere kadar pek çok grubun, hukuken önemli ve etkili roller alması ve bunları yerine getirmesi ile birlikte gerçekleştirilmektedir³⁴.

Kurumsal yönetim ilkeleri, her ülke tarafından temel bazı kıstaslar göz önünde bulundurularak kendi özellikleri, şirket düzenleri ve hukukları ile farklı şekilde oluşturulabilmektedir. Kimi ülkelerin hukukunda, şirketin yönetiminin güçlendirilmesi ve sürdürülebilirliğinin artırılması için pay sahiplerinin çıkarlarına öncelik tanınmakta iken, kimi ülkelerin hukukunda ise pay sahiplerinin yanında şirketle ilişki içerisinde olan diğer menfaat grupları olarak adlandırılan paydaşların çıkarları daha ön planda tutulmaktadır.

Şirketler hukuku literatürüne Adam Smith'in *Ulusların Zenginliği* adlı çalışmasıyla giren pay sahibi önceliği modeli, pay sahibini şirketin adeta *sahibi* olarak görmekte ve pek çok hukuk düzeninde şirketler hukukunun temel ilkelerinden biri olarak düşünülmektedir. Ancak yine de bu ilkenin yasal bir norm olduğu yönünde net bir sonuca varılamamaktadır³⁵.

Amerika'da diğer hukuk alanlarının sahip oldukları temel yasalar, hukukun birincil kaynaklarında kolaylıkla anlaşılır durumdadır³⁶. Amerikan hukukunda, temel bir kavrama bünyesinde yer veren ilk yasalar, diğer eyaletler için bir emsal oluşturmuşlardır. Örneğin, Ame-

³⁴ Tekinalp, Ünal; **Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki**, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, 1. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 2003, s. 228.

³⁵ Rhee, Robert J.; "A Legal Theory of Shareholder Primacy", **Minnesota Law Review**, 102:1951, 2018, pg. 1951-2016, s. 1951.

³⁶ Örneğin, medeni haklara ilişkin davaların başlangıcını oluşturan 1964 Medeni Haklar Yasası (Civil Rights Act), menkul kıymetler yönetmeliğinin temelini oluşturan 1933 Menkul Kıymetler Yasası (Securities Act of 1933),... Ayrıntılı bilgi ve örnekler için bkz. Rhee, s. 1956 ve 1957'deki dn.

rika'da neredeyse her eyalet, *tek tip ortaklık yasalarının (uniform partnership laws)* bir modelini çıkarmıştır³⁷. Ayrıca kılavuz niteliği taşıyan birtakım davalara da sıklıkla atıfta bulunulmuş ve onlara bir otorite olarak güven duyulmuştur³⁸. Pay sahibi önceliği biraz farklı bir konumda olup, bu modelin hukuktaki yerini bulmak biraz zordur. Pay sahiplerinin değerini maksimize etmek görevini edinmiş bir yasa hükmü ya da oturmuş bir içtihat henüz bulunmamaktadır. Bu gerçek yasal belirsizlik nedeniyle, pay sahibi önceliği kavramı politik alanlarda tartışılmış ve bu kavramın yasal statüsüne de şiddetle karşı çıkmıştır³⁹.

Tam bu noktada, bu modelin şirkete etkisinin ve zaman içerisinde yerini paydaş çıkarı önceliği teorisine bırakıp bırakmadığının da tespitinin yapılması önem arz etmektedir.

1. Pay Sahibi Önceliği Modelinin Tanımı ve Kapsamı

Kesin bir tanımına rastlanılmamakla birlikte, pay sahibi önceliği modelinin tanımı şu şekilde yapılabilir: Pay sahiplerinin çıkarlarını daha da ileriye taşımak amacıyla, şirket adına karar verebilmek için seçilen yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin, bu amaç doğrultusunda hareket etmelerinin onların yasal vekâlet görevlerinin bir parçası olarak kabul edildiği bir modeldir⁴⁰.

Pay sahibi önceliği, hem ekonomide hem de şirketin yönetiminde pay sahiplerinin çıkarlarının öncelikli olduğunu açıklayan, bu kişilerin kurumsal işletme adına hizmet veren ve asil/vekil ilişkisinde asil sıfatını taşıyıp şirketin esas sahipleri olduğunu anlatan (vekâlet teorisi)⁴¹

³⁷ Bkz. Rhee, s. 1957'deki dn.

³⁸ Bir pay sahibinin sadakate ilişkin vekâlet görevinin (fiduciary duty of loyalty) standardını belirten Meinhard ve Salmon davasının, federal ve eyalet mahkemesi görüşlerinde 1158 kez alıntılanmış olması gibi... Bkz. Rhee, s. 1957'deki dn.

³⁹ Bkz. Rhee, s. 1956-1957.

⁴⁰ Smith, N. Craig/ Rönnegard, David; "Shareholder Primacy, Corporate Social Responsibility, and the Role of Business Schools", **Journal of Business Ethics**, Vol. 125, Iss. 2, 2014, pg. 463-478, s. 463.

⁴¹ Vekâlet teorisi (agency theory), sahiplenme ve kontrolün ayrılması (separation of ownership and control) kavramı ile ittifak halinde olup, pay sahiplerinin önceliği lehine yabancı hukuk sistemlerinde birçok şirketler hukuku alanında eser veren

ile bağlantısı bulunan) bir modeldir⁴². Bu model, şirketin pay sahipleri için anlamlı riskler alan farklı paydaş grupları arasında sözleşme bağlantısı sağladığı neoliberal⁴³ bir anlayışına dayanır. Eşsiz konumlarının

akademisyen ve uygulayıcılar tarafından desteklenir. Teorinin amacı, kurumlarda yöneticilerin rolünü gözlemlemektir. Bu teori kapsamında, pay sahiplerinin şirketlerin günlük işlerini yönetmek için yöneticileri bir vekili gibi kullandığı ve onlara sırf bu nedenle iş verdikleri düşünülmektedir. Prensip gereği, pay sahipleri yasal olarak yöneticilerin yetkilerini ve görevlerini nasıl yerine getireceklerini yönlendirir ve onları bir nevi eğitirler. Pay sahiplerinin önceliği kuralı olmadan, yönetim kurulu üyelerinin büyük olasılıkla kendi çıkarları için daha fazla performans göstermeleri veya pay sahiplerinin servetlerini artırmalarına yönelik görevleri yapmamaları muhtemeldir. Bunun sonucunda pay sahiplerinin menfaatleri zarar görür ve pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki güven azalır. Esasen, vekâlet teorisi, yöneticilerin pay sahiplerine karşı tamamen hesap verebilir olmasını ve onlara pay sahiplerinin kârını göz ardı etme ve kişisel çıkarlarını arama gibi davranışlarını azaltmalarını sağlayan bir sistem sunmaktadır. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerinin performansını izlemek için kullanılan vekâlet maliyetleri, yönetim kurulu üyelerinin görevlerini tamamen pay sahiplerine borçlu olması, bir üstleri ve pay sahipleri tarafından denetlenmesi sebebiyle, pay sahibi önceliği modeli tarafından en aza indirilecektir. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerinin menfaatlerini en üst düzeye çıkarmalarına ilişkin görevlerinin ihlallerinde pay sahipleri, türev işlemler yapabilmektedirler. Bilgi için bkz. <https://www.lawteacher.net/free-law-essays/business-law, e.t.: 13.04.2020>. Bir başka açıdan vekâlet teorisi, kendisini *pozitivist vekâlet teorisi* ve *sahip-temsilci teorisi* olacak şekilde iki ana alanda göstermiştir. Pozitivist vekâlet teorisinde tespit edilmek istenen, sahip ile pay sahibi olmayan profesyonel yöneticiler arasındaki olası amaç çatışmalarıdır. Böylece bu teoride, temsilcilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri önlenmek istenmektedir. Daha çok temsil sorununu çözmeyi konu edinmiş ve esasen işletmelere odaklanmış bu teoriye göre (büyük şirketlerdeki şirket sahibi-yönetici ilişkisi daha çok kastedilir), pay sahibi sıfatı taşımayan profesyonel yöneticilerin şartlara uyarak fırsatlardan yararlanmaları problemi çözülmeye çalışılacak ve bu şekilde sahip ile pay sahibi sıfatı taşımayan profesyonel yöneticinin kişisel çıkarları arasındaki çatışma azaltılacaktır. Bir diğer yaklaşım olan sahip-temsilci teorisinde araştırmacı kimseler, bu teorinin tüm temsilcilik ilişkilerine uygulanabilecek olduğuna kanaat getirmektedir. Sahip/ temsilci teorisi, pozitivist teoriye göre daha genel bir perspektiften baktığı ve çoğu alanda test edilebilir niteliği bulunmasına karşın soyut ve matematiksel kaldığından, daha az incelenmekte ve uygulama alanı bulmaktadır. Temsil sorunu, pek çok alanda konuşulmakla beraber, bir şirkette sahip olarak tanımlanan pay sahipleri ile yöneticilerin amaçlarının farklılığından da meydana gelebilmektedir. Bkz. Kurt, Gülüzar/ Demir, Gönenç; "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Profesyonelleşme ve Vekâlet Teorisi", **HPD**, S.: 06, 2006, ss. 60-66, s. 63-64. Temsil sorunu ile ilgili hususlara, çalışmanın ilerleyen kısmında yer verilmiştir.

⁴² Rhee, s. 1951-1952.

⁴³ Sözlük tanımı olarak neoliberal kavramı, hükümetin serbest piyasaya müdahalesini sınırlayarak kişisel özgürlüğü en üst düzeye çıkarma görüşünü destekleyen bir anlayış anlamına gelmektedir. Kaynak: www.tureng.com/tr, e.t.: 28.03.2020.

dan dolayı pay sahipleri, bu modelde kurumsal liderlik içinde karar verme gücünü hak eden tek grup olarak kabul edilirler⁴⁴.

Bu modele ilişkin öğretilerdeki bir diğer tanımlama, *şirketlerin yönetim kurullarının sorumluluklarını sadece pay sahiplerinin sahip olduğu değerleri arttırmak olarak yorumlayan sosyal ve ekonomik bir çerçeveye şekillendi*⁴⁵.

Bahsedildiği gibi, pay sahibi önceliği modeli, genellikle *pay sahibi değeri maksimizasyonu (pay sahibi çıkarının en üst düzeye ulaştırılması)*'nda (*shareholder value maximisation*) ifade bulur⁴⁶. Eğer pay sahiplerinin çıkarlarının karşılanması yatırım getirilerinin en üst düzeye çıkarılmasından geçtiği varsayımından hareket edilirse, pay sahibi değerini maksimize edebilmek için yöneticilere emir ve talimat verilmesi gerekir. *Smith ve Rönnergard*, bu durumun mutlaka kurumsal sosyal sorumluluğu (*corporate social responsibility*)⁴⁷ engellemediğini, fakat şarta bağlayabileceğini düşünmektedir. Yazarlara göre, pay sahibi çıkarını maksimize etmemiş bir pay sahibi önceliği modeli, kurumsal sosyal sorumluluğa dikkat edilmesini mutlak suretle engellemez; dolayısıyla pay sahibi önceliği olsun veya başka bir model olsun,

⁴⁴ Palladino, Lenore; "How to End Shareholder Primacy", **Progressive Review**, Vol. 26, Iss. 4, Spring 2020, pg. 321-327, s. 322.

⁴⁵ Palladino, s. 322.

⁴⁶ Smith/ Rönnergard, s. 64.

⁴⁷ Temel amacı karı maksimuma çıkarma ve giderleri minimuma indirme olan şirketlerde, iş insanlarının ilkeleri sürdürülebilirlik için kamuoyuna ve kendilerine karşı birtakım sorumluluklarını tanıması gerekmektedir. Bu sorumlulukların yerine getirilmesi, etik ve sosyal sorumluluk davranışını oluşturur. Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı, ahlak gibi, hakkı yanlıştan ayırıp doğru olanı yapmak anlamına gelmektedir. Kurumsal sosyal performansın sonuçları üç tipe ayrılabilir: "(1) firma tarafından sosyal konuları ve paydaşların çıkarlarını ele almak için geliştirilen politikalar, (2) sorumluluk ve/veya yanıt verme becerilerini uygulamak için kullanılan programlar ve (3) böyle bir davranışın motivasyonuna veya meydana geldiği sürece bakılmaksızın davranışının etkileri." Bkz. Tumay, Meltem; "Why Corporate Social Responsibility: A New Concept In The 21st Century", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C.: 16, S.: 2, 2009, ss. 63-72, s. 63, 64, 70. Kurumsal sosyal sorumluluğun bunun gibi pek çok tanımı yapılmışsa da Avrupa Birliği, geniş çapta yayılmış bir tanımını yapmıştır: "Sayesinde şirketlerin sosyal ve çevresel endişeleri iş faaliyetlerine entegre etmeleri ve paydaşlarla gönüllü olarak etkileşimlerini sağlandığı bir kavramdır. Bu, sosyal ihtiyaçları ele alabilmek için kolektif anlaşmalar yapan, asgari yasal gereksinim ve yükümlülüklerin ötesine geçmeyi düşünen işletmelerle ilgilidir.", kaynak: www.eur-lex.europa.eu, e.t.: 01.04.2020.

eğer pay sahiplerinin çıkarları öncelikli olursa, onların çıkarları şirketin hangi hedefi takip etmesi gerektiğine karar verecektir⁴⁸.

2. Paydaş Önceliği Modeli ile Karşılaştırılması

Paydaş önceliği modeli, pay sahibi olmayan kimselerin (paydaşların) şirkette pay sahipleri kadar eşit derecede önemli paylara sahip olduğunu ve yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin, karar verirken paydaşların çıkarlarına duyarlı olmaları gerektiğini savunan bir teoridir⁴⁹. Bu tanıma karşılık, pay sahibi önceliği modeline göre, şirketin kar akışındaki kalıntıların ana talep sahipleri pay sahipleri olup şirket üzerinde nihai kontrole sahiplerdir ve yönetimin tek amacı, pay sahiplerinin servetini en üst düzeye çıkarmak olup yalnızca pay sahiplerine finansal açıdan faydalı olan faaliyetlerde bulunmaları gerekmektedir⁵⁰.

Teorilerin yorumlanmasından da anlaşıldığı üzere, pay sahibi önceliği ile paydaş önceliği modelleri, kurumsal yönetim ile şirketin ekonomik istikrarı ve sürdürülebilirliği için izlemesi gereken amaç açısından birbirlerine zıt anlayışlardır. Bu iki model arasındaki farklılıklara şu şekilde değinilebilir⁵¹:

Pay sahibi önceliği modeli, Sözleşme Teorisi'ne; paydaş modeli ise, İmtiyaz Teorisi'ne dayanmaktadır. Pay sahibi önceliği 1980 yılında çıkmış olup günümüze kadar etkilerini sürdürmekte iken; paydaş önceliği fikri, 1990 yılında ortaya atılmış ve günümüzde halen devam etmektedir⁵².

⁴⁸ Smith/ Rönnegard, s. 64.

⁴⁹ Lan, L. L/ Heracleous, L.; "Rethinking Agency Theory: The View from Law", **Academy of Management Review**, 15(2), 2010, s. 298.

⁵⁰ Lan/ Heracleous, s. 298.

⁵¹ Pay sahibi önceliği modeli ile paydaş önceliği modeline ilişkin verilen tartışmalar hakkında bkz. Kılıç, Harun; "The Legal Systems of Germany and USA Regarding Share- and Stakeholder Capitalism", *Journal of Social Policy Conferences*, Iss. 72, 2017/1, pg. 171-204, s. 177-179.; Lan/ Heracleous, s. 298.

⁵² Hukuk literatüründeki savunucularına baktığımızda, pay sahibi önceliğinde, Easterbrook ve Fischel ile Coffee'i, paydaş önceliğinde ise Mitchell, Millon'ı görmekteyiz. Bkz. Kılıç, s. 177.

Pay sahibi önceliği modelinin kurumsal yönetim yapısının amacına bakıldığında, esasen vekâlet problemini, vekâlet ücretlerini azaltmak için bir araç tasarlayarak tanımlamak, yöneticilerin ve pay sahiplerinin çıkarlarını düzenlemek ve dolayısıyla pay sahiplerinin servetini en üst düzeye çıkarmak olduğunu görmekteyiz. Paydaş önceliği modelinde ise bu amaç, çeşitli kurumsal bileşenlerin farklı çıkarlarını göz önünde bulunduran ve dengeleyen bir yönetim yapısı tasarlamak olarak gösterilebilir.

Pay sahibi önceliğinde pay sahiplerinin konumuna bakıldığında, güçlü ve üstün buldukları, şirket üzerinde nihai kontrole sahip oldukları ve yönetimin onlara karşı sorumlu tutulduğu görülmektedir. Paydaş önceliğinde ise diğer paydaşların çıkarlarından yararlanabilecek bir şirket seçmeni sınıfı olarak bilinmekle beraber, pay sahiplerinin firmayı kendi yararlarına manipüle edebilecek deneyimli yatırımcılar olduğu ortadadır.

Pay sahibi önceliği modelinde yönetim kurulu üyelerinin rolüne bakıldığında, pay sahiplerinin vekilleri konumunda ve profesyonel yöneticilerin şirket girdileri ve kaynaklarından pay sahiplerinin aleyhine faydalanmasını önlemek için gözetim rolü üstlendikleri, paydaş önceliğinde ise yönetimin yardımıyla, pay sahibi olmayanlar da dâhil olmak üzere tüm paydaşların ihtiyaçlarını dengeleme görevini yerine getirmekte oldukları görülmektedir.

Son olarak, fiilen işi yöneten ve şirket ile ilgili işleri yapan kimşeleri kontrol eden yöneticilerin konumuna bakıldığında, pay sahibi önceliğinde pay sahiplerinin menfaatlerine önem vermesine karşın, yeri geldi mi kendi çıkarlarını da gözetebilme ihtimali bulunabilen bir gruba; paydaş önceliğinde ise şirket seçmenlerinin ihtiyaçlarını dengelemek için kurullara yardımcı olan bir gruba rastlanılmaktadır.

B. Amerikan Hukukundaki Uygulama

1. Modelin Tarih İçindeki Yeri

Amerika'da yaklaşık yirmi yıllık süreç içerisinde şirketler alanında önemli birtakım değişimler görülmüştür. 1990'ların başına kadar,

büyük Amerikan şirketlerinin yönetim kurulu üyeleri ile üst kademe-
deki yöneticiler, kendilerini sadece öz sermaye yatırımcılarının değil,
aynı zamanda müşterilere, alacaklılara, çalışanlara, tedarikçilere ve
daha geniş bir topluma da hizmet etmesi gereken büyük ekonomik
kurumların yöneticileri olarak görmüşlerdir⁵³.

Dolayısıyla Amerika'da yirminci yüzyılın başlarında benimsenen
"yönetimcilik (managerialism)" felsefesi, günümüzde eski ve verimsiz
olarak görülmektedir⁵⁴. Şu anda pek çok kamu şirketi, diğer tüm şirket
hedeflerinden çok *pay sahiplerinin değerini en üst düzeye çıkarma*
ilkesini ve bu ilkeyi vurgulayan pay sahibi merkezli bir kurumsal yö-
netim vizyonunu benimsemektedir⁵⁵.

Bu durumda yönetimcilik felsefesi, eski önemini yitirmiş ve pay
sahibi önceliği, akademik anlamda ilk ilgileri üstüne çekmeyi başarmış-
tır. Bu fikir, 1970'lerde Chicago serbest piyasa ve ekonomi bilimi
okulunun yükselişi ile hukuk ve ekonomi hareketiyle başlamıştır.
1970'te *Milton Friedman*, New York Times Dergisi'nde meşhur maka-
lesini yayımlamış ve büyük şirketler gibi bir ticari işletmenin tek ger-
çek amacının şirketin sahipleri, diğer bir deyişle pay sahipleri için kâr
elde etmek olduğunu savunmuştur⁵⁶.

⁵³ Stout, Lynn A., "The Toxic Side Effects Of Shareholder Primacy", **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 161, Iss. 7, June 2011), pg. 2003-2023, s. 2003-2004.

⁵⁴ Stout, s. 2004.

⁵⁵ Bildiğimiz gibi kamu şirketi (yani, profesyonel yönetim ve dağılmış pay sahipleri olan halka açık büyük şirket) Amerika'da ilk olarak yirminci yüzyılın başında ortaya çıkmıştır. O yüzyılın çoğu için pay sahipleri dağınık ve pasif kaldılar ve yönetim kurulları üzerinde çok az etkileri vardı veya hiç etkileri yoktu. 1932 yılında, Adolf Berle ve Gardiner Means "*sahiplenmenin kontrolden ayrılması*" modelini belgelemişlerdir. Dolayısıyla pay sahiplerinin kendi elleriyle müşterek olarak yönettikleri bir oluşumdan ziyade, kamu firmalarında kendi kendini seçebilen ve özerk olarak çalışabilen karar organları sıfatı ile yönetim kurulları meydana gelmiştir. Onlar pay sahibi değerini artırma fikrine ya da pay sahibi menfaatlerine, şirketteki diğer çıkar gruplarının (müşteriler, alacaklılar, çalışanlar ve yerel toplum gibi) menfaatlerine kıyasen herhangi bir öncelik tanımadılar. Pay sahiplerine şirket için önemli bir seçim çevresi muamelesi yapılırken, aslında önemli olan tek seçim çevresinin onlardan ibaret olmadığı ortadaydı. Bkz. Stout, s. 2004-2005.

⁵⁶ Stout, s. 2005.

1976 yılında *Michael Jensen* ve *William Meckling*, günümüzde hâlâ yönetim literatüründe en sık atıfta bulunulan akademik makale olan şirket teorisi hakkında etkili bir makale yayımlamıştır. *Jensen* ve *Meckling*, şirketlerdeki sorunun, şirket pay sahiplerinin çıkarlarına sadakatle hizmet verebilmek için profesyonel yöneticilere karşı (yazarlar bunu vekiller diye adlandırmaktadır) baskı kurmak olduğunu iddia etmiş ve bu durumu müdürlük (so-called principals) diye adlandırmıştır⁵⁷. Yazarlar, "firma" ve "şirket" kavramlarını eş anlamlı olarak ele alıp, pay sahiplerini şirketin sahipleri ve kâr payını ilk talep edecek kişiler olarak varsaymışlardır.

Ancak yakın zamanlarda davranışı yöneten kuralların yeniden yazımının pay sahibi önceliğini bitirmek için en iyi yaklaşım olduğuna inanan önde gelen şirketlerin başındaki iş insanları ile çok sayıda şirketler hukuku akademisyeni, pay sahibi önceliği modeline ilişkin desteklerin terk edilmesi konusunda bir araya gelerek önemli adımlar atmışlardır⁵⁸. Dolayısıyla Amerika'da küresel ekonomiyi daha sürdürülebilir kılmak ve adil bir geleceğe taşıyabilmek için atılan adımlarla birlikte, pay sahibi önceliği teorisi yerine paydaş teorisi beklediği desteği bulmaya başlamıştır.

2. Etkilenilen Görüşler ve Davalar

Pay sahipliği önceliği modeline ilişkin öğretilerdeki tartışmalar iki ana konu üzerinde yapılmıştır. Pay sahiplerinin yönetim ve kurumsal amaçlarda oynadığı roller bunlardan ilkidir. İkincisi ise pay sahibi önceliği ilkesinin, pay sahiplerinin sahip oldukları *serveti (wealth) en üst düzeye çıkarma (maksimize etme)* amacı doğrultusunda bir yönetim için oluşturulmuş yönetim kuruluna işaret etmesidir⁵⁹.

⁵⁷ Jensen, Michael C. / Meckling, William H.; "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure", **Journal Of Financial Economics**, Vol. 3, 1976, pg. 305-360, s. 309.

⁵⁸ Bu kimselerin çalışmalarına ilişkin ayrıntılı açıklamalar, ilerleyen bölümlerde verilmiştir.

⁵⁹ Rhee, s. 1952.

Pay sahiplerinin servetini maksimize etme ilkesi, bizleri şirketler hukuku sahasının temelini oluşturan “şirketin ve şirketler hukukunun amacı nedir?” sorusuna götürdüğü için önem taşımaktadır. Rhee’ye göre, bu sorunun geniş çerçevede ve tartışmasız yanıtı: Şirketlerin pay sahiplerine kâr kazandırabilmek için sosyoekonomik yasal yapılar oluşturması ve yeni varlıklar üretmesidir⁶⁰.

Öğretideki görüşler, pay sahibi önceliğinin hukuki durumunun hala açıklığa kavuşturulamadığını ortaya koymaktadır. *Henry Hansmann* ve *Reinier Kraakman*, gözlemlenen bir konu olarak: “*Asıl mesele şu ki, hem mantığın hem de deneyimin bir sonucu olarak, fikir birliğinde bir yakınlaşma bulunmaktadır ve bunun için en iyi yol (ki bu yol toplu sosyal refah arayışından geçer) şirket yöneticilerinin pay sahiplerinin çıkarlarına ve en azından direk olarak sadece bu çıkarlara karşı güçlü bir şekilde hesap verebilir hale getirilmesidir.*” diyerek şirketler hukukunun nihai bir fikir birliğine ulaştığını iddia etmişlerdir⁶¹. Bu standart model; iş, yönetim ve yasal seçkin sınıfları tarafından geniş bir fikir birliği ile pay sahibi merkezli ideolojinin içselleştirilmesini yansıtır. Tartışma konularındaki problem, hukuki tartışma ve bu tartışmanın pay sahibi önceliğinin içselleştirilmesi ile olan ilişkisinin gözlemlenmesindeki eksikliklerdir⁶².

Jonathan Macey, özellikle Dodge-Ford davasını⁶³ analiz eden bir eserinde, bu davanın yasal bir etkisi olduğunu ve şirketler hukukunun

⁶⁰ Bkz. Rhee, s. 1952.

⁶¹ Hansmann, Henry/ Kraakman, Reinier; “The End Of History For Corporate Law”, **Harvard Law School Cambridge**, Discussion Paper No. 280, 3/2000, p. 1-34, s. 10.

⁶² Rhee, s. 1963.

⁶³ “*Dodge ve Ford davasındaki temel sorun, çoğunluk ve azınlık pay sahipleri arasındaki ilişkiyi temsil etmekte, bir sınıf olarak pay sahipleri ve yönetimi arasındaki ilişkiyi temsil etmemektedir, tıpkı pay sahibi önceliği iddiasının savunucuları gibi. Davada davacı olarak Dodge kardeşler, Ford Motor Company’de azınlık pay sahiplerini oluşturmakta, hisselerinin değerlerini maksimize etmek yerine amaçlarına hizmet eden ticari kararlar almak için yönetim kurulunun yetkisine meydan okumaktadırlar. Henry Ford’un etkisi altındaki kurul, şirketin üretim kapasitesini artırmak için yeni bir fabrika kurmak amacıyla pay sahiplerine yapılan kârdan pay alma/temettü ödemelerini durdurma kararı almıştır. Rakip bir otomobil üretimi şirketinin kurucuları olarak Dodge kardeşler, bu hamlenin kendi rekabetçi ürünlerini oluşturma çabalarını devre dışı bırakmayı amaçlıyor olduğuna inanmışlardır. Dod-*

aslında ne olduğuna dair olumlu bir açıklama teşkil ettiğini savunmaktadır⁶⁴. Macey, Dodge gibi davaların nadiren görüldüğünü, çünkü yöneticilerin, Ford'un iş adamı kararına itaat etmesinden daha iyi yetiştirilmiş ve gerçeği gizleme, görmezden gelmeye daha yatkın olduklarını açıklamaktadır⁶⁵. Macey ve Rhee, pay sahibi önceliği kavra-

ge'nun şirketi bir nevi "start-up(başlangıç)" idi, Ford binası tarafından ciddi şekilde zarar gören dünyanın en büyük otomobil üretimi tesisiydi. Davanın ardındaki nedenler, tamamen finansal veya tamamen "pay sahibi odaklı" değildi. Dodge kardeşler sadece Henry Ford'un azınlık pay sahipleri değil, aynı zamanda rakipleriydi. Davada politik olarak Ford oldukça açık sözlüydü ve girişimci hayatının başlangıcından beri, şirketinin amacının "Yapabildiğimiz kadar iyi, her yerde, ilgili herkes için ve bu arada para kazanmak için" olduğunu iddia ederek "pay sahibi odaklı ideolojiyi" açıkça eleştirmekteydi. Bu sözler gerekçe olarak gösterildi, mahkeme Dodge kardeşlerle anlaştı ve Ford'a sonunda söz konusu özel temettüleri ödemesini emretti. Ford açıkça paydaş yanlısı olduğu için, pozitif hukuktaki şirket politikası beyanının eksikliği ile birlikte yasayı çiğnemedi bu tür amaçlara ulaşabilirdi. Dodge kardeşler için kalan tek yol, mahkeme önünde azınlık pay sahibi haklarını talep etmesiydi.

Ford'un kurumsal yönetim konusundaki paydaş görüşü lehine yaptığı basın açıklaması nedeniyle, mahkemeler, çeşitli ilgili çıkarlar nedeniyle kararın zorlayıcı olduğuna/reddine karar verdiler. Mahkeme, söylenene daha fazla önem verirken, Michigan Yüksek Mahkemesi tüm çıkarları dengeledi ve daha geniş politika bağlamını göz önünde bulundurularak Ford Motor Company yönetim kuruluna temettü ödemesini emretti. Mahkeme böylelikle şunu kabul etmiştir: Öngörülen fabrikayı inşa etmek uzun vadede pay sahipleri için iyi olabilir, fakat bunun dağıtılmamış kazançlardan, yani yedek akçelerden finanse edilmemesi gerektiğine inanıyordu. Michigan Yüksek Mahkemesi, onlara şirketlerin asıl amacının kâr olduğunu söyleyerek bu davayı şirketler için bir kurumsal politika açıklaması yapmak adına kullandı. Bu hüküm, o zamandan beri şirketler için herhangi bir yol izlenmesi adına yasal bir gerekçe olarak kullanılmıştır.

*Pay sahibi değeri yönelimi, refah elde etmenin ve ekonominin refahının bir yolu olarak yorumlandı. Michigan Yüksek Mahkemesi, temettü dağıtmaya ilişkin genel bir yükümlülük yaratmadı, saf pay sahibi maksimizasyonu paradigması altında olarak yorumlanabileceği gibi; pay sahibi kârını artırmak için net bir plan yapmak adına yalnızca stopaj dağıtımlarını kısıtladı. Bu karar, araçların düşük fiyatlı olması nedeniyle yeni fabrika inşa etmenin pay sahibinin karını attırmayacağı argümanına dayanmaktadır. O zamandan beri mahkeme; pay sahipleri için fazladan üretim yapılması yoluyla satılan miktarın yükselebileceği gerçeğinin ihmal edilmiş olması gerekçesiyle eleştirilmektedir"., davanın yorumu için bkz.: Mélon, Lela; **Shareholder Primacy and Global Business: Re-clothing the EU Corporate Law**, First Edition, Routledge, 2019, s. 23-25.*

⁶⁴ Macey, Jonathan R.; "A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge V. Ford", **Virginia Law & Business Review**, Vol. 3, Spring 2008, Number: 1, pg. 177-189, s. 179-180.

⁶⁵ Bkz. Macey, s. 180. İş adamı kararı ilkesi, anonim şirket yöneticilerinin ticari takdire tabi olan durumlarda üstlenmiş oldukları riskler sebebiyle, bazı koşullar oluştuğunda iç ilişki açısından sorumluluktan kurtulmalarına imkân tanıyan bir

mını, *uygulama olmasa da bir yasal norm*, hız sınırını açıkça belirleyen bir sokak tabelası gibi görmektedir⁶⁶. Bu görüş, asıl problemi, kuralın açık olmamasına değil, uygulamalarda eksiklik bulunmasına bağlamaktadır. Dolayısıyla pay sahibi önceliğinin uygulanamayacağını, zira Ford'un yaptığı gibi, yöneticilerin, gerçek niyetlerini ortaya çıkarmadıkları sürece, iş adamı kararı ilkesinin (business judgement rule) arkasına saklanabileceklerini ileri sürmektedir. Bu yüzden *Macey*, bir taraftan, aslında kâr maksimizasyonunun şirketler hukukunun içinde

hukuki kurumdur. Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'ndan hareket edilerek bu ilkenin tanımı ve unsurlarını belirlemek mümkündür. Düzenleme şu şekildedir (AktG. § 93/1,2): "*Yönetim kurulu üyesinin ticari bir karar alırken, yeterli bilgiye dayalı olarak şirket menfaatine uygun hareket ettiği makul olarak kabul edilebiliyorsa, herhangi bir yükümlülük ihlali söz konusu değildir.*" Amerikan hukukunda da oldukça sık uygulamaya konulan işadamı kararı ilkesi, mahkeme uygulamalarında özen yükümlülüğüne ilişkin hüküm verilmesini önemli derecede kısıtlamıştır. Zira bu ilkenin şartlarının oluşması ile birlikte mahkeme, özen yükümlülüğüne ilişkin herhangi bir incelemede bulunmamaktadır. Bilgi için bkz. Göktürk, Kürşat; "Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İşadamı Kararı İlkesi", **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 2, S. 2, 2011, ss. 207-247, s. 207, 211, 224. Türk Hukukunda ise iş adamı kararı ilkesinin tam karşılığı kanunda yer almamakla birlikte, yönetim kurulu üyeleri ve yönetimde görevli üçüncü kişilere ilişkin özen ve bağlılık yükümlülüğünü ele alan 369. maddenin gerekçesinde bu kavramdan da söz edilmiştir. Gerekçede, "...*Tedbirli yönetici ölçüsü, yönetim kurulu üyesinin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak "işadamı kararı" (business judgement rule) verilebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanır. Genel kabul gören kural uyarınca, duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alınıp yönetim kurulunda karar verilmişse, gelişmeler tamamen aksi yönde olup şirket zarar etmiş olsa bile özensizlikten söz edilemez. Bu kurallar 553'üncü maddenin üçüncü fıkrasında yer alan hukuk kuralı ile somuta bağlanmıştır. ...*" ifadesi yer almaktadır. Dolayısıyla bizim hukukta bu ilkeyi somutlaştıran m. 369 ile 553/3 hükümlerinin yorumlanması gerekmektedir. Yargısal kararlara bakıldığında, bu ilkenin unsurları açısından net bir ölçüt konulmadığı anlaşılmasına karşın, ilgili kimselerin görevlerini yerine getirirken yeterli bilginin toplanılması, şirket menfaatinin gözetilmesi ve çoğunlukla dürüstlük kuralı çerçevesinde ticari kararların himayesi ölçütlerine yer verildiği görülmektedir. İlgili kararlar ve ayrıntılar için bkz. Göktürk, s. 235-237 ve 237'deki dn. Daha geniş bir tabirle, yönetim kurulu üyelerinin almış oldukları kararın business judgement rule kapsamında değerlendirilebilmesi için; gerekli ve yeterli düzeydeki bilgi kaynaklarının kullanılması, işletme faaliyetinin konu alınması, dış etkilere uzak hareket edilerek özel menfaatler yerine şirket çıkarının gözetilmesi gerekir. Bkz. Kervankıran, Emrullah; **Alman Hukuku'nda Business Judgement Rule'nin Kodifikasyonu-Türk ve Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme**, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C. 1, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2007, s. 255.

⁶⁶ Rhee, 1965.; Macey, s. 180.

bulunduğunu, ama aynı zamanda bir norm niteliğinde olduğunu söylemektedir⁶⁷.

Bir başka eserde, Delaware Yüksek Mahkemesi'nin başkanı *Leo Strine*, pay sahibi önceliğini normatif bir perspektiften savunmuştur. Bu makale iki açıdan dikkat çekicidir:

Bunlardan ilki, *Milton Friedman*'in kâr maksimizasyonu konusundaki ünlü manifestosuna vurgu yapmasıdır. *Strine*, şirketler hukukunun aynı zamanda yöneticilerin, sadakat görevi gereği pay sahipleri için kârı en üst düzeye çıkarma amacına ulaşabilmesi yönünde bir iyiniyet stratejisi izlemesinin gerekliliğini vurgulamaktadır⁶⁸.

Pay sahibi servetinin maksimizasyonu ve sadakat görevi, şirketler hukuku uygulaması açısından ciddi bir meseleyi teşkil etmektedir, zira yöneticinin bu görevleri ihlaline karşı açılan parasal tazminatlar, mazur görülmemektedir⁶⁹. *Strine*, yönetsel otoritenin önceliğinden söz ederek, yöneticilerin, bu hedefe en iyi nasıl ulaşacağına ve uygun zaman dilimine karar vermeye dair bir kontrol değişikliği bağlamı dışında önemli ölçüde takdir yetkisine sahip olduklarını düşünmektedir⁷⁰. *Rhee*, bu tür yorumun, aslında kârı maksimize edememe durumunda yönetim otoritesini kural yaptırımına tabi tutmadaki anlamsızlığı örtülü olarak kabul ettiğini ifade etmektedir⁷¹.

Nitekim 1994 yılında yayımlanan Amerikan Hukuk Enstitüsü Kurumsal Yönetim İlkeleri, aynı zamanda yöneticilerin pay sahibi önceliği modelinin görünen ilkelerinin ötesinde hareket etmeleri için hatırı sayılır ölçüde özgürlük sağlamıştır⁷². Bölüm 2.01'de şu hususlar üzerinde durmuştur: "*Kurumsal kâr ve pay sahibi serveti artırılmaz ise de şirket işini yürütürken; (1) gerçek kişi ile aynı ölçüde, yasada belirlenen*

⁶⁷ Yazar, bu modeli hem bir norm hem de bir yasa olarak görmektedir. Bkz. Macey, s. 179.

⁶⁸ Strine, Leo E.; "Our Continuing Struggle With The Idea That For-Profit Corporations Seek Profit", **Wake Forest Law Review**, Vol. 47, 2012, pg. 135-172, s. 155.

⁶⁹ Açıklamalar ve ayrıntılı bilgi için bkz. Rhee, s. 1965.

⁷⁰ Strine, s. 155.

⁷¹ Rhee, s. 1965.

⁷² Smith/ Rönnegard, s. 467.

sınırlar içinde hareket etmekle yükümlüdür (2) Sorumlu şirket yönetimi için oldukça uygun görülen etik hususları dikkate alabilir (3) kamu yararına, insani, eğitici ve hayırsever amaçlar adı altında makul miktarda kaynaklar tahsis edebilir.” Bu uzlaşma belgesi, Amerika’daki mahkemeler tarafından düzenli olarak alıntılanmakta ve güven duyulmaktadır⁷³.

Yine bir başka görüş olarak, pay sahibi değeri yönelimini, refah elde etmenin ve ekonominin refahının bir yolu olarak yorumlayan Michigan Yüksek Mahkemesi’nde:

“...Bir işletme şirketi, pay sahiplerinin kârı için (profit for stockholders) öncelikli olarak örgütlenir ve sürdürülür. Yöneticilerin yetkileri bu amaçla istihdam edilecektir. Yöneticilerin takdir yetkileri, bu amaca ulaşmak için yöntem seçiminde kullanılmalıdır ve sonunda kendinde bir değişikliğe, kârların azaltılmasına veya kârın pay sahipleri arasında diğer amaçlara tahsis edilmesi amacıyla dağıtılmamasına kadar genişletilmemelidir...”

şeklinde bir karar yer almaktadır⁷⁴.

İkinci olarak *Hansmann* ve *Kraakman*’ın makalesinde olduğu gibi, pay sahibi önceliği hususunda sürekli yasal bir iddiada bulunulmadığından dolayı *Strine*’in makalesinin de dikkate değer olduğu düşü-

⁷³ Smith/ Rönnegard, s. 467

⁷⁴ Bu yorumu, Amerika’nın kurumsal hukuk politikasının ve yasal otoritesinin bir dayanağı olarak görmek tartışmalıdır. Yorum, bazı temel sorunları gündeme getirmekte ve pay sahibi önceliği ilkesinin meşruiyetini sorgulamaktadır. Davanın neredeyse yüz yaşında olmasının yanı sıra, Michigan eyaletinin kendisi Amerikan şirket hukukunda başka şekilde etkili değildir. Ayrıca alınan yarılan mahkemenin ifadesi, bir hakim tarafından resmi olmayarak ileri sürülen fikri, mahkemede dava konusu dışında verilen ek bilgiyi (obiter dicta) teşkil etmektedir. Oysa davadaki asıl holding, çoğunluk pay sahiplerinin azınlık pay sahiplerine yönelik vekâlet görevlerini daha dar gerekçelerle savunulmuştur. Diğer şirket davaları, konuyla ilgili içtihadı ilerletmek adına bu kararı alıntılanmamıştır. *Dodge v Ford Motors* davasına, Amerikan Birleşik Devletleri ikincil literatüründe 800’den fazla alıntı yapılmıştır; fakat federal mahkemeler ve sonraki eyaletler için sadece altmış sekiz kez, Delaware vakalarında sadece üç kez kullanılmış ve hiç kurumsal amaçlı kritik bir meselede kullanılmamıştır. Davalar, *Dodge* ve *Ford Motors*’a nazaran, Delaware’ın kurumsal amaçlardaki içtihadının bir parçasıdır. Bkz. Melon, s. 25.

nülmektedir⁷⁵. *Strine*'in Dodge ve eBay'den bahsedip bunu tartışmakta, ancak bu tartışma, pay sahibi önceliği ile ilgili akademik literatür tarafından desteklen politika yüklü bir iddiayı noktalamaktadır⁷⁶.

Nitekim pay sahibi önceliğinin yasal statüsünün tartışılabilirliği, *Lynn Stout* ve *Stephen Bainbridge* arasında yapılan popüler bir medya tartışmasında da ortaya konulmuştur. *Stout*, şirketler hukukunun kârı en üst düzeye çıkarmayı *yasal bir görev olarak şart koşmadığını* iddia etmektedir⁷⁷. Ancak *Bainbridge*, pay sahibi önceliğinin Dodge'den bu yana *yasa (law) haline geldiğini* savunmaktadır⁷⁸. *Rhee* ise pozitif hukuktaki temel sorunun, aslında bu iki isim yapmış yazarın konumlarının, ilk görünüşte birbirine zıt olmasına bağlamakta, bu zıtlığın probleme yol açtığını düşünmektedir⁷⁹.

Smith ve *Rönnegard*, pay senetlerinin genel olarak pay sahiplerine oy hakkı vermesinden dolayı, bu hakkın onlara yönetim kurulunu seçme ve azletme yetkisini verdiğini düşünmekte, dolayısıyla şirketin yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerinin çıkarlarını temsil eden bir vekil gibi hareket ettikleri ve görevlerini yerine getirmezlerse azledilebileceklerini belirtmektedir⁸⁰. Bu görüş, pay sahiplerinin, bir müvekkil-vekil ilişkisinin yasal nitelendirmesi açısından doğrudan bir kontrol türüne sahip bulunmadıklarını, ancak bu nitelendirmenin daha genel olarak yapılması için yeterli dolaylı kontrole sahip olduklarını savunmaktadır. Dolayısıyla *Smith* ve *Rönnegard*, pay sahiplerinin yönetim kurulunu seçme ve ücretlerini belirleme hususlarındaki oy kullanma haklarının yasal gücünün, pay sahibi önceliği modelini mahkemede savunulması gereken bir hukuk ilkesi olarak değil, sosyal

⁷⁵ Rhee, s. 1965-1966.

⁷⁶ Bkz. Strine, s. 146-155.

⁷⁷ Stout, Lynn; "Corporations Don't Have to Maximize Profits", **The New York Times**, April 16/2015, kaynak: www.nytimes.com/, e.t.: 01.04.2020.

⁷⁸ Bainbridge, Stephen; "A Duty to Shareholder Value", **The New York Times**, April 16/2015, kaynak: https://www.nytimes.com, e.t.: 01.04.2020.

⁷⁹ Rhee, s. 1966.

⁸⁰ Smith/ Rönnegard, s. 468.

bir norm olarak devam ettirmeye yardımcı olduğunu iddia etmektedir⁸¹.

Özel sektör liderleri, en iyi değişikliklerin şirketlerin gönüllü olarak yaptıkları değişiklik olduğunu iddia etmektedirler⁸². Geçtiğimiz yılda çok büyük sermayeli Amerikan şirketleri toplu olarak yeni bir şirketin amacına ilişkin beyan sözleşmesini imzalamıştır⁸³. Beyan, hem tüm paydaşlara (müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, topluluklar dâhil) karşı temel bir taahhüdü paylaşmak adına hem de pay sahipleri için uzun vadeli değer üretmek adına oluşturulmuştur.

İlk olarak teklif, yönetim kurulu üyelerinin kararlarını verirken, bu kararların pay sahiplerinin yanı sıra çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve daha geniş kitleler olmak üzere, birden fazla paydaş grubunun üzerindeki etkisini de açıkça göz önünde tutmaları gerektiğini konu almaktadır⁸⁴.

Görülmektedir ki pay sahibi önceliği, yönetim kurulu odaları içinde kırk yıldır baskın bir ideoloji olmasına rağmen, bu modelin yasadaki yeri hususunda şüpheler bulunmakta ve "olumsuz dışsallıklar" için ödeme yapmak zorunda olan diğer paydaşların varlığını (işçiler, toplumda yaşayan insanlar,...) tamamen yok saymaktadır⁸⁵. Dolayısıyla birtakım reformlarla birlikte pay sahibi önceliği modeli terk edilmeye çalışılmaktadır.

⁸¹ Smith/ Rönnegard, s. 469.

⁸² Palladino, s. 323.

⁸³ Business Roundtable (2019) Statement on the Purpose of the Corporation, Kaynak: <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/12/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures.pdf>, erişim tarihi: 02.04.2020.

⁸⁴ Palladino, s. 325.

⁸⁵ Palladino, s. 322.

C. İngiliz Hukukundaki Uygulama

1. Modelin Tarih İçindeki Yeri

Pay sahibi önceliği modeli ilk olarak, Amerika'nın yanında İngiltere'nin de kullandığı ortak hukuk (common law) sistemlerinde görülmüştür⁸⁶. Zira bu sistemlerde, şirket faaliyetlerinin temel hedefi olarak pay sahibi değerinin maksimizasyonu yaygın kabul görmektedir⁸⁷.

Burada cevaplanması gereken soru, pay sahibi önceliğinin 2006 Şirketler Yasası öncesinde İngiliz şirketler hukukunda yasal bir norm oluşturup oluşturmadığıdır. Karışıklığın, ortaklık ilkelerinin (partnership principles) şirketler hukukuna tarihsel olarak uygulanmasından kaynaklandığı düşünülmektedir⁸⁸. Pay sahibi önceliğinin sonucu olarak yönetim kurulu üyelerine, pay sahiplerine adeta şirketin kendisiymişçesine hesap vermekle yükümlü birer vekil (trustee) muamelesi yapılmaktaydı. Bu görüş, pay sahiplerine şirket ile eşanlımlı muamele eden on dokuzuncu yüzyıl ortaklık ilkelerinden türetilmişti. İngiliz şirketler hukukunun kökeni, ortaklık (partnership) hukukundan on dokuzuncu yüzyıl anonim şirket hukukuna kadar uzanmış ve bu yüzyılın ikinci yarısına kadar, anonim şirket hukuku, ortaklık yasasının bir tamamlayıcısı olarak muamele görmüştü. On dokuzuncu yüzyılda, anonim şirketlere ortaklık hukukunun tamamlayıcısı muamelesinde bulunulurken, pay sahipleri, iş ortakları olarak, şirket varlıklarının sahibi şeklinde görülmüş ve onların şirketin kontrol ve yararına ilişkin yetkilerinin işletme için gerekli ve yasaya uygun olduğu belirtilmişti⁸⁹. Ancak bu yüzyılın son dönemlerinde, İngiliz şirketler hukukunda yeni yasalarla birlikte değişiklikler yapılmış ve böylelikle diğer menfaat sahipleri lehine, Amerikan uygulamasından daha farklı bir yol izlenmiştir.

⁸⁶ Smith/ Rönnegard, s. 465.

⁸⁷ Collison, David/ Cross, Stuart/ Ferguson, John/ Power, David/ Stevenson, Lorna; **Shareholder Primacy in UK Corporate Law: An Exploration of the Rationale and Evidence**, ACCA, London 2011, s. 7.

⁸⁸ Mukwiri, Jonathan; "Myth Of Shareholder Primacy In English Law", **European Business Law Review**, Vol.: 24, Iss. 2, 2014, pg. 217-241, s. 219.

⁸⁹ Mukwiri, s. 219.

Pay sahibi önceliğinin detaylı analizi yapıldığında, bu konuda İngiltere ile Amerika arasında bir ayırım yapılması, iki sistemin de önemli ölçüde farklılık gösterdiği gözlemlendiğinden bir gerekliliktir. Zira pay sahiplerini doğrudan şirketin sahibi olarak görme fikri, zamanla İngiliz şirketler hukukuna yabancı hale gelmiştir. Bu durum, kendini özellikle Amerika'da pay sahibi değeri maksimizasyonunun radikal hale geldiği dönemlerde, İngiltere'de şirkette pay sahibi bulunmayan paydaş çıkarlarının da dikkate alınması gerektiğini içeren *aydınlanmış pay sahibi yaklaşımı (enlightened shareholder approach)* diye adlandırılan bir kavramın ortaya atılmış olmasında gösterir⁹⁰.

Örneğin İngiltere'de 2006 Şirketler Yasası öncesinde, pay sahibi önceliğinin pozitif bir hukuk meselesi olmadığı ve aynı zamanda paydaş oryantasyonunu da içermediği düşünülmekteydi⁹¹. Daha sonradan açık bir şekilde yöneticilere, birçok paydaşın çıkarlarını dikkate alması gerektiği yönünde bir yasa yapılması öngörülmüştür. 1985 Şirketler Yasası, yönetim kurulu üyelerinin şirket için görevlerini yerine getirirken şirket çalışanlarının çıkarlarını da dikkate almak zorunda olduklarına işaret etmiş ve bunun şirkete karşı borçlu olduğu bir vekâlet görevi gibi kabul edilmesi gerektiğini vurgulamıştır⁹². Ancak kurulların görevini yerine getirirken, pay sahiplerinin yanında işçilerin çıkarlarını da dikkate almasını öngören 1985 tarihli Şirketler Yasası'nda, çalışan temsilcilerine bu hakkı uygulamak için yasal bir taraf ehliyeti verilmemiştir⁹³. Ayrıca 2006 Şirketler Yasası yürürlüğe girmeden önce, 2005 senesinde ve 1985 Şirketler Yasası altında tanımlanan *zorunlu çalıştırma ve finansal denetleme* de 8 ay sonra yürürlükten kaldırılmıştır⁹⁴.

⁹⁰ Mélon, s. 17.

⁹¹ Mukwiri, s. 221.

⁹² Bkz. Companies Act 1985, Part IX: A Company's Management; Directors and Secretaries; their Qualifications, Duties and Responsibilities, Section: 309. Kaynak: <http://www.legislation.gov.uk/>, e.t.: 06.04.2020.

⁹³ Mélon, s. 18.

⁹⁴ Rowbottom, N./ Schroeder, M. A. S.; "The Rise And Fall Of The UK Operating And Financial Review" **Accounting Auditing & Accountability Journal**, Vol.: 27, Iss.: 4, April 2014, pg.: 655-685, s. 667.

Daha sonradan 2006 Şirketler Yasası'nın bir bölümünde (Section 172/1), *aydınlanmış pay sahibi değeri* kavramı, yöneticilerin şirketin başarısını artırmada dikkate almaları gereken detaylı olmayan faktörlerin listesi ile birleştirilmiştir. Hükümde, basitçe mevcut yasa ve modern şirketler uygulamaları yansıtılmış ve kurumsal sosyal sorumluluk için bir rehberlik sağlanmıştır. Bu hükümde, yönetim kurulu üyelerinin ayrıca tedarikçiler, müşteriler, topluluk ve çevre gibi diğer paydaşların çıkarlarını da dikkate alması gerektiği düzenlenmiştir⁹⁵. Dolayısıyla yönetim kurulu üyelerine hala sadece pay sahiplerine karşı vekâlet görevleri olduğu halde, artık daha geniş bir paydaş çevresinin çıkarlarını da göz önünde bulundurma yükümlülüğü getirilmiştir⁹⁶.

Bu gelişmelerle birlikte İngiltere'de, yöneticilerin pay sahibi olmayanların çıkarlarını dikkate alma kararına getirilen yasal kısıtlamalar önemli ölçüde ortadan kaldırılmış, pay sahibi önceliği modeli iş adamı kararı ilkesi ve son yasal hükümler tarafından yumuşatılmış, yöneticilerin karar almalarında pay sahibi olmayan paydaş gruplarını da gözetmelerine açıkça izin verilmiştir⁹⁷.

Dolayısıyla bugün İngiltere şirketler hukukunda, şirketin çıkarlarına karşı iyiniyetle hareket eden yöneticilere yönelik yasal bir ilke

⁹⁵ Bkz. Companies Act 2006, değişen yasa maddesi: Section 172/1. Bu maddeye göre, bir şirketin yönetim kurulu üyesi, iyiniyetle hareket ederek, daha çok üyelerinin bir bütün olarak yararına olacak şekilde şirketin başarısını teşvik etmelidir. Bunu yaparken de (diğer hususların yanı sıra), herhangi bir kararın uzun vadede muhtemel sonuçlarını, şirket çalışanlarının çıkarlarını, şirketin tedarikçiler, müşteriler ve diğerleriyle olan ticari ilişkilerini geliştirme ihtiyacını, şirket faaliyetlerinin topluluk ve çevre üzerindeki etkisini, şirketin yüksek standartlarda iş yapmasını koruması konusundaki isteğini ve şirket üyeleri arasında adil davranma ihtiyacını gözetmesi ve koruması gerekmektedir. Kaynak: <http://www.legislation.gov.uk/>, e.t.: 06.04.2020.

⁹⁶ Smith/ Rönnegard, s. 467.

⁹⁷ Smith/ Rönnegard, s. 467. Sonuçta 2006 tarihli Şirket Yasası ile birlikte, bir yönetim kurulu üyesinin düşünürken iyiniyetle hareket etmesi gerektiği düzenlenmiştir. Bu durum da yönetim kurulu üyelerinin pay sahipleri yanında ayrıca çalışanlar, topluluk ve çevre dahil olmak üzere bir dizi diğer menfaati "dikkate alması" gerektiğini ortaya çıkarmaktadır. Böylece bu yöntem, büyük olasılıkla şirketin bir bütün olarak üyelerinin yararını gözetmesindeki başarıyı destekleyecektir. Bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 7.

geçerli olup, şirket hukukunda pay sahibi önceliği kavramının yeniden kavramsallaştırılması, zorunlu yasal bir ilke olarak belirlenmesi hususu tartışmaya açık bir şekilde yeniden gündeme gelmektedir⁹⁸. Bu ilke altında, kurullar, pay sahiplerinin çıkarlarının daha iyiye taşınması için farklı paydaşların rekabet eden çıkarlarını dengeleyebilmektedir.

2. Etkilenilen Görüşler ve Davalar

Pay sahibi önceliği ve buna bağlı olarak pay sahibi maksimizasyonu konuları, İngiltere bağlamında, 2006 Şirketler Yasası'nın ortaya çıkmasına kadarki süreçte açıkça ele alınmıştır. Bu süreç, Mart 1998'de başlayan, Haziran 2001'de nihai raporu yayınlanan ve yeni yasanın Kasım 2006'da yasalaşmasına kadarki çeşitli meclis aşamalarında da devam etmiş olan Şirket Hukukunun Gözden Geçirilmesi'ni (Company Law Review (CLR)) içermektedir⁹⁹. CLR'de, *şirketlerin kimlerinin çıkarlarına göre yönetilmesi gerektiği* sorusu, bir nevi merkez sorusu olarak ele alınıp, buna ilişkin açıklamalarda bulunulmuştur.

Bu nedenle, CLR raporunda açıklanan araştırma projesinin amacı, İngiltere'de geleneksel iş hedefi için pay sahibi değeri maksimizasyonunun mantığı incelemektir. Proje, 2006 Şirketler Yasası'na yol açan ve pay sahibi önceliğinin İngiltere şirketler hukukunun temel ilkesi olarak sürdürüleceğini belirleyen, İngiltere'deki CLR sürecinin ilgili yönlerinin bir analizini içermektedir. CLR'de asıl soru olarak gündeme getirilen "*Şirketler kimin menfaatine göre yönetilmeli?*"ye cevap olarak iki alternatif ortaya koyulmuştur. Bunlardan biri pay sahibi önceliğine, diğeri de bir dizi paydaşın çıkarlarını dengelemeye dayalıdır. Bu

⁹⁸ Mélon, s. 17-18.

⁹⁹ Bu araştırma projesinin kapsamını, 2006 Şirketler Yasası ile sonuçlanan sürecin incelenmesi ve sonuçlarının değerlendirilmesi oluşturmaktadır. Kullanılan yöntemler, ilgili belgelerin gözden geçirilmesini; CLR'nin iş ortamındaki kapsamının incelenmesi içermekte ve CLR Yürütme Kurulu'nun (CLRSG: CLR Steering Group) üyelerini, diğer CLR çalışma gruplarının üyeleri ve payları borsada kote edilen şirketlerin yönetim kurulu seviyesinde deneyimi olan kişileri de içeren bir dizi ilgili tarafla yapılan görüşmeleri de kapsamaktadır. Bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 7.

iki alternatif, *aydınlanmış pay sahibi değeri* ve *çoğulculuk* olarak tanımlanmıştır¹⁰⁰.

CLR'de taraflarla yapılan görüşmelerde bazı kişiler, yasal ifadelerin yönetim kurulu üyelerinin görevleri üzerindeki önemini sorgulamış ve Amerika ve İngiltere'de pay sahibi değeri söylemlerinin, yasal gerekliliklerden ziyade, finansal piyasalardan kaynaklanan baskıların bir sonucu olduğunu kaydetmişlerdir. Bu nedenlerden dolayı, pay sahibi önceliği yasal çerçevesinin, kendisini özellikle üst düzey yönetici ücretleri ve mali krizde tek bir finansal ölçüye vurgu yapan *finansallaşma* olgusunu içeren *pay sahibi değer söylemine* bıraktığı düşünülmüştür¹⁰¹.

CLR'nin, yönetim kurulu üyeleri için temel hedefin, pay sahiplerinin en iyi çıkarları doğrultusunda şirketin başarısını sağlamak olması yönündeki sonucu, pay sahibi önceliği için açık bir destek olmuştur¹⁰². Ortaya çıkan 2006 Şirketler Yasası, yönetim kurulu üyelerinin iyiniyetle hareket ederek büyük olasılıkla şirketin başarısını bir bütün olarak üyelerinin yararına desteklemesini ve bunu gerçekleştirirken ayrıca çalışanlar, topluluk ve çevre de dahil olmak üzere bir dizi diğer menfaati bulunanların çıkarlarını da dikkate almaları gerektiğini vurgulamaktadır¹⁰³.

CLR gibi yasal çalışmalara ilişkin fikirlerin yanında, pay sahibi önceliği modelinin ve pay sahibi değerinin fikirselleştiklerini içeren tartışmalara, tarihsel ve genel olarak bakıldığında, önde gelen birta-

¹⁰⁰ Bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 5.

¹⁰¹ Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 6.

¹⁰² "Pay sahiplerinin korunması için tasarlanan yasaların sadeleştirilmesi ile ilgili olarak Gözden Geçirme Grubu, tüm kısıtlama ve yasakların pay sahiplerinin rızasıyla geçersiz kılınabilmesi gerektiğini kabul eder. Yasal olan belirli bir hareket tarzı için oybirliği ile pay sahibi desteği varsa, sadece pay sahiplerini korumak için tasarlanmış yasal ve ortak hukuk kurallarının bir kenara bırakılması için her türlü gerekçe vardır.", kaynak: CLRSG 2001, <http://www.clrg.org/>, e.t.: 14.04.2020, s. 41.

¹⁰³ Bkz. 2006 Şirketler Yasası, 10. Bölüm, 172/1. kaynak: <http://www.legislation.gov.uk/>, e.t.: 15.04.2020.

kım yazarların iki geleneği birbirinden ayırdığı ve bu teorilere göre fikir ortaya attıkları görülmektedir¹⁰⁴:

Bunlardan ilki, 1920'lerden 1930'lara kadar hüküm sürmüş gelir sahibi ve finansör ikilisine ilişkin getirilen *reformcu liberal kolektivist eleştirisidir*. Bu düşünce, sahiplenme ve kontrolün ayrılması¹⁰⁵ sonucu pay sahibinin yasal durumunu ve mülkiyet haklarının pasif sahiplere yayılıp yayılmayacağını göz önünde tutmaktadır. *Berle ve Means'in The Modern Corporation and Private Property* isimli çalışmalarındaki katkıları, her ne kadar tek başına ortaya çıkmamış olsa da sık sık bu geleneğin taslak metni, yani ilham kaynağı olarak tanımlanmıştır.

İkincisi ise 1980'lerde *vekâlet teorisinin* ortaya çıkışıdır. Daha önce de belirtildiği gibi, vekâlet teorisinin bakış açısı, pay sahibinin önceliğini yeniden tesis etmeyi amaçlamasıdır. Özellikle *Jensen ve Meckling* (1976) ve *Fama'nın* (1970, 1980) çalışmaları ile ilişkilendirilse de, *Coase* (1937, 1960), *Demsetz* (1967), *Alchian* (1965, 1969) ve *Manne'nin* (1962, 1965) önceki katkıları, bu geleneğin gelişimi için çok önemli olmuştur.

Liberal kolektivist eleştiriye bakıldığında, 1930'ların başında *Adolf A. Berle* ve *E. Merrick Dodd* arasında, yönetimin rolü ve pay sa-

¹⁰⁴ Açıklanan iki teoriye (liberal kolektivist eleştiri ile vekâlet teorisi) ilişkin, aşağıda verilen örnekler ve ayrıntılı açıklamalar hakkında bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 12.

¹⁰⁵ Sahiplenme ve kontrol ayrımı (separation ownership and control) ve pay sahibinin sahiplenmesi (the shareholder ownership) de üzerinde durulması gerekli bir diğer husustur. Zira pay sahibi önceliği modeli için gerekli argümanlardan birisi de pay sahibinin sahiplenmesiydi. Hukukçu olmayan çevre, pay sahiplerini şirketin sahipleri gibi görmekteydi ve bu bakış açısı aslında batı kapitalizmi öğretisinin bir temeliydi. Ayrıca, şirket hukukunun "... pay sahiplerinin şirketin sahibi olduğu ve yönetim kurulu üyelerinin ise sadece şirketi işlettiği..." ilkesinin unutulduğu da ileri sürülmekteydi. Bu görüş, İngiltere Cadbury Komitesi raporunda bu komite tarafından da kabul edilmiştir. Pay sahibinin sahiplenmesi ilkesi, ekonomi çevresi açısından sıklıkla desteklenmektedir. Genel olarak, şirketin sahiplerinin, yani kontrol haklarının belirlenmesi koşulunu yerine getirmek için temel bir kriter vardır. Pay sahiplerinin bu haklara sahip olduklarını kanıtlamaları durumunda, şirketin sahibi oldukları ve dolayısıyla şirketin, pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmesi gerektiği yönünde şüphe olmayacaktır. Kaynak: www.lawteacher.net, e.t.: 13.04.2020.

hiplerinin bilinen karşılıklı hakları (celebrated exchange rights) ile ilgili modern görüşler söz konusu olabilmektedir.

Macintosh şunu ifade etmektedir¹⁰⁶: “*Berle bir şirketin yönetiminin sadece pay sahiplerine karşı sorumlu tutulabileceğini savundu. Oysa Dodd, şirketlerin faaliyet gösterdikleri kimseler ve kendi pay sahipleri olmak üzere her iki topluma karşı sorumlu olduğunu ele almıştır.*”

Pek çok açıdan, bu öncü kişiler tarafından önerilen çözümler, bugün literatüre nüfuz eden pay sahibi ile paydaş tartışmalarının habercisi olarak görülebilir¹⁰⁷. *Macintosh*, bu akademisyenler tarafından önerilen farklı çözümlere rağmen, kendilerinin analizlerini destekleyen varsayımların birbirleri ile oldukça uyum içinde olduğunu ifade etmektedir¹⁰⁸.

Özellikle *Berle* ve *Dodd*, şirket yönetiminin sahiplenme ve kontrolün ayrılmasına yol açtığını kabul etmiştir ve bunun da şirketlerin yasalarca sorumlu tutulmasını ve yönetimin eylemlerinin şirket ile çıkar ilişkisi bulunan kişiler tarafından kontrol edilmesinin gerektiğini söylemiştir¹⁰⁹. *Dodd*, şirketin kuruluştan sonra ayrı bir tüzel kişilik haline gelmesinden dolayı pay sahiplerinin toplanması olarak değerlendirilemeyeceğini, bu nedenle yönetim kurulu üyelerine, pay sahipleri için vekil olmak yerine şirket için vekil olmalarını göz önünde tutmaları tavsiyesinde bulunmuştur. Bu bağlamda, şirketlerin geniş sosyal sorumlulukları olan ekonomik kurumlar olduklarını ve bu nedenle topluma karşı sorumlu tutulmaları gerektiğini savunmuşlardır. Benzer şekilde yönetimin sorumsuzluğu ile ilgili olsa da *Berle*, çözümlün yönetimin pay sahiplerine verdiği vekâlet görevlerinin güçlendirilmesinde yattığını savunmuştur. *İreland*, *Berle'nin* düşüncesinin, ilke nedenleri ile değil, daha ziyade yöneticilerin *kendi yuvalarını yumuşatmasını önlemenin* başka bir yolu görülemediği için harekete geçi-

¹⁰⁶ Macintosh, John C.C.; “The Issues, Effects and Consequences of the Berle–Dodd Debate”, 1931–2’, **Accounting, Organizations and Society**, Vol.: 24 Iss.: 2, 1999, pg.: 139–153, s. 139.

¹⁰⁷ Bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 12-13.

¹⁰⁸ Macintosh, s. 146-147.

¹⁰⁹ *Berle* ve *Dodd*’un düşüncelerinin yorumlanması hakkında bkz. Macintosh, s. 144.

rilmediğini iddia etmiştir¹¹⁰. Nitekim *Macintosh ve Ireland, Berle'nin* bu tartışma içindeki konumunun zaman içinde değiştiğini ve daha sonraki çalışmalarda *Dodd'un* görüşlerinin geçerliliğini kabul etmeye başladığını belirtmişlerdir¹¹¹. *Macintosh, Berle'nin* düşüncelerindeki değişimin 1950'lerde belirginleştiğini öne sürerken¹¹²; *Ireland, Modern Şirket ve Özel Mülkiyet'in* (The Modern Corporation and Private Property), 1932'nin sonlarında yayınlanmasının ardından Berle'nin kendi bakış açısının değişmeye başladığını ileri sürmüştür¹¹³. Özellikle bu metnin sonuç bölümünde oldukça açık bir şekilde, topluluğun gelir sahiplerinin pasif mülkiyet haklarının üstündeki çıkarları savunulmuştur¹¹⁴. Örneğin, *Berle ve Means* şunları ifade etmiştir¹¹⁵:

“Kurumsal sistem hayatta kalacaksa, büyük şirketlerin “kontrolünün” tamamen tarafsız bir teknokrasiye dönüşmesi ve toplumdaki çeşitli grupların çeşitli çıkarlarının dengelemesi ve gelir akışının her bir kısmına özel hırsların olmadığı kamu politikası temelinde tahsiste bulunulması oldukça gerekli görünmektedir.”

Liberal kolektivist eleştiriden sonra, görüşlerle beraber değerlendirilmesi gereken bir diğer konu da vekâlet teorisidir. Günümüzdeki yaygın finans akışında pay sahiplerine öncelik verilmesi, *Jensen ve Meckling ve Fama'nın* etkili çalışmalarının bir sonucudur¹¹⁶. Bu finansal piyasa teorisyenleri, pazarın disiplin rolünü vurgulamış ve isteğe bağlı yönetim hedeflerinin pay sahiplerinin finansal çıkarları arasında olmadığı iddiasında bulunmuşlardır¹¹⁷. *Ireland'a* göre,

¹¹⁰ Ireland, Paddy; “Defending the Rentier: Corporate Theory and the Reprivatization of the Public Company”, (Ed.: John Parkinson, Gavin Kelly, Andrew Gamble), **The Political Economy of the Company**, 2001, pg.: 141-173, s. 149.

¹¹¹ Bkz. Ireland, s. 150.; Macintosh, s. 146.

¹¹² Macintosh, s. 146.

¹¹³ Ireland, s. 150.

¹¹⁴ Ertürk, İsmail/ Froud, Julie/ Johal, Sukhdev/ Leaver, Adam/ Williams, Karel; **Financialization at Work**, Routledge, 2008, s. 47.

¹¹⁵ Berle, Adolf A./ Means, Gardiner G.; **The Modern Corporation and Private Property**, New York: Macmillan, 1932, s. 313.

¹¹⁶ Görüşler ve açıklamalar için ayrıca bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 13.

¹¹⁷ Ertürk/ Froud/ Johal/ Leaver/ Williams, s. 30.

vekâlet teorisinin fikirsel kökeni, hukukun ve ekonominin kurucu isimlerinden olan *Henry Manne'nin* eseri ile ayrılmaz bir şekilde bağlantılıdır¹¹⁸. *Manne*¹¹⁹ özellikle *Berle ve Means* tarafından bilgilendirilenlerin, pay sahiplerinin sadece adil bir gelir elde etmelerine odaklanması ve diğer paydaşların çıkarlarının da göz önünde bulundurulması gerektiğini savundukları şirketler hakkındaki modern bakış açıları hususundaki endişelerini dile getirmiştir. *Manne'nin* en önemli katkılarından biri piyasaların, özellikle sermaye piyasalarının disiplin rolünü vurgulamak olmuştur¹²⁰. *Manne*, memnun olmamış pay sahiplerinin hisselerini satabildiklerini, bu durumun da şirketin hisse fiyatında bir düşüşe ve potansiyel olarak yönetimin azledilmesine yol açabileceğini iddia etmiştir¹²¹. Bu bağlamda *Manne*, yöneticinin çıkarlarının pay sahiplerinin çıkarlarıyla tutarlı olması ile sonuçlandırmakla birlikte, gelir sağlayan pay sahiplerinin dışsallaştırmasını pozitif bir etkiye dönüştürmüştür¹²².

Manne'nin piyasa disiplininin ekonomik verimliliği sağlayacağı iddiasından yola çıkarak, hem *Demsetz* hem de *Alchian*, tüm davranışları mülkiyet hakları sistemine bağlayarak pay sahibi değerini maksimize etme fikrini geliştirdiler¹²³. Bu görüşe göre¹²⁴:

“Pay sahiplerinin kalan hakları, ilgili disiplin mekanizmalarını aktive etmeleri için uygun bir teşvik oluşturmaktadır... Pay sahipleri, en son sırada, ancak ihtiyaç fazlası için sınırsız bir hakka sahip olduklarından ve en yüksek kalitede performanstan en iyi şekilde yararlandıklarından, yöneticileri kâr

¹¹⁸ Ireland, s. 152 vd.

¹¹⁹ Bkz. Manne, H.G.; “The Higher Criticism of the Modern Corporation”, **Columbia Law Review**, Vol.: 62, 1962, pg.: 399–432, nakleden: Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 13.

¹²⁰ Ireland, s. 152.

¹²¹ Bkz. Manne, H.G.; “Mergers and the Market for Corporate Control”, **Journal of Political Economy**, Vol.: 73 1965, nakleden: Ireland, s. 152.

¹²² Ireland, s. 153-154.

¹²³ Aglietta, Michel/ Reberioux, Antonie; **Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value**, Edward Elgar Publishing, 2005, s. 28.

¹²⁴ Nakleden: Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 13.

maksimizasyonu hedefine itmek için güçlü bir nedenleri vardır.”

*Collison, Cross, Ferguson, Power ve Stevenson*¹²⁵, kâr maksimizasyonu hedefini, görünüşte şirketlerin kendi kârlarını maksimize etmeye çalıştıklarından toplumun toplam servetinin maksimize edilmesine katkıda bulunduğu yönündeki temelinde haklı olduğunu düşünmektedir. Yazarlar, bu kalıcı haklar perspektifine göre pay sahiplerinin, kâr maksimizasyonunun sürdürülmesini sağlamada kilit bir disiplin rolü oynadıklarını, yönetime karşı dengeleyici bir güç olarak hareket ettiklerini ve böylece toplumun refahını sağlamanın en iyi hale getirilmeye çalışıldığını ifade etmektedir.

Ertürk, Froud, Johal, Leaver ve Williams'a göre, vekâlet teorisi, basit bir asil-vekil kavramının şirketin *sözleşme bağı* teorisine düzgün bir şekilde bağlanması yoluyla ortaya atılmış, bu fikirsel bağlamdan meydana gelmiştir¹²⁶. Vekâlet teorisi, *Berle ve Galbraith'in* popüler liberal kolektivist görüşlerine karşı daha köklü bir muhalefetti¹²⁷. Artık haklara ilişkin düşünceleri destekleyen *Demsetz ve Alchian'ın* aksine *Jensen, Meckling ve Fama*, şirketlerin sadece “bireyler arasındaki

¹²⁵ Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 13.

¹²⁶ Ertürk/ Froud/ Johal/ Leaver/ Williams, s. 84. İngiliz şirketinin arkasındaki teorik kavrayış, sözleşmeler birliği teorisidir (nexus of contracts theory). Sözleşmeler birliği teorisine göre, şirket sadece pay sahipleri arasında özel bir iştir. Basitçe, içinde barındırdığı pay sahipleri tarafından yeniden müzakerelere edilen ve asıl amacı, tahsis, üretkenlik ve dinamik verimlilik yoluyla kendi karlarını ve faydalarını ve şirketin piyasa değerini maksimize etmek olan sözleşmeler birliğidir. Bu bağlamda pay sahipleri şirketin tek üyesi olup, şirketler, “bireyler arasındaki sözleşme ilişkilerinin bir bağlantısı olarak hizmet eden yasal kurgulardır” ve bu nedenle herhangi bir sosyal kaygıdan yoksun, sadece özel bir meseledir. Dolayısıyla İngiliz şirketinin kuruluş teorisi, bir işletme olarak şirketin sadece özel sözleşme ilişkilerinin bir koleksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Bkz. Koutsias, Marios; “Shareholder Supremacy in a Nexus of Contracts: A Nexus of Problems”, **Business Law Review**, Vol.: 38 Iss.: 4, 2017, pg. 136-146, s. 136. . Bu teori, şirketin gönüllü ve pazar odaklı yapısına işaret etmek ve bir kurumun sahip olduğu her şeyi devlete borçlu olduğu düşüncesini reddetmek içindir. Teori ayrıca, şirketler hukukunun mevcut durumunu korumak için bir gerekçe olarak kullanılır. Bkz. Grant, M. Hyden/ Bodie, Matthew T.; “The Uncorporation And The Unraveling Of “Nexus Of Contracts” Theory”, **Michigan Law Review**, Vol.: 109, Iss.: 6, 2011, pg. 1127-1144, s. 1127.

¹²⁷ Bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 14.

sözleşmeyi kolaylaştırmak için bir araç olduğunu” iddia ederek *sahiplenme (ownership)* kavramını reddetmiştir. *Fama'ya* göre, pay sahiplerinin sermayeye katkılarının bulunmasına karşın, bu durum şirketin sahiplenilmesi (firm ownership) ile karıştırılmamalıdır. Asilin, vekilin faaliyetlerini kontrol etme ve yönetme gücünü elinde tuttuğu varsayımı ile pay sahibi (asil) ile yönetici (vekil) arasındaki ilişkiyi tanımlamak için *vekâlet ilişkisi* kavramı getirilmiştir¹²⁸. Vekâlet maliyetlerini (pay sahiplerinin finansal çıkarlarında yer almayan, yönetim kararlarından kaynaklanan pay sahiplerine verilen zararı) azaltmak için, pay sahipleri, gözetim ve teşvik mekanizmaları yoluyla yöneticilerin çıkarlarını kendi çıkarlarıyla uyumlu hale getirmeye çalışacaklardır¹²⁹.

Daha önceden de belirtildiği gibi, vekâlet teorisi yönetim kurulu üyelerinin kişisel zenginliklerine engel olup, yönetim kurulu üyelerinin çalışmalarını kontrol etmek için daha büyük pay sahibi denetimini üretmekte, vekâlet maliyetlerini azaltmakta ve yönetim kurulu üyelerinin çalıştığı şirketin idaresinden tamamen sorumlu olduklarını garanti etmektedir. Ancak buna rağmen, yargısal içtihatla bu teorinin pek desteklenmediğine rastlanılmaktadır. Örneğin, Lonrho Ltd. ile Shell Petroleum Co Ltd.¹³⁰ ve Pascoe Ltd. ile Lucas¹³¹ davalarının ikisi de yönetim kurulu üyelerinin görev ve yetkilerini şirketlere borçlu olduğuna işaret etmektedir.

Nitekim Birleşik Krallık 2006 Şirket Yasası da (170/1) yöneticilerin görevlerini şirketlere borçlu olduklarını açıkça belirtmektedir. Bu gerçeğe ek olarak, ortak hukuk yargılarına dayanan İngiliz hukukunda, yönetim kurulu üyelerinin vekâlet görevlerinin doğrudan pay sahiplerine değil, şirketlere borçlu olduğu yaygın olarak kabul edilmektedir. En iyi örnek, Dawson International ile Coats Paton (No. 1) dava-

¹²⁸ Aglietta/ Reberioux, s. 29.

¹²⁹ Görüşler ve açıklamalar için ayrıca bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 14.

¹³⁰ Dava bilgileri ve açıklaması için bkz. Keay, Andrew; **Board Accountability in Corporate Governance**, First Published, Routhledge, 2015, s. 79 ve dn.

¹³¹ Açıklamalar için bkz. Cassidy, Julie; **Concise Corporations Law**, Fifth Edition, The Federation Press, 2006, s. 221.

sında verilen: "...Yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerine karşı genel anlamda bir vekâlet borcu (fiduciary duty) bulunmamaktadır..." ifadesidir¹³². Aynı zamanda Brunninghausen ile Glavanics'in temyiz davasında, mahkemenin üzerinde durduğu "...Bir yönetim kurulu üyesinin vekâlet görevlerini pay sahiplerine değil, şirkete borçlu olduğuna dair genel prensip şüphesiz doğrudur..." ifadesi de yer almaktadır. Dolayısıyla buradan, yönetim kurulu üyelerine pay sahiplerine karşı vekâlet görevi verilmiş olsa bile, bu kimselerin pay sahiplerinin her konuda çıkarlarını gözetmek zorunda olmayacakları ve şirketi yönetirken pay sahiplerine karşı sadece dolaylı sorumlulukları borçlanacakları yönünde bir sonuç çıkmaktadır¹³³.

Etkilenilen tüm görüş ve davalardan hareketle, *Smith* ve *Rönnegard*, bir makalelerinde, günümüzde pay sahibi önceliğinin Amerika'da olduğu gibi İngiltere'de de (yani ortak hukuk sistemlerinde) bir norm haline geldiğini ifade etmekte; ancak bu modelin yazılı hukukta bulunmayıp daha ziyade mahkeme kararları tarafından kaynaklanan bir norm olduğunu ileri sürmektedir¹³⁴.

Armour, *Deakin* ve *Konzelmann*, İngiltere'de kurumsal yönetim hareketinin paydaş modeline geçişi için kanıt olarak kullanılan kurumsal yeniden yapılandırma modelini ve beraberindeki AB zorunlu çalışan bilgilendirme ve danışma sürecini örnek olarak kullanmakta¹³⁵, *Mukwiri* ise kurumsal yeniden yapılanmanın günümüz işini temsil etmediğini ve çalışanların ek koruması esasına dayandığını düşünmektedir¹³⁶.

¹³² Davanın açıklaması için bkz. Verma, Vivek Kumar; "Do Directors Owe Fiduciary Duty To Shareholders?", 2017, kaynak: www.indiancaselaws.wordpress.com, e.t.: 14.04.2020.

¹³³ Davalara ilişkin açıklamalar ve bilgilendirmeler için bkz. kaynak: <https://www.lawteacher.net/free-law-essays/business-law/chapter-shareholder-primacy-theory-summary-law-essays.php#ftn9>, e.t.: 13.04.2020.

¹³⁴ *Smith/Rönnegard*, s. 465.

¹³⁵ *Armour*, *John/ Deakin*, *Simon/ Konzelmann*, *Suzanne J.*; "Shareholder Primacy And The Trajectory Of UK Corporate Governance", **British Journal of Industrial Relations**, Vol. 41, September 2003, pg. 531-555, s. 542-545.

¹³⁶ *Mukwiri*, s. 224.

Mélon, aynı şeyin iflas sürecinde pay sahiplerinin hakları için geçerli olduğunu vurgulamakta, bu yüzden AB hukuku etkisi hesaba katılmazsa, aydınlanmış pay sahibi değerini, hala geleneksel pay sahibi önceliği paydaş değer oryantasyonuna kıyasen daha yakın görmektedir¹³⁷. Yazar, AB şirketler hukukunun etkisi altında, İngiltere'deki pay sahibi değeri maksimizasyonunun, Amerika'daki radikal pay sahibi önceliği modelini takip etmediğini, fakat değiştirilmiş veya Avrupalılaştırılmış geleneksel pay sahibi önceliği modelinin bir versiyonunu temsil ettiğini ifade etmektedir. İngiltere'de pay sahibi önceliği şu anda pozitif bir hukuk meselesi olarak durmakta ve aynı zamanda AB hukukundaki paydaş (stakeholder) odaklı görüşlerden etkilenmektedir¹³⁸.

Sonuç itibarıyla *Mukwiri* ve *Mélon'un* dediği gibi, gerek Amerika gerekse İngiltere'de pay sahibi önceliği modeli, pozitif yasa tarafından zorunlu kılınmamıştır ve paradigmanın uygunluğu hususundaki teorik ve deneysel kanıtlar belirsiz görünmektedir¹³⁹. Aslında İngiltere'ye kıyasen Amerika'da pay sahibi önceliği zayıf teorik temeline rağmen daha belirgin ve radikal hale gelmiş, finansal ve ekonomik krizlerin ana nedeni olarak tekrar adlandırılmıştır¹⁴⁰.

III. Pay Sahibi Önceliği Modelinin Türk Hukukundaki Örnekleri ile Küresel Anlamda Şirketlere Etkileri ve Değerlendirilmesi

A. Modelin Türk Hukukundaki Örnekleri

1. Pay Sahiplerine İlişkin Düzenlemeler

Hukukumuzda şirketler hukuku alanında kurumsal yönetim ilkeleri, SPK tarafından 2011'de değişiklik yapılarak yayınlanan ilkeler ve

¹³⁷ *Mélon*, s. 18.

¹³⁸ Bkz. *Mélon*, s. 18-19.

¹³⁹ *Mukwiri*, s. 217-221.; *Mélon*, s. 10.

¹⁴⁰ *Mélon*, s. 19.

ardından yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile birlikte düzenleme alanı bulmuştur. Özellikle şirketlerin yönetim kurulu üyeleri ve müdürleri arasındaki hak ve sorumluluklar tespit edilmiş ve şirketin işlerinde karar merciinin kim olduğu ve neyi gözeterek bu kararları alması gerektiği yönünde düzenlemelere yer verilmiştir. Şirketlerde kararlar alınırken, bunun kontrol edilmesinin, pay sahiplerinin menfaatine bir durum olduğu ortadadır¹⁴¹.

SPK'nın yayınladığı ilkelere, pay sahibi önceliğini de gerektirecek ve çıkarlarını gözetecek birkaç madde yer almaktadır¹⁴². Nitekim bu tebliğde kurumsal yönetim ilkelerinin ilk bölümünü *Pay Sahipleri* başlığı oluşturmaktadır. Bu bölümdeki ilkeler şu şekilde özetlenebilir¹⁴³: Pay sahiplerinin bilgi almaya ilişkin haklarının kapsamının artı-

¹⁴¹ Bkz. Erdem, H. Ercüment, "Kurumsal Yönetim İlkeleri", **Hukuk Postası**, Ekim 2011, kaynak: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/kurumsal-yonetim-ilkeleri>, e.t.: 16.04.2020.

¹⁴² Akbulak, şirketlerde, bilhassa anonim şirketlerin özelliği dolayısıyla bu tür şirketlerde pay sahiplerinin ayrı bir yeri ve önemi olduğunu ifade etmekte, pay sahibini sermayedar olarak ekonomik anlamda şirket malvarlığının mülkiyetine sahip olduğunu ve bunun bir sonucu olarak malvarlıksal hakları olduğu kadar, malvarlıksal haklarının kullanımını sağlamak bakımından yönetsel haklarının da bulunduğunu düşünmektedir. Yazar, pay sahiplerinin şirketler açısından özel bir öneme sahip olmasına rağmen, çeşitli ülkelerin kurumsal ilkelerine bakıldığında, genellikle bilgi alma, genel kurula etkin bir şekilde katılım ve pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulması gibi hususları ele aldığı ve yönetim kurulunun yapısı, hesap verebilirliği ve sorumluluğu konularına da değinildiğini belirtmektedir. Yazar ülkemiz tarafından bakıldığında, pay sahiplerinin kendi haklarını kullanmakta aktif olamadıklarını, şirket yönetimiyle yeterli düzeyde iletişim ve etkileşim içinde bulunamadıkları ve dolayısıyla pay sahiplerinin haklarıyla ilgili düzenlemelerde çeşitli eksiklikler bulunduğunu düşünmektedir. Bu durumun Türk mevzuatı ile OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri arasında bir tezatlık oluşturmaması açısından, SPK'nın 2011 tarihli tebliğinin, bu ilkelere paralel gidecek düzenleme ve önerileri içerdiği söylenebilir. Bkz. Akbulak, Yavuz; "Türk Sermaye Piyasasında Esaslı Bir Devrim: Kurumsal Yönetim İlkeleri", **MÇD**, S.: 108, 2011, ss. 111-138, s. 116. Gerçekten de her ne kadar SPK'nın getirdiği ilkeler ile TTK düzenlemeleri mevcut olsa da özellikle de halka açık anonim şirket gibi çok pay sahipli şirketlerde pay sahiplerinin yönetime katılıp bir şeyleri uyum içerisinde çözmeye çalışmalarına pek imkân bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu tür şirketlerde, Amerika ve İngiltere'de olduğu gibi pay sahiplerinin menfaatleri daha çok korunmaya ve değerleri artırılmaya çalışılmaktadır. Ancak yine de hukuk sistemimiz (Kara Avrupası), Common Law sistemi ile kıyaslandığında, uygulamalarda önemli farklılıklar oluşabilmektedir. Bu hususa ilişkin ayrıntılı açıklama, makalemizin son başlığında verilmiştir.

¹⁴³ Bkz. Zengin/ Altıok Yılmaz, s. 694.; Akbulak, s. 116-117.

rılması, bu hakkın biraz daha aktifleştirilebilmesi için esas sözleşme-
de hüküm bulunması önerisi, bilgi alma talebinin yalnızca ticari sır ve
şirketin çıkarı durumunda yönetim kurulu tarafından kabul edilme-
mesi; soru sorma hakkının açık bir şekilde verilmesi; şirkete özel de-
netçi atanması isteminin bireysel hak gibi kullanılması; şirketin genel
kurul ilanının belirlenmiş genel kurul tarihinden ez az üç hafta önce
mümkün oldukça en fazla pay sahibine ulaşacak şekilde gerçekleştiri-
lmesi, genel kurul toplantı ilanında bulunması zorunlu maddelerin
neler olduğu, şirketin yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme poli-
tikalarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurulda ayrı bir madde ola-
rak görüşülmesi, karşılıklı iştirak ilişkisi halinde olan şirketlerin bir-
birlerinin genel kurullarında oy kullanmaktan kaçınması ve bu hali
kamuoyuna duyurması; bunun dışında genel kurulun etkinliğinin
genişletilip önem arz eden hususların sadece genel kurulda görüşülüp
karara bağlanması doğrultusunda düzenleme yapılması tavsiyesi; oy
hakkının daha işlek hale getirilmesi; oy imtiyazının sınırlandırılması-
na ve payın serbestçe dolaşımına engel olan faktörleri ortadan kal-
dırmaya yönelik ilkelere yer verilmesi; pay sahipliğine ilişkin kayıtların
güvenli bir şekilde tutulması ve periyodik olarak güncellenmesinin
sağlanması.

Yukarıda izah edilen SPK'nın getirmiş olduğu pay sahiplerine özel
kurumsal yönetim ilkelerinin TTK'ya yansımalarına ilişkin olarak da şu
örnekler gösterilebilir¹⁴⁴: Pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakkı-
nın genişletilmesi (m. 437), özel denetçi isteminin bireysel hak haline
getirilmesi (m. 438), azınlık pay sahiplerine yeni haklar verilmesi (m.
411), haklı sebeplerle fesih davası hakkının verilmesi (m. 531), mülga
Ticaret Kanunu¹⁴⁵'nda yer alan şirketin kendi paylarını iktisabının
yasaklanmış olmasına dair hükmün değiştirilmesi (m. 612), finansal
tabloların müzakeresi ve buna bağlı konuların görüşüldüğü genel
kurul toplantısına ilişkin olarak azınlık pay sahiplerine verilmiş top-
lantı ertelenmesini talep etme hakkının daha net bir düzenleme hali-
ne getirilmesi (m. 420), yönetim kurulu yapısı, yetkileri ve sorumlulu-

¹⁴⁴ Bkz. Akbulak, s. 112'deki dn.

¹⁴⁵ 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu, bkz. R.G., T.: 09.07.1956, S. 9353.

ğu ile ilgili getirilen hükümler ve engel nitelikteki bozuklukların giderilmesi, yeni pay alma hakkının sınırlandırılması konusunda genel kurula yetki verilmesi ile hak sahiplerinin koruma altına alınması (m. 461), elektronik ortamda genel kurul toplantılarına katılma imkânının getirilmesi (m. 1527).

Genel kurula katılma ve oy hakkının etkin kullanımının sağlanabilmesi için, pay sahibinin gerek gündem hakkında önceden gerekse ayrıca görüşülecek konular ile ilgili yeterli seviyede bilgilendirilmesi de gerekmektedir¹⁴⁶. Nitekim Yargıtay da bir kararında¹⁴⁷: “...Kural olarak gündemde bulunmayan konular genel kurulda görüşülemez ve karar alınamaz. Söz konusu ilke ile güdülen amaç, pay sahiplerinin genel kurula katılma kararı verirken ve gerekse genel kurulda oy kullanırken hazırlıklı bulunmalarını sağlamak, onları oldubittilere karşı korumaktır...” diyerek bu hakkın pay sahipleri açısından önemini vurgulamıştır.

Anonim şirketin esas amacı kâr elde etme ve bunu dağıtma olduğundan, pay sahiplerine dağıtılabilecek kârı bulunuyorken, dürüstlük kurallarına aykırılık teşkil edecek biçimde kârın uzun zamandır dağıtılmaması ya da yeterli dağıtılmaması durumunda, pay sahibinin bu hakkını mahkeme kanalıyla talep edebilmesi gerekir. Nitekim Yargıtay, bu durumu vazgeçilmez bir hak olarak değerlendirmiştir¹⁴⁸. Burada da amaçlanan, şirketin temel amacından hareketle pay sahiplerinin çıkarlarını koruyabilmektir.

Daha etkili bir kurumsal yönetim yaklaşımının somut örneklerinden biri olarak sayılabilecek olan eşit işlem ilkesi (TTK m. 357) ile organların keyfi uygulamalarına karşı pay sahiplerinin korunması ve hakkaniyet ilkesi dâhilinde bütün pay sahipleri arasındaki çıkarların dengelenmesi ile şirkette azınlık sıfatını taşıyan pay sahiplerinin daha

¹⁴⁶ Paşlı, Ali; **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi-Corporate Governance**, 2. Baskı, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2004, s. 106.

¹⁴⁷ Y. 11. H.D.’nin 19.11.2015 T., 2014/17187 E., 2015/12330 K. sayılı kararı, kaynak: www.lexpera.com.tr, e.t.: 14.05.2020.

¹⁴⁸ Y. 11. H.D.’nin, 01.12.2016 T., 2015/14100 E., 2016/8853 K. sayılı kararı. kaynak: www.kararara.com, e.t.: 14.05.2020.

etkili korunması hedeflenmektedir¹⁴⁹. Pay sahiplerine eşit şartlarda eşit davranılmasının gerekli olduğuna, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yanı sıra SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde de yer verilmiştir. Nitekim TTK m. 357'nin gerekçesinde de ilkenin pay sahiplerine özgü olduğu belirtilmektedir.

Pay sahiplerine tanınmış başka bir hakkın örneğini de TTK'nın *Özel denetim* başlıklı 207. maddesi oluşturmaktadır. Bu maddeye göre, riskin erken saptanması ve yönetimi komitesi, denetçi veya özel denetçinin; bağlı şirketin hâkim şirketle veya diğer bağlı bir şirketle arasındaki ilişkileri hakkında hile veya yolsuz herhangi bir davranışın varlığını ortaya çıkartacak biçimde görüş belirttiği durumlarda, bağlı şirketin her bir pay sahibi, bu meselenin herkesçe anlaşılmasının sağlanabilmesi için şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden özel denetçi atanmasını talep edebilecektir.

Yönetim kurulu kararlarına karşı yokluk ve butlanın ileri sürülebilmesinin aksine iptalinin ileri sürülmesi pek mümkün olmadığı halde, Yargıtay'ın da benimsediği gibi, bu kararların özellikle pay sahiplerinin kişisel haklarını/çıkarlarını ihlal etmesi durumunda iptal davasının açılabilmesi kabul görmüştür¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Pay sahiplerine eşit işlem yapılmasına yönelik ilke, limited şirketler bakımından da düzenlenmiş olmakla birlikte ilkeyi uygulamakla yükümlü olanlar müdürlerle sınırlı tutulmuştur. Bkz. Eminoğlu, Cafer; "Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından "Eşit Şartlarda Eşit İşlem" İlkesi", **TFM**, C.: 1, S.: 1, 2015, ss.: 79 – 88, s. 80. Bu ilkenin kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte ayrıntılı değerlendirilmesi hakkında bkz. Eminoğlu, Cafer; **Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)**, Oniki Levha Yayıncılık, İstanbul 2014, s. 118 vd..

¹⁵⁰ Bkz. Y. HGK'nın 15.11.1989 T., 1989/11-425 E., 1989/591 K. ile, Y. 11. H.D.'nin 26.01.1989 T. 1989/3414 E., 1989/260 K. sayılı kararı. Nakleden: Eriş, Gönen; **Anonim Şirketler Hukuku**, 1. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara 1995, s. 454, 468. Dolayısıyla, kural olarak yönetim kurulu kararlarına karşı iptal davası açılmayacağı kabul edilmektedir. Ancak pay sahiplerinin haklarını doğrudan doğruya ilgilendiren ihlallerde pay sahipliği haklarının genel kurul kararlarında olduğu gibi yönetim kurulu kararlarında da etkisini gösterebilmesi için kararın iptalinin istenebileceği düşünülebilir. Örneğin, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun yetkilerini kötüye kullanması durumunda pay sahiplerinin çıkarlarının korunması yollarından birisi, iptal davası açma imkânı olmalı ve Yargıtay kayıtlı sermaye sisteminde bu yolun önünü açmalıdır. Bkz. Özkorkut, Korkut; **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No: 41, Ankara 1996, s. 124.; Turanlı, Hüsnü; "Yeni Türk Ticaret Kanunu Işığında Anonim

2. Yönetim Kuruluna ve Yöneticilere İlişkin Düzenlemeler

Pay sahibi önceliği modeline göre, şirketlerin esas amacı pay sahiplerinin varlıklarının değerini/servetlerini maksimize etmek olduğundan, bu amacın gerçekleştirilebilmesi için yönetimde olan kimselelere de önemli roller düşmektedir. Zira özellikle şirkette pay sahibi olmayan yöneticilerin bu amaçtan zaman zaman saptıkları görülmektedir. Vekâlet sözleşmesinde izah edildiği şekilde ortaya çıkan temsil probleminde pay sahibi olmayan yöneticilerin kendi çıkarlarını şirketin veya pay sahiplerininkinden önde tutma ihtimali üzerinde durulur ve bu soruna karşı çözüm sunulur¹⁵¹. Temsil probleminin önüne geçilmesi ve bu kimselerin kendi çıkarlarını birinci planda tutup pay sahiplerininkini ikinci plana almalarının önlenmesi için pay sahibi olmayan yöneticilere hisse opsiyonları verilmesi, kârdan pay verilmesi, kârla orantılı olarak prim ödenmesi gibi yollara başvurulmaktadır¹⁵². Örneğin, genellikle Amerika ve Avrupa ülkelerinde tercih edilen ve hukukumuzda da TTK ile birlikte getirilen Hisse Opsiyon Planı (HOP), daha çok halka açık anonim şirketler (start-up, bilişim şirketleri...) için uygulama alanı bulmaktadır¹⁵³. HOP'ta şirketlerin genelde yüksek maaşları ödemediği durumlarda, şirkette faaliyet gösteren ve pay sahibi olmayan önemli bazı isimlere şirketin hisselerini elde etme olanağı sağlanmaktadır. Bu kişilere örnek olarak, şirkette profesyonelleşme için pay sahibi olmayan yöneticilerin göreve getirilebilmesi de verilebilmekte ve HOP ile birlikte hem pay sahipleri ile aralarındaki vekâlete ilişkin temsil sorunu çözülüp pay sahiplerinin çıkarları ön plana alınabilmekte hem de yöneticiler motive edilebilip elde tutulabilmektedir¹⁵⁴.

Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Hükümsüzlüğü”, **GÜHFD**, C. XVII, S. 1-2, 2013, ss. 939-960, s. 954.

¹⁵¹ Kurt/ Demir, s. 64.

¹⁵² Kurt/ Demir, s. 64.

¹⁵³ Coşkun, Fırat; “Türkiye’deki Hisse Opsiyon Planları”, **Hukuk Postası**, 2017, kaynak: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t: 12.05.2020.

¹⁵⁴ Coşkun, <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>; Kurt/ Demir, s. 64, 66.

Yönetim kurulunun faaliyetlerinin esaslarını düzenleyen SPK Tebliği m. 4.2.3'te, yönetim kurulunun, şirket ile çıkar ilişkisi içinde olan kimselerin çıkarlarını etkileyebilecek olan risklerin bu tür etkilerini minimum düzeye getirebilecek risk yönetim ve bilgi sistemleri ile süreçlerini de içerecek şekilde iç kontrol sistemlerini, ilgili yönetim kurulu komitelerinin görüşünü de göz önünde bulundurarak oluşturması gerektiği yer almaktadır. Bu çıkarlardan bahsedilirken Tebliğ'de, "...*başta pay sahipleri olmak üzere şirketin menfaat sahipleri...*" şeklinde bir ifade kullanılmıştır. Bu ifadeden anlaşıldığı üzere, pay sahiplerinin çıkarlarına öncelik tanınmış, fakat diğer menfaat sahiplerinin de üzerinde durulmuştur.

Yönetim kurulu tarafından oluşturulması önerilen iç kontrol sistemine örnek olarak, TTK m. 378/1'de yer alan *Riskin erken saptanması ve yönetimi* başlıklı madde hükmünü verebiliriz. Bu hükümde yönetim kurulunun, pay senetleri borsada işlem gören şirketler bakımından, şirketin varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye sokan nedenlerin daha önceden tespit edilebilmesi, edildikten sonra ise nasıl kontrol altına alınabileceği hususunda gerekli önlemlerin alınabilmesi ve çarelerin uygulanabilmesi amacıyla, riskin yönetilebilmesi adına uzman bir komite kurması gerektiği düzenlenmiştir. Bu düzenleme ile birlikte, yönetim kurulu, bu komiteyi kurmak, sistemi çalıştırmak ve geliştirmekle yükümlü kılınmıştır.

Diğer şirketlerde ise bu komitenin kurulabilmesi için, öncelikle denetçinin bu durumu tespit edip gerekli görmesinden sonra yönetim kuruluna yazılı şekilde bildirmesi gerekir. Bu durum sonucunda komite, yönetim kurulu tarafından derhâl kurulur. Daha sonradan komite, belirli aralıklarla yönetim kuruluna yollayacağı raporlara göre mevcut durumu değerlendirir, tehlike bulunuyorsa bu tehlikeden bahsedip çareleri gösterir ve göndermiş olduğu rapor denetçiye de yollar (TTK m. 378).

Buna ilaveten, anonim şirketlerde riskin erken teşhisi ve değerlendirilmesine ilişkin çalışmalar, anonim şirketlerde yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunda yer alır (TTK m. 516/1). TTK m. 625/1-

e'de de limited şirketler açısından müdürlerin vazgeçilemez ve devredilemez yetkileri arasında küçük limited şirketler dışında, risklerin erken teşhisi ve yönetimi komitesinin kurulması görevi yer almaktadır.

B. Modelin Uygulanmasının Küresel Anlamda Şirketlere Etkileri, Alternatif Paydaş Önceliği Modeli ve Değerlendirmeler

1. Küresel Şirketler Hukuku Alanında Çalışmalar ve Değerlendirmeler

Şirketler, genellikle birbiriyle rekabet eden çıkar ilişkilerini içinde barındıracak şekilde kompleks bir ağ içinde hareket etmektedir. Bu kompleks ağı çözebilmede şirket yöneticilerinin üstlendiği görevler ve izledikleri yöntemler oldukça önem taşımaktadır.

Şirketler hukukundaki kurumsal yönetim tartışmaları, sorgulanabilir ve sorgulanmış olan basitleştirilmiş ekonomik varsayımlar, hukuk ve ekonomi düşüncesinin boyunduruğu altındadır. Tartışma konularının büyük çoğunluğu, ekonomik vekâlet teorisi tarafından, etkin kaynak tahsisine ulaşmak için kurul ve yönetimin pay sahiplerine hesap verebilmesine odaklanır¹⁵⁵.

Kurumsal yönetimde bir tür yönetim ilkesi olarak karşımıza çıkan pay sahibi önceliği ve bunu sağlamak adına pay sahipleri değeri maksimizasyonu modeli, İngiltere'de benimsenip, AB politikasını etkileyip bazı ülkeler tarafından takip edildiye de, esas çıkış noktasını Amerika'da yakalamıştır. Zira İngiltere'nin daha sonradan izlediği paydaş çıkarlarını da ele alan aydınlanmış pay sahibi değeri maksimizasyonu modeline karşın, Amerika'da radikal pay sahibi önceliği modeli izlenmeye devam etmiştir.

Pay sahibi önceliği modeli, iş yönetimi, eğitim ve kurumsal yönetime dayanmaktadır. Bir dönem pay sahiplerine şirketin sahibi gibi

¹⁵⁵ Sjaafjell, Beate/ Johnston, Andrew/ Anker-Sørensen, Linn/ Millon, David; "Shareholder Primacy: The Main Barrier To Sustainable Companies", **Company Law and Sustainability-Legal Barriers and Opportunities**, (ed. Beate Sjaafjell/ Benjamin J. Richardson), First Published, Cambridge University Press, 2015, s. 82.

önem verilip, ona göre yönetsel yollar izlenip, devamında pay sahibi değeri maksimizasyonu modeli uygulanarak, bu modelin, şirketler hukukunda yol gösterici bir ilke olduğu kabul edilmiştir. Ancak zaman içerisinde bu modelin kusurları da ortaya çıkmıştır. Zira bu model, kurumsal raporlama, birleşme ve devralmalar ile yönetici ücretinin düzenlenmesinde farklılıklar oluşturmasının yanında, piyasa başarısızlıkları ve ardından aşırı çevresel ve toplumsal dışsallıkların oluşumuna da sebebiyet verilebilmektedir¹⁵⁶.

Şüphesiz pay sahibi önceliği modeli, şirketler hukuku sisteminin temelini oluşturmaktadır. Ancak pay sahibi önceliğinin kusurlarının bulunması, onun bazı yönlerinin şirketler hukuku ilkeleri ile çeliştiğini göstermektedir. Dolayısıyla günümüzde tüm paydaşlar ve toplum adına şirketlerin sorumluluklarını tanımak için çok belirginleşmiş uluslararası bir eğilim bulunmaktadır.

Örneğin 2016 yılında, dünyada çeşitli ülkelerin şirketler hukuku alanındaki önde gelen akademisyenleri, pay sahibi önceliğinin dayandığı hataları açıklayan “Şirket Hukuku Hakkında Modern Şirket Beyannamesi (The Modern Corporation Statement on Company Law)”ni yayınlamıştır¹⁵⁷. Frank Bold tarafından başlatılan bu akademik kurumsal yönetim çalışması projesi, “2019 Uluslararası Etkili İşbirliği Ödülünü (2019 International Impactful Collaboration Award)” kazanmıştır¹⁵⁸. Bu beyannamede, şirketlerin çeşitli menkul kıymetler ihraç ederek sermaye toplayabileceklerinden ve şirketlerin tamamının olmasa da çoğu için gerekli olan güvenlik türlerinden birinin, pay sahiplerine satılan hisse senetleri olduğundan söz edilmiştir. Ancak devamında, pay sahiplerinin sadece kendi paylarının sahibi olduğundan ve yaygın olarak tutulan düşüncenin aksine şirketin kendisinin sahibi olmadığından bahsedilerek, onların şirket varlıklarına sahip olmadıkları üzerinde durulmuştur. Yazarlara göre, pay sahipleri sadece hisse paylarına sahip olup, bu da onlara özellikle kâr payı alma ve

¹⁵⁶ Bkz. Collison/ Cross/ Ferguson/ Power/ Stevenson, s. 39.

¹⁵⁷ Bilgi için bkz. kaynak: <https://thomoderncorporation.wordpress.com/>, e.t.: 18.04.2020.

¹⁵⁸ Bkz. kaynak: <http://www.purposeofcorporation.org/>, e.t.: 18.04.2020.

sınırlı konularda oy kullanma hakları gibi birtakım soyut haklar vermektedir.

Beyanname, şirket yöneticileri ve çalışanları, şirketten bağımsız bir karaktere sahip şirketin vekili olarak görülmektedir. Bu kişiler, pay sahiplerinin vekilleri olarak görülmemektedir ve pay sahiplerinin bu kimseleri kendilerinin altı olarak göremeyeceği kabul edilmektedir. Bu nedenleri ileri sürerek yazarlar, çalışan ve yöneticilerin pay sahiplerinin emir ve talimatlarına uyma veya pay sahiplerinin kendilerini altıymış gibi görmelerine itaat etme gibi yasal bir zorunluluğun bulunmadığını ileri sürmektedir. Son kısımda ise yaygın inanışın aksine, şirket yönetim kurulu üyelerinin pay sahipleri için kârı maksimize etme gibi yasal bir zorunluluk altında bulunmadıkları vurgulanmaktadır. Bu durumun, kısa vadeli pay sahibi değerini maksimize etmeye çalışmayı gerektirmese bile, tarafsız ve bilinçli yönetim kurulu üyelerinin, ayrı bir varlık olarak şirketin en iyi uzun vadeli çıkarları için kendi inandıklarına göre hareket etme yetkisine sahip olduklarına yönelik iş adamı kararı ilkesinin bazı versiyonlarının neredeyse tüm yargı bölgelerinde kabul edilmesine yansımakta olduğunu belirtmektedir. Yazarlar, yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi odaklı hedefi izlemesi durumunda, bunun genelde yasal bir zorunluluğun değil; onlara finansal piyasalar ve aktivist pay sahipleri tarafından uygulanan baskıların, bir şirketin kendi iradesi dışında dışarıdan yönetilmesi ve/veya hisse senedi bazlı tazminat planları tehdidinin ürünü olduğunu savunmaktadır.

Bunun dışında şirketler dünyasına bakıldığında, zaman içerisinde küresel şirketlerin liderlerinin de pay sahibi önceliği modelini yavaş yavaş terk etmekte oldukları görülmektedir. Bunun örneğini, pay sahibi önceliğini radikal bir şekilde uygulayan Amerika'da bile ülkenin en güçlü genel müdürlerini temsil eden bir grubun (Business Roundtable) toplanıp şirketlerin, her şeyden de önce pay sahipleri için kârlarını maksimize etmesi gerekliliği fikrinden vazgeçmesi oluşturmak-

tadır¹⁵⁹. Üyeleri Amerika'daki en büyük şirketlerin CEO'su olan bir lobi grubu olan Business Roundtable, daha mantıklı ve sürdürülebilir bir kurumsal yönetim modeline geçişin başlangıcını umut edecek bir açıklama yapmıştır. Açıklamada iş insanlarının pay sahiplerinin ihtiyaçlarını müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler ve yerel topluluklarla birlikte dengelemeyi taahhüt etmesi gerektiğini düşündürmektedir¹⁶⁰.

AB bağlamında da pay sahiplerinin, şirketin *sahipleri* olarak değil, *paydaşlarından birileri* olarak öneminin açık bir şekilde tanınması söz konusudur ve diğer paydaşların da varlığı açıkça tanınmaktadır. Bu tanımlar, bizi şirketlerin geniş sorumluluklarına daha fazla odaklanılması gerektiği sonucuna götürmektedir¹⁶¹. Böylece sorumlulukların nasıl yasal hale dönüştürüleceği ve yönetim kurulu üyelerinin görevlerinin bir parçası olarak şirketin en iyi çıkarları doğrultusunda nasıl hareket edecekleri hususlarının açıklığa kavuşturulup yasal bir madde verilmesine gereksinim duyulmuştur.

Avrupa Komisyonu'nun kurumsal sosyal sorumluluk üzerindeki yeni politikasına göre şirketler; sosyal, çevresel, etik ve insan hakları endişelerini iş faaliyetlerine entegre etmek gibi yerinde bir süreçte sahip olmalı ve paydaşlarıyla yakın işbirliği içinde temel stratejisini gütmelidir. Komisyonun bu girişimdeki amaçlarından biri de AB'nin kurumsal sosyal sorumluluk anlayışını uluslararası kabul görmüş kurumsal sosyal sorumluluk ilkeleriyle, OECD Çokuluslu Şirketler

¹⁵⁹ Kaynak: www.opportunity.businessroundtable.org, e.t.: 19.04.2020. Örnek haber için bkz. : "Last week, the Business Roundtable, a lobbying group of the nation's leading CEOs, including global behemoths such as Apple, Walmart, Pepsi, and BlackRock, released a statement to commit to delivering value for all stakeholders, including customers, workers, suppliers, and the communities where they operate. The decision is being hailed as a call to end shareholder primacy, the idea that corporations maximize profits for their shareholders, which has guided corporate behavior thus far...", Simon, Morgan; " 5 Changes CEOs Can Make If They're Serious About Ending Shareholder Primacy", kaynak: www.fastcompany.com, e.t.: 19.04.2020.

¹⁶⁰ Haber ve ayrıntılı açıklamalar için bkz.: "Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'", kaynak: www.businessroundtable.org, e.t.: 19.04.2020.

¹⁶¹ Plessis, Jean du; "Shareholder Primacy And Other Stakeholder Interests", Corporate Governance, (Ed.: Jean Jacques du Plessis), **Corporate Responsibility And Law**, 2016, pg. 238-242, s. 242.

Rehberi ve yakın zamanda onaylanan Birleşmiş Milletler İş ve İnsan Hakları Rehber İlkeleri de dahil, daha uyumlu hale getirmektedir.¹⁶²

Avrupa Komisyonu'nun Sürdürülebilir Finansman Eylem Planı'nda (European Commission's Sustainable Finance Action Plan)¹⁶³ da benimsendiği gibi, sermaye piyasaları son derece kısa vade anlayışından memnuniyetsizdir. Mevcut kurumsal yönetim modeli, bu gereksiz kısa vadeciliği aktarmakta ve şirketleri, kendi gelecekleri de dahil olmak üzere ve paydaşlarının çıkarlarından bahsetmemek üzere, her şey pahasına kısa vadeli finansal performansa aşırı odaklanmaya zorlamaktadır. Bu nedenle Avrupa Komisyonu tarafından Mart 2018'de kabul edilen sürdürülebilir finansman eylem planında üç ana hedef belirlenmiştir: *“(1) Sürdürülebilir ve kapsayıcı büyümeyi sağlamak için sürdürülebilir yatırımlara yönelik sermaye hareketlerine yön verme, (2) iklim değişikliği, çevresel bozulma ve sosyal sorunlardan kaynaklanan finansal riskleri yönetmek, (3) finansal ve ekonomik faaliyetlerde şeffaflığı ve uzun vadeliği teşvik etmek.”*

Ancak Business Roundtable'ın açıklamasının altında imzaları bulunan şirketlerin büyük çoğunluğu, şeffaflık, insan haklarına saygı veya iklim değişikliğine karşı mücadele konusunda oldukça düşük puana sahip şirketlerdir.¹⁶⁴ İfadeleri onları istekli gibi gösterse de benimsenen bu vizyonun gerçekleşmesinin kamu politikasında büyük değişiklikler gerektirdiği açıktır.

Görüldüğü üzere, Amerika'da da hem ticaret adamları hem ilerici politikacılar hem de akademisyenler, pay sahibi önceliğini sona erdirmek için planlar yapmakta ve bu planları uygulamaya koymaya

¹⁶² Millon, David; “Corporate Social Responsibility and Environmental Sustainability”, **Company Law and Sustainability-Legal Barriers and Opportunities**, (ed. Beate Sjaafjell/ Benjamin J. Richardson), First Published, Cambridge University Press, 2015, s. 51-52.

¹⁶³ Bkz. European Commission, “Commission Action Plan On Financing Sustainable Growth”, kaynak: www.ec.europa.eu, e.t.: 19.04.2020.

¹⁶⁴ The Corporate Human Rights Benchmark'in analiz ettiği 13 şirket için bkz. Kasım 2018 sonuçları. Corporate Human Rights Benchmark, **2018- Key Findings Apparel, Agricultural Products and Extractives Companies**, November 2018, s. 15 vd..

çalışmaktadırlar. Zira Amerika'daki baskın kurumsal yönetim çerçevesi (corporate governance framework), kurumsal yöneticiler ve yatırımcıların, pay sahibinin sahip olduğu varlıklarını artırmaya tüm diğer hedeflere göre öncelik vermelerini sağlar. Milton Friedman'ın "Şirketlerin sosyal sorumluluğu, kârı arttırmaktır." ünlü ifadesinden elli yıl sonra, bu yanlış yönlendirilmiş ideolojinin, ekonomik eşitsizliğin ve iklim felaketinin genişlemesine yol açtığı düşünülmektedir¹⁶⁵. Böyle bir durumda, akla şirketlerin nasıl faaliyet göstermesi gerektiğine yönelik hangi yeni kurallar bulunması ve bu kuralların nasıl oluşturulması gerektiği yönünde sorular ortaya çıkmaktadır. Şirketlerin amaçlarına ulaşmalarını sağlamak için kurumsal yönetimde aşağıdakiler de dahil olmak üzere çeşitli sistemik değişikliklere ihtiyaç vardır¹⁶⁶:

1. Kurumsal şeffaflığı ve hesap verebilirliği artırmak ve yatırımcıların karar alırken bu kıstasları dikkate almalarını sağlamak için, özellikle iklim değişikliği, biyolojik çeşitlilik, işgücü ve insan hakları konularında çevresel ve sosyal raporlamanın standartlaştırılması,

2. Sürdürülebilir finans ve uzun vadeli şirketler arasında olumlu bir geri dönüşü tetiklemek için yönetim kurulu üyelerinin sürdürülebilirlik konusundaki görevlerinin açıklığa kavuşturulması,

3. Yöneticilerin, kısa vadeli hisse fiyatı yerine, şirketin uzun vadeli başarısına odaklanmasını sağlamak için hisse senedi merkezli bonus uygulamalardan kurtulması,

4. Kurulun, bu konudaki kararlarından dolayı iyi bilgilendirilmiş ve hesap verebilir olmasını sağlamak için kurumsal yönetimde sürdürülebilirliğin ve çalışanların çıkarlarının doğrudan temsil edilebilmesinin sağlanması,

5. Sistemik sorunları (özellikle insan hakları ihlallerini, işçilerin sömürsünü, toprak kapma ve ormansızlaşmayı) veya en azından bu sorunların neden olduğu en alt seviyedeki yarışı önlemek, hiç olmazsa

¹⁶⁵ Palladino, s. 325.

¹⁶⁶ Maddelendirilmiş önerilerin aslı için bkz. kaynak:
<http://www.purposeofcorporation.org/>, e.t.: 19.04.2020.

hafifletmek için tedarik zincirleriyle kendi iş modellerine bağlı kurumsal sorumlulukların düzenlenmesi,

6. Uzun vadeli ve sosyal sorumlu iş stratejilerini destekleyen kritik bir yatırımcı kitlesinin olmasını sağlamak adına, yatırımcıların vekâlet görevleri de dahil olmak üzere finansal sistemde bir dizi reform yapılması.

Dolayısıyla pay sahibi önceliği kullanımıyla yetinmeyen, şirketler hukukundaki yeni gelişmeler ve sadece pay sahiplerinin kısa dönemli finansal çıkarlarıyla sınırlı kalmayıp diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarının da bu çıkarlara birlikte uyum sağlar hale getirilebilmesi için çağrıda bulunabilen sürdürülebilir şirketlere ihtiyaç vardır. Zira her ne kadar pay sahibi önceliği baskın bir model olarak uygulansa bile, bu model, şirketin gerçek resmini yansıtmadığından, sürdürülebilir şirket hedefi için bir engel haline gelebilmektedir. Şirketin diğer paydaşlarının çıkarlarını yadsıyamayacağı ve bu çıkarları da temsil etmesi gerektiği de ortadadır. Bu nedenle dünya çapında şirketlerde, salt pay sahibi önceliği modeli yerine, paydaş modeline de geçiş yapılabilmesi için; daha fazla iş sağlama yerine işlerin kalitesine yatırım yapma, sadece daha fazla iş yapma değil, aynı zamanda çevre yeniliklerini de kendine bir görev edinme, yenilikler kurmaya devam etme, çok paydaşlı bir kurul geliştirerek daha kapsamlı bir yönetim şeklini benimseme gibi değişiklikler yapılması gerekmektedir.

2. Türk Hukukundaki Durum, Paydaş Modeline İlişkin Çalışmalar ve Değerlendirmeler

Pay sahibi önceliği modeli, şirket yönetiminde bulunan kimsele-
rin kendi çıkarlarını ön planda tutup pay sahiplerinin ve şirketin çıkarını ikinci plana atmasının önlenmesi açısından faydalı bir modeldir. Daha önceden izah edildiği üzere (bkz. bölüm III. A.), hukukumuza getirilen SPK kurumsal yönetim ilkeleri ve çeşitli TTK hükümleri ile pay sahiplerinin de yönetimde söz sahibi olabilmesi, yönetimdeki işler hakkında bilgi sahibi olabilmesi, denetleme yapabilmesi ve hukuka aykırılıklar karşısında dava açabilmesine katkıda bulunularak çıkarları korunmaya çalışılmıştır. Ancak şirketin amacı, faaliyetleri ve

başka ticarî ilişkileri de esas alındığında, bu modelin katı bir şekilde ve adeta yasal bir hüküm gibi algılanarak uygulanmaması gerekmektedir. Zira pay sahipleri dışında şirketle herhangi bir yoldan ilişki içerisinde bulunan paydaşların (çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar) da menfaatlerinin korunması gerekmektedir.

Paydaş önceliği modelini destekler nitelikteki örneklerden birini, TTK m. 339/2-f'te belirtilen *kurucularla yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket kârından sağlanacak menfaatler* oluşturmaktadır. Bu madde hükmünün ifadesinden, anonim şirketlerde esas sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, şirketle ilgili diğer menfaat gruplarına da bazı menfaatlerin sağlanabileceği anlaşılmaktadır. Öğretide bir görüş, anonim şirketler hukukunda menfaat kavramının, mümkün oldukça şirketin hukuksal ve ekonomik açıdan devamını getirmeye çalışan bir anlamı taşıdığı ve sadece şirketi değil, şirketle doğrudan veya dolaylı şekilde ilişki kurmuş olan geniş bir çevreyi de kapsadığını savunmaktadır¹⁶⁷. Bir başka görüş de yine esas sözleşmeye getirilecek bir hükümlerle bu menfaatin sınırlarının daraltılıp genişletilebileceği ve somutlaştırılabileceğini düşünmektedir¹⁶⁸.

Bir başka örnek olarak da temsil sorunu konusunda bahsedilen HOP'lar verilebilir. Nitekim günümüzde yeniden yapılandırmanın bir şekli olarak görülen HOP'larda, şirkette esneklik sağlanıp yöneticilerin yanı sıra işçi, memur, müşavir ve danışmanlara da hisse edinmelerine imkân verilmektedir¹⁶⁹. Buna örnek olarak, TTK m. 522'de düzenlenen çalışanlar ve işçiler lehine yapılmış olan şirketin isteği ile ayırdığı yedek akçe, TTK m. 379 gereği şirketlerin esas veya çıkarılmış sermayelerinin %10'una kadar olan paylarını iktisap edebilip bu yeni hisselerini çalışanlarına avans veya prim olarak verebilmesi, TTK m.

¹⁶⁷ Tekinalp, Ünal; "Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı", **Uğur Alacakaptan'a Armağan**, S.: 1, C.: 2, İstanbul 2008, ss. 635-652, s. 637.; Özdemir, Semih Sırrı/ Tamer, Elanur; "Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Anonim Şirketlerde Genel Kurula İlişkin İlkelerin Değerlendirilmesi", **Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi**, S.: 14, Aralık 2019, ss. 329 -373, s. 333'deki dn.

¹⁶⁸ Helvacı, Mehmet; "Özellikle Anonim Şirket Açısından Menfaat Kavramı", **Prof. Dr. Hamdi YASAMAN'a Saygı Konferansı**, İstanbul 2017, kaynak: www.lexpera.com, e.t.: 15.11.2018, s. 23, Nakleden: Özdemir/ Tamer, s. 333'deki dn.

¹⁶⁹ Coşkun, <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t.: 12.05.2020.

380'deki çalışanların şirket hisselerini edinebilmeleri için şirketin finansal yardımı gösterilebilir. Bununla birlikte, TTK m. 463'te düzenlenen sermayenin şartlı artırımında ilke olarak belirlenen: "*Genel kurul, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara, esas sözleşmede değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilir.*" hükmü de HOP'lara atıf yapmaktadır¹⁷⁰. Böylelikle HOP'lar ile birlikte pay sahiplerinin yanında paydaş çıkarlarının da korunması ve kendilerinin şirkete kazandırılması hedeflenmektedir.

TTK'nın pay sahiplerine getirmiş olduğu *eşit işlem ilkesi* açısından da bir değerlendirme yapmak gerekir. Zira eşit işlem ilkesini düzenleyen TTK m. 357'nin gerekçesinde, kanun koyucunun bu hükmü pay sahiplerine özgülediği, ilkenin pay sahiplerinin pay sahibi sıfat ve konumlarıyla ilgili olduğundan bahsedilmiştir. Bu açıdan bakıldığında, hükmün pay sahibi önceliği modeline yakın olduğu görülmektedir. Ancak öğretilerde aksi düşünceler mevcuttur. Bir görüş, gerekçede belirtilen sınırlamaya rağmen kurumsal yönetim felsefesinin TTK'nın temel felsefelerinden biri olduğunun kabulü durumunda geniş anlamda eşit işlem ilkesinin diğer menfaat sahipleri için de tamamen karşılıksız kalmadığının kabulünün gerektiğinden söz etmektedir¹⁷¹. Bir diğer görüş de TTK m. 357 gerekçesinde hükmün pay sahiplerine özgülenmesi ile birlikte, İsviçre öğretisindeki daha çok malvarlıksal haklar açısından intifa senedi sahiplerinin de eşit işlem ilkesinden faydalanabilip genel kurul kararlarının iptalini isteyebilecekleri yönündeki kabulün aksine bizim hukukumuzda intifa senedi sahiplerine yer verilmediğini belirtmektedir. Bu görüşe göre, intifa senedi sahipleri yalnızca esas sözleşmede açık bir şekilde iptal davası açma hakkı verilmesi durumunda bu haktan ve eşitlik ilkesinden yararlanabilecekler-

¹⁷⁰ Örneklendirmeler için bkz. Coşkun, <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t.: 12.05.2020.

¹⁷¹ Eminoğlu, s. 81.

dir¹⁷². Bizim düşüncemiz, eşit işlem ilkesinin muhataplarının sadece pay sahibi ile şirket olmaması, diğer paydaşları da kapsamı gerektiği yönündedir. Nitekim TTK'nın genel gerekçesinin 89. nolu paragrafındaki: *"...Eşit işlem sadece pay sahiplerine değil, daha geniş bir çevreye, açıkçası çalışanlara, alacaklılara, müşterilere, yani şirketle menfaat ilgileri bulunanlara, hatta kamuya yönelmiştir. İlkedeki bu toplumsal açılım gün geçtikçe daha öne çıkmaktadır..."* ifadesi de bunu desteklemektedir. Bu gerekçeden hareketle, limited şirketler bakımından eşit işlem ilkesini düzenleyen TTK m. 627 gerekçesinde de eşit işlemin pay sahiplerine yönelik olduğu; ancak Amerika'daki şirketler anlamında paydaş modelinin benimsenmesi ile birlikte ilkenin muhataplarının çoğaldığı sonucuna varılmaktadır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanabilmesi için gerekli düzenlemelerden bir diğeri de yönetim kuruluna ilişkin olan SPK'nın yayınladığı Tebliğ'de (30.12.2011 tarih ve 28158 sayılı RG'de yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, Seri:IV, No:56.) yer alan düzenlemedir. Dikkat edilmesi gereken nokta, şirketin sürdürülebilirliğinin sağlanması için yönetim kurulunun menfaat sahiplerinin yararına hareket edebilmesinin bir gereklilik olmasıdır. Bunun gerçekleşebilmesi, yönetim kurulu üyelerinin bağımsız üyelerden oluşmasından geçmektedir¹⁷³.

Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında bulunan şirketlerdeki yönetim kurulu üyelerine ilişkin önemli ayrımlardan birisini de icracı olan ve icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri oluşturmaktadır. Zira icracı yönetim kurulu üyeleri, şirketin faaliyetinin merkezinde bulunup günlük karar alma ve uygulamaya koyma işlemlerini şirket adına bir çalışanı gibi yürütürken, icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri, şirketin genel politikasını yürütüp, kurumsal yönetimin gerçekleşebilmesi ve şirketin kurumsallaştırılabilmesi için gerekli stratejileri

¹⁷² Akdağ Güney, Necla; "Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi", **GÜHFD**, C.: XVIII, S.: 3-4, 2014, ss. 115-135, s. 124.

¹⁷³ Erdem, H. Ercüment; "Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri", **Hukuk Postası**, kaynak: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t.: 16.04.2020.Ercüment, kaynak: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t.: 16.04.2020.

belirlemektedir. Tüm bunları yaparken icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden, üst yönetimde uzmanlık, hesap verebilme ve şeffaflığı ve işbölümünü sağlayabilmeleri adına bağımsız olmaları beklenmektedir.¹⁷⁴ Sonuç itibarıyla, yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığının gerçekleştirilebilmesi, pay sahiplerinin çıkarlarını büyük ölçüde koruma altına almasının yanında paydaşların haklarının da korunabilmesi için bağımsız ve güçlü kimselerin yönetimde kalmasını sağlar.

Bahsedilmesi gereken diğer bir yönetim kurulu üyeliği inançlı ve bağımlı yönetim kurulu üyeliğidir. Nitekim bazı menfaat sahipleri, çıkarlarının büyüklüğü nedeniyle, şirket yönetimine doğrudan müdahalede bulunma gereği duyarlar. Örneğin, hâkim şirket, hâkim pay sahibi konumundaki menfaat sahipleri, genel kurulda oy kullanarak yönetim kuruluna seçilmelerinde etkileri oldukları üyelerin, aynı zamanda kendi verecekleri talimatlar doğrultusunda davranmalarını isterler. İşte tam bu gereksinimlerden dolayı bağımlı ve inançlı yönetim kurulu üyeliği ortaya çıkar.¹⁷⁵ Paydaşların çıkarlarını korumak için başka bir örneği, bağımlı yönetim kurulu üyeliğinin türlerinden birisi olan inançlı yönetim kurulu üyeliğinde, üyenin şirkete karşı sır saklama yükümlülüğü ile menfaat sahibiyle arasındaki inançlı yönetim sözleşmesinden doğan bilgi verme borcunun ihtilaf halinde olması oluşturmaktadır. Paydaşın üçüncü bir kişi (örneğin şirkete kredi kullandıran bir banka) olması halinde, kendisine bilgi verilmesi imkânı, bir sözleşme ile ya da yönetim kurulunun inançlı üyeyi sır saklama yükümlülüğünden muaf tutması yoluyla da gerçekleştirilebilir. Men-

¹⁷⁴ Bkz. SPK'nın 56 No'lu Tebliği m. 4.2: Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları, 4.2.1: "Yönetim kurulu faaliyetlerini şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumlu bir şekilde yürütür." Bağımsız yönetim kurulu üyelerini oluşturmanın hangi şirketler açısından zorunlu olduğuna ilişkin açıklamalar, Ocak 2014'te yayımlanan bugün halen yürürlükte olan Kurumsal Yönetim Tebliği m. 5/2'de yer almaktadır. Bkz. II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği (KYT), T.: 03.01.2014, S.: 28871. Bir yönetim kurulu üyesinin bağımsız üye olarak kabul edilmesi için gerekli kıstaslar ise Seri: IV, 56 No'lu Tebliğin 4.3. Yönetim Kurulunun Yapısı ana başlığını taşıyan 4.3.7. No'lu alt maddesinde verilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Pazarbaşı, Gülşen; **Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, Seçkin Yayıncılık, 1. Baskı, Ankara 2018, s. 9.; Ercüment, kaynak: <http://www.erdemerdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t.: 16.04.2020.

¹⁷⁵ Korkut, Ömer; **Anonim Şirketlerde İnançlı Yönetim Kurulu Üyeliği, Adalet Yayınevi**, 1. Baskı, Ankara 2007, s. 1.

faat sahibi hâkim şirket ise bu durum, bağlı şirketin sırrının saklanması yararının ihlâlini oluşturmamakla birlikte, azınlık pay sahiplerinin çıkarlarının bulunması sebebiyle hâkim şirketin bağlı şirkete tamamen hâkim olmasında olduğu gibi bilgi verme kapsamı çok geniş tutulmamalıdır¹⁷⁶.

Tüm açıklamalardan hareketle, ortaya pay sahibi önceliği modelinin yanında paydaş önceliği modelinin de benimsenmesi gerektiği sonucu çıkmaktadır. Ancak dikkat edilmesi gereken başka bir durum da bulunmaktadır. Bu durum, paydaş önceliği teorisinin bir çıkar çatışması yaratabileceği sorunsalıdır. Öte yandan, bu menfaat sahiplerinin tatmin edilmesi beklenen menfaatleri de çok zaman birbiri ile çelişen menfaatler olabilmektedir. Örneğin, müşteriler, düşük fiyat, yüksek kalite ve iyi hizmet beklerken; çalışanlar, iyi çalışma koşulları, yüksek ücret ve tatil, sağlık harcamaları ve emeklilik ödemeleri gibi ek mali haklar; şirket tedarikçileri ise düşük risk ve yüksek getiri isterler. İşte paydaş teorisi, menfaat sahiplerinin yararının dikkate alınması gerektiğini savunmakla birlikte, söz konusu menfaatler genellikle birbiri ile çelişen ve uzlaştırılması mümkün olmayan menfaatler olduğundan, bunlardan hangisinin ön planda tutulacağına karar verilmesi gerekecek; diğer deyişle yukarıda da belirtildiği gibi birden fazla amacın şirket amacı olarak belirlenmesi mümkün olmayacaktır¹⁷⁷. Bunun yanında ülkemizde anonim şirketlerde tüzel kişilik perdesinden faydalanmak amacıyla kurulmuş aile şirketlerinin sayısı

¹⁷⁶ Ayrıntılı açıklamalar için bkz. Korkut, s. 137-138.

¹⁷⁷ Bkz. Özdoğan Yılmaz, Aysegül; Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara 2009, s. 17. Hangi paydaşın menfaatine öncelik verileceği hususunda bir belirsizlik olduğunda, izlenmesi gereken en doğru yol, *şirketin menfaatinin* esas alınarak hareket edilmesidir. Zira böyle bir yol, şirketin işleyişine olumlu katkı sağlayacak ve bu durum diğer menfaat sahiplerini de koruyacağından, yönetim kurulunun *şirket menfaatinin önceliği ilkesini* gözetmesi gerekmektedir. Bkz. Korkut, Ömer; "Anonim Şirketlerde Şirket Menfaati Kavramının Somutlaştırılması", **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, C. 11, S. 2, 2007, ss. 1-9, s. 1 vd.. Örneğin, yönetim kurulu kendi çıkarlarını ya da başka bir kimsenin çıkarını daha üstte tutarak şirketin menfaatinin zarara uğratırsa, kendilerine karşı sorumluluk hükümleri işletilebilir. Bkz. Akın, Murat Yusuf/ Sulu, Muhammed, "Yönetim Kurulu Üyeleri Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk", **MÜHF Hukuk Araştırmaları Dergisi**, C. 25, S. 1, 2019, ss. 169-184, s. 169-172.

fazla olduğundan, bu tür şirketlerde pay sahiplerinin kendi menfaatlerini diğer paydaşlardan daha üstün tutulması da kaçınılmaz olan bir şeydir¹⁷⁸.

Sonuç olarak şirketlerin amacı doğrultusunda hazırlanmış olan kurumsal yönetim ilkelerinden hareketle, şirkette önemli yer oluşturan ve uzun yıllardır süregelen pay sahiplerinin, mevcut değerlerinin maksimizasyonunun sağlanması, yani pay sahibi önceliği modelinin gerekli durumlarda işletilmesi gerekmektedir¹⁷⁹. Ancak bunlar gerçekleştirilirken, pay sahipleri şirketin tek sahibiymiş gibi görülerek modelin katı bir suretle uygulanmaması, sosyal bir norm olarak yerini koruması gerekmektedir. Zira şirketlerin faaliyetlerinden etkilenen veya sürdürülebilirliğini etkileyen ve paydaş olarak adlandırılan diğer menfaat gruplarının da çıkarlarının gözetilmesi gerekmektedir. TTK ile birlikte getirilen düzenlemeler pay sahibi önceliği ve paydaş önceliği modellerinin ikisini de yansıtmakla birlikte, SPK'nın getirdiği kurumsal yönetim ilkelerine bakıldığında, bu ilkelerin paydaş önceliği modeline önem verildiği, böylelikle şirketle ilgili tüm menfaat sahiplerinin mümkün oldukça haklarının korunmaya çalışıldığı söylenebilir.

Bu hususta, şirketin faaliyetlerini gerçekleştiren yönetim kurulu üyeleri, müdür ve yöneticilere çok iş düşmektedir. Bu kimseler, kendilerine yasa ile tanınmış rapor sunma ve bilgilendirme görevlerini yerine getirmeli, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerini uygulamak suretiyle şirket yönetimine pay sahibi olmayan kimselerin de katılımı sağlayabilmelidir. Dolayısıyla kimi durumlarda şirketin menfaatinden önce pay sahiplerinin menfaatlerini düşünmeli, kimi durumlarda ise şirket kendi çıkarını pay sahibi veya ilgili üçüncü kişilerin çıkarlarından üstün tutabilmelidir. En çok da paydaşların menfaatleri arasında çatışma bulunup bu hususta da bir yasal düzenleme bulunmaması

¹⁷⁸ Durna, Erdi Aklan; "Anonim Ortaklığın Amacının Ne Olduğu Sorunsalı Çerçevesinde; Pay Sahipliği Değeri (Shareholder Value) Teorisi İle İlgililer/menfaat Sahipleri (Stakeholder) Teorisinin Karşılaştırılması", **Mersin Barosu Dergisi**, S.: 42, Ocak 2019, ss. 75-81, s. 81.

¹⁷⁹ Örnekler için bkz. III. A. 1. başlığı.

halinde, şirket menfaatine öncelik tanınarak sorunlar çözülmeye çalışılmalıdır. Örneğin, yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümlülüğünü anlatan TTK m. 369/1'de "...*şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar.*" ifadesi geçmektedir. Maddenin gerekçesinde: "...*Bu yüküm ile yönetim kurulu üyesinin kişisel menfaatini, hâkim pay sahibinin veya pay sahiplerinin ve onların yakını olan gerçek ve tüzel kişiler ile üçüncü kişilerin menfaatini, şirketin menfaatinin önüne geçirmemesi kastedilmiştir. Hüküm, menfaatler çatışması bulunan hallerde yönetim kurulunun gerekli önlemleri almasını ve arm's length temelinde yani, hâkim ortağı ve onun yakınlarını kayırmadan şirket için, şirketin menfaati için rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapmasını ifade eder...*" denilmiştir. Buradan çıkan anlam, yönetim kurulu üyelerinin, kendilerine yasa tarafından tanınan haktan dolayı, dürüstlük kuralına uymak suretiyle, belirli bir grubun kişisel çıkarlarına hizmet etmeden şirket menfaatini koruması gerektiğidir. Yönetim kurulu üyeleri tüm bu görevlerini yerine getirirken yine TTK m. 369/1 gereği, tedbirli bir yöneticinin özeniyle hareket etmek durumundadır. Yine bu hükmün gerekçesinde, tedbirli yöneticiye ilişkin kıstas, yönetim kurulu üyesinin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak *işadamı kararı (business judgment rule)* verebilmesi olarak belirlenmiş ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması kabul edilmiştir. Dolayısıyla bu kural gereği, duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alınıp yönetim kurulunda karar verildiği halde gelişmeler tamamen aksi yönde olup şirket zarar etmişse, bu durumda özensizlikten söz edilemeyecektir¹⁸⁰.

3. Uygulanan Model Bakımından Hukuk Sistemimiz ile Amerikan ve İngiliz Hukuk Sisteminin Kıyaslanması

Ülkemiz hukuk sistemi (Kara Avrupası) ile Amerikan ve İngiliz hukuk sistemi (Common Law) arasındaki yapısal farklılıklardan dolayı pay sahibi önceliği modeli ile paydaş modelinin de uygulamaları farklılık arz edebilmektedir. Amerikan ve İngiliz hukuk sistemlerinde,

¹⁸⁰ Bkz. TTK m. 369 gerekçesi.

genellikle şirketin payları şirketi tek başına idare edemeyecek şekilde çok fazla pay sahibine dağıldığından ve sermaye piyasaları gelişmiş olduğundan, daha çok pay sahibi değerlerinin maksimizasyonu ön planda tutulmuştur. Bu nedenle pay sahiplerinin çıkarlarının korunabilmesi ve vekâlet sorununun ortadan kaldırılabilmesi için teşvik niteliği taşıyan mali haklar sözleşmesinin yapılması zorunlu tutulmuştur¹⁸¹. Son zamanlarda ise pay sahibi önceliği modelinin olası sakıncalarının önüne geçilmesi adına paydaş teorisine geçiş hususunda önemli çalışmalar yapılmış ve bu hususta diğer şirket ilgililerinin de hakları koruma altına alınmaya çalışılmıştır.

Bizim hukuk sistemimizde ise pay sahipliği kavramı, Common Law sistemine kıyasen daha az yaygın ve sermaye piyasaları daha az gelişmiş olduğundan, pay sahiplerinin şirketteki etkinliği ve kontrolü daha fazladır. Bu nedenle diğer menfaat sahiplerinin haklarını gözetilen paydaş modeline eğilim daha ön plandadır. Dolayısıyla bankalar, kurumsal yatırımcılar, aileler ve diğer şirketler, şirkette hâkim ortak olarak kendisini gösterdiğinden, şirket içerisindeki bilgilere de ulaşabilme ve yöneticilerin performanslarını takipleri nispeten kolay olduğundan, mali haklar sözleşmesi gibi uygulamalara fazla ihtiyaç duyulmamaktadır¹⁸².

Ancak her ne kadar pay sahibi önceliği modeli ile paydaş önceliği modeli birbirine tezat olarak görülse de hem OECD hem de SPK kurumsal yönetim ilkelerine bakıldığında, gerek pay sahiplerinin değerleri artırılarak gerekse menfaat sahiplerinin hakları gözetilerek iki modelin de korunmaya çalışıldığı görülmektedir.

Bunun yanında, şirketin ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olması, bazı durumlarda kendi menfaatinin de esas alınmasını gerektirebilir. O halde pay sahibi önceliği ve paydaş modelinin yanında gözetilmesi gereken bir diğer model de şirket menfaati olmalıdır¹⁸³.

¹⁸¹ Bkz. Durna, s. 80-81.

¹⁸² Bkz. Durna, s. 81.

¹⁸³ Hukukumuzda şirket menfaati ile ilgili bazı hükümler: TTK m. 202 (hakimiyetin aykırı kullanılması), 358 (pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı), 369 (yöne-

SONUÇ

Şirketler hukukunu etkisi altına alan kurumsal yönetim şekillerinden birisi olan pay sahibi önceliği modeli, geniş kabul görmüş ve uzun zamandır çok uluslu küresel şirketlerde yaygın bir biçimde uygulanmıştır. Amerika'da esas çıkışını yakalayan bu model, beraberinde Birleşik Krallık ve AB ülkeleri de olmak üzere pek çok ülkenin hukuk sistemi tarafından da benimsenmiştir. Ancak pay sahibi önceliği, kusurları olduğu ve şirket sürdürülebilirliğinin önünde bir engel oluşturması nedeniyle zaman içerisinde yerini paydaş temelli modele bırakma yolundadır.

Pay sahibi önceliği modeli ile paydaş modeli savunucuları arasında uzun zamandır devam etmekte olan tartışmalar mevcuttur. Pay sahibi önceliği modelinin savunucuları, şirketlerin hedeflerini gerçekleştirebilmeleri ve büyüebilmelerinin pay sahiplerinin değerlerinin maksimizasyonundan geçtiğini belirtmekte iken; paydaş modelinin savunucuları, şirketin müşterileri, tedarikçileri, çalışanları, yatırımcıları ve toplum gibi sadece pay sahipleri değil, diğer tüm menfaat sahipleri için de değerler yaratabilmesinin ve bu değerleri dengeleyebilmesinin şirketin devamlılığındaki önemini vurgulamaktadır.

Pay sahibi önceliği, özellikle Amerika'da olmak üzere, uzun bir dönem radikal pay sahibi önceliğini geliştiren ve kullanımını çok uluslu küresel şirketlere yayan bir model olmasına karşın, daha çok ekonomik ve finansal krizleri içinde barındırması ve temelini sağlam olmaması nedeniyle yasalarda yer alacak şekilde bir pozitif hukuk haline gelmemelidir. Dolayısıyla bu model, şirkete fayda sağlayabileceği gözetilerek daha çok yol gösterici sosyal bir norm olarak kullanılmalı ve doğrudan şirket yönetimini ve dolayısıyla yöneticilerini yönlendirecek bir yasal norm olarak kullanılmamalıdır. Nitekim yine başta Amerika'nın iş insanları ile akademisyenleri ve AB komisyonunun çalışmaları olmak üzere, pek çok ülkede, yöneticilerin tek hedefinin pay sahibi değeri maksimizasyonu olmaması, hesap verebilirliğin,

tim kurulu üyelerinin özen borcu), 393 (müzakereye katılma yasağı), 437 (bilgi alma hakkı), 531 (haklı sebeple fesih).

şeffaflığın ve eşitliğin mümkün olabildikçe diğer paydaşlara da yayılması yönünde çalışmalar yapılmakta ve yeni yönetim modeli oluşturulmaya çalışılmaktadır.

Bizim hukuk sistemimize bakıldığında ise SPK ile getirilen kurumsal yönetim ilkeleriyle birlikte pay sahiplerinin menfaatlerinin korunup değerlerinin maksimize edilmeye çalışılmasının yanında, menfaat sahiplerinin çıkarlarının da gözetildiği görülmektedir. TTK ile birlikte ise gerek pay sahiplerine ve yönetime ilişkin gerekse şirketle ilgili kimselere ilişkin düzenlemelerle birlikte hem pay sahiplerinin menfaati korunmuş hem de diğer paydaşların haklarının da korunması amaçlanmıştır. İlkeler ve maddeler, kurumsal yönetimin amacı ve şirketin devamlılığı bakımından yeterli gibi görünse de bu hususta özellikle yönetimden sorumlu kimselere bazı görevler düşmektedir. Buna göre, bu kimseler, kendilerine yasa ile tanınmış rapor sunma ve bilgilendirme görevlerini yerine getirmeli, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerini uygulamak suretiyle şirket yönetimine pay sahibi olmayan kimselerin de katılımını sağlayabilmelidir.

Bizim hukuk sistemimiz olan Kara Avrupası sistemi, Amerikan ve İngiliz hukukunda uygulanan Common Law sisteminden farklılık arz ettiği için bu durumlar şirketler hukukuna ve kurumsal yönetim teorilerine de yansımıştır. Nitekim bizim şirketler uygulamamızda sermaye piyasaları ve pay sahipliği yaygınlığı, Amerika ve İngiltere'ye kıyasen daha az olduğundan, paydaşların, performansları izleyip şirket yönetimi ve işlerine ulaşabilme, bilgi edinebilme ve bunları kontrol edebilmeleri daha mümkün hale geldiğinden, paydaş önceliği modeline SPK'da da görüldüğü üzere daha çok eğilim bulunmaktadır.

Sonuç olarak sürdürülebilir bir şirket yaratabilmek için, pay sahibi önceliği kullanımının yanında, şirketler hukukundaki yeni gelişmeler doğrultusunda sadece pay sahiplerinin kısa dönemli finansal çıkarlarıyla sınırlı kalınmayıp, uzun vadeli ve sürdürülebilir finansal destekler bir şirket haline gelmesi ve bu hususta yöneticilere görev ve sorumluluklar verilmesi, diğer paydaşların çıkarları da gözetilerek hareket edilmesi gerekmektedir. Yalnızca pay sahibi modeli ile yalnız-

ca paydaş modelinin katı bir şekilde kullanımı, şirketin amacına ve eylemlerine engel oluşturabileceğinden, faaliyet hayatı boyunca pay sahiplerini ve diğer paydaşlarını bir bütün halinde bünyesinde bulunduran şirketler için en sağlıklı, bu iki modelin de bir arada uyum halinde uygulanmasıdır. Menfaat çatışmalarının halen devam etmesi ve buna ilişkin yasal bir çözüm bulunmaması durumunda ise izlenmesi gereken en doğru yol, yönetim kurulu tarafından şirket menfaatine öncelik tanınmasıdır. Bu yolların izlenmesi halinde hem şirketin devamlı surette kendi çıkarını pay sahiplerinin çıkarından üstün tutmasının önüne geçilir hem de şirket ile ilişki içinde olan diğer paydaşların da menfaatleri gözetilerek pay sahipleri ile diğer paydaşlar arasında bir menfaatler dengesi yaratılabilir.

KAYNAKÇA

- Aglietta, Michel/ Reberieux, Antonie; **Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value**, Edward Elgar Publishing, 2005.
- Akbulak, Yavuz; "Türk Sermaye Piyasasında Esaslı Bir Devrim: Kurumsal Yönetim İlkeleri", **MÇD**, S.: 108, 2011, ss. 111-138.
- Akdağ Güney, Necla; "Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi", **GÜHFD**, C.: XVIII, S.: 3-4, 2014, ss. 115-135.
- Akın, Murat Yusuf/ Sulu, Muhammed, "Yönetim Kurulu Üyeleri Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk", **MÜHF Hukuk Araştırmaları Dergisi**, C. 25, S. 1, 2019, ss. 169-184.
- Anayurt, Ömer; **Hukuka Giriş ve Hukukun Temel Kavramları**, 17. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2017.
- Andaç, Faruk; **Hukukun Temel Kavramları**, 6. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara 2017.

- Bainbridge, Stephen; "A Duty to Shareholder Value", **The New York Times**, April 16/2015, kaynak: <https://www.nytimes.com>, e.t.: 01.04.2020.
- Berle, Adolf A./ Means, Gardiner G.; **The Modern Corporation and Private Property**, New York: Macmillan, 1932.
- Bilge, Necip; **Hukuk Başlangıcı**, 34. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 2016.
- Cassidy, Julie; **Concise Corporations Law**, Fifth Edition, The Federation Press, 2006.
- Collison, David/ Cross, Stuart/ Ferguson, John/ Power, David/ Stevenson, Lorna; **Shareholder Primacy in UK Corporate Law: An Exploration of the Rationale and Evidence**, ACCA, London 2011.
- Corporate Human Rights Benchmark, **2018- Key Findings Apparel, Agricultural Products and Extractives Companies**, November 2018.
- Coşkun, Fırat; "Türkiye'deki Hisse Opsiyon Planları", **Hukuk Postası**, 2017, kaynak: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi>, e.t.: 12.05.2020.
- Dağlı, Hüseyin/ Ayaydın, Hasan/ Eyüboğlu, Kemal; "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği", **MUFAD Journal**, S. 48/ 2010, ss.: 18-31.
- Durna, Erdi Aklan; "Anonim Ortaklığın Amacının Ne Olduğu Sorunsal Çerçevesinde; Pay Sahipliği Değeri (Shareholder Value) Teorisi İle İlgililer/menfaat Sahipleri (Stakeholder) Teorisinin Karşılaştırılması", **Mersin Barosu Dergisi**, S.: 42, Ocak 2019, ss. 75-81.
- Eminoğlu, Cafer; "Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından "Eşit Şartlarda Eşit İşlem" İlkesi", **TFM**, C.: 1 , S.: 1, 2015, ss.: 79 – 88.
- Eminoğlu, Cafer; **Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)**, Oniki Levha Yayıncılık, İstanbul 2014.

- Erdem, H. Ercüment, "Kurumsal Yönetim İlkeleri", **Hukuk Postası**, Ekim 2011, kaynak: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/kurumsal-yonetim-ilkeleri>, e.t.: 16.04.2020.
- Eriş, Gönen; **Anonim Şirketler Hukuku**, 1. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara 1995.
- Erturk, Ismail/ Froud, Julie/ Johal, Sukhdev/ Leaver, Adam/ Williams, Karel; **Financialization at Work**, Routledge, 2008.
- Göktürk, Kürşat; "Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İşadamları Kararı İlkesi", **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 2, S. 2, 2011, ss. 207-247.
- Gözler, Kemal; **Genel Hukuk Bilgisi**, 17. Baskı, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa 2017.
- Grant, M. Hyden/ Bodie, Matthew T.; "The Uncorporation And The Unraveling Of "Nexus Of Contracts" Theory", **Michigan Law Review**, Vol.: 109, Iss.: 6, 2011, pg. 1127-1144.
- Hansmann, Henry/ Kraakman, Reinier; "The End Of History For Corporate Law", **Harvard Law School Cambridge**, Discussion Paper No. 280, 3/2000, p. 1-34.
- Haşit, Gürkan/ Uçar, Aslı "Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kurumsal Yönetim İlkelerinden Yönetim Kurulu İlkesinin İncelenmesine Yönelik Nitel Bir Araştırma", **Sakarya İktisat Dergisi**, C. 3, S. 2/2014, ss. 85-113.
- Ireland, Paddy; "Defending the Rentier: Corporate Theory and the Reprivatization of the Public Company", (Ed.: John Parkinson, Gavin Kelly, Andrew Gamble), **The Political Economy of the Company**, 2001, pg.: 141-173.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H.; "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure", **Journal Of Financial Economics**, Vol. 3, 1976, pg. 305-360.

- Keay, Andrew; **Board Accountability in Corporate Governance**, First Published, Routhledge, 2015.
- Kervankıran, Emrullah; **Alman Hukuku'nda Business Judgement Rule'nin Kodifikasyonu-Türk ve Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme**, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C. 1, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2007.
- Kılıç, Harun; "The Legal Systems of Germany and USA Regarding Share- and Stakeholder Capitalism", **Journal of Social Policy Conferences**, Iss. 72, 2017/1, pg. 171-204.
- Korkut, Ömer; **Anonim Şirketlerde İnançlı Yönetim Kurulu Üyeliği**, Adalet Yayınevi, 1. Baskı, Ankara 2007.
- Korkut, Ömer; "Anonim Şirketlerde Şirket Menfaati Kavramının Somutlaştırılması", **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, C. 11, S. 2, 2007, ss. 1-9.
- Koutsias, Marios; "Shareholder Supremacy in a Nexus of Contracts: A Nexus of Problems", **Business Law Review**, Vol.: 38 Iss.: 4, 2017, pg. 136-146.
- Kurt, Gülüzar/ Demir, Gönenc; "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Profesyonelleşme ve Vekâlet Teorisi", **HPD**, S.: 06, 2006, ss. 60-66.
- Kurt, Mustafa/ Kayacan, Murad; "Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkeleri"nin İçerik Analizi", **TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, Ankara 2005.
- Lan, L. L/ Heracleous, L.; "Rethinking Agency Theory: The View from Law", **Academy of Management Review**, 15(2), 2010.
- Macey, Jonathan R.; "A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge V. Ford", **Virginia Law & Business Review**, Vol. 3, Spring 2008, Number: 1, pg. 177-189.

- Macintosh, John C.C.; "The Issues, Effects and Consequences of the Berle–Dodd Debate", 1931–2', **Accounting, Organizations and Society**, Vol.: 24 Iss.: 2, 1999, pg.: 139–153.
- Mélon, Lela; **Shareholder Primacy and Global Business: Reclothing the EU Corporate Law**, First Edition, Routledge, 2019.
- Millon, David; "Corporate Social Responsibility and Environmental Sustainability", **Company Law and Sustainability-Legal Barriers and Opportunities**, (ed. Beate Sjafjell/ Benjamin J. Richardson), First Published, Cambridge University Press, 2015.
- Millstein, I. "Corporate Governance Reform in Asia", **Corporate Governance Advisor**, January/February, 1999.
- Mukwiri, Jonathan; "Myth Of Shareholder Primacy In English Law", **European Business Law Review**, Vol.: 24, Iss. 2, 2014, pg. 217-241.
- Özdemir, Semih Sırrı/ Tamer, Elanur; "Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Anonim Şirketlerde Genel Kurula İlişkin İlkelerin Değerlendirilmesi", **Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi**, S.: 14, Aralık 2019, ss. 329-373.
- Özdoğan Yılmaz, Ayşegül; Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara 2009.
- Özkorkut, Korkut; **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No: 41, Ankara 1996.
- Palladino, Lenore; "How to End Shareholder Primacy", **Progressive Review**, Vol. 26, Iss. 4, Spring 2020, pg. 321-327.
- Paslı, Ali; **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi-Corporate Governance**, 2. Baskı, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2004.
- Paslı, Ali; "'Compliance" Kavramının Anonim Ortaklıklar Hukukundaki Anlamı ve Sorumluluk Sistemine Etkisi", **İÜHFİM**, C. LXXI, S. 2, 2013, ss. 317-334.

Pazarbaşı, Gülşen; **Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, 1. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2018.

Plessis, Jean du; "Shareholder Primacy And Other Stakeholder Interests", **Corporate Governance**, (Ed.: Jean Jacques du Plessis), Corporate Responsibility And Law, 2016, pg. 238-242.

Pulaşlı, Hasan/ Korkut, Ömer; **Temel Hukuk**, Gözden Geçirilmiş Genişletilmiş 18. Baskı, Karahan Kitabevi, Adana 2017.

Pulaşlı, Hasan; **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. I, Güncelleştirilmiş ve Gözden Geçirilmiş Tıpkı 2. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara 2015.

Rhee, Robert J.; "A Legal Theory of Shareholder Primacy", **Minnesota Law Review**, 102:1951, 2018, pg. 1951-2016.

Rowbottom, N./ Schroeder, M. A. S.; "The Rise And Fall Of The UK Operating And Financial Review" **Accounting Auditing & Accountability Journal**, Vol.: 27, Iss.: 4, April 2014, pg.: 655-685.

Sjafjell, Beate/ Johnston, Andrew/ Anker-Sørensen, Linn/ Millon, David; "Shareholder Primacy: The Main Barrier To Sustainable Companies", **Company Law and Sustainability-Legal Barriers and Opportunities**, (ed. Beate Sjafjell/ Benjamin J. Richardson), First Publised, Cambridge University Press, 2015.

Smith, D. Gordon; "The Shareholder Primacy Norm", *The Journal Of Corporation Law*, Vol. 23, Iss. 2, Winter 1998, pg. 277-322.

Smith, N. Craig/ Rönnegard, David; "Shareholder Primacy, Corporate Social Responsibility, and the Role of Business Schools", **Journal of Business Ethics**, Vol. 125, No. 2, 2014, pg. 463-478.

Stout, Lynn; "Corporations Don't Have to Maximize Profits", **The New York Times**, April 16/2015, kaynak: www.nytimes.com, e.t.: 01.04.2020.

Stout, Lynn A., "The Toxic Side Effects Of Shareholder Primacy", **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 161, Iss. 7, June 201), pg. 2003-2023.

Strine, Leo E.; "Our Continuing Struggle With The Idea That For-Profit Corporations Seek Profit", **Wake Forest Law Review**, Vol. 47, 2012, pg. 135-172.

Şakar, S. Ünal, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, 1997.

Tekinalp, Ünal; **Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki**, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, 1. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 2003.

Tekinalp, Ünal; "Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı", **Uğur Alacakaptan'a Armağan**, S.: 1, C.: 2, İstanbul 2008, ss. 635-652.

Tumay, Meltem; "Why Corporate Social Responsibility: A New Concept In The 21st Century", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C.: 16, S.: 2, 2009, ss. 63-72.

Turanlı, Hüsnü; "Yeni Türk Ticaret Kanunu Işığında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Hükümsüzlüğü", **GÜHFD**, C. XVII, S. 1-2, 2013, ss. 939-960.

Türedi, Selda, "Sermaye Piyasalarında Kotasyon Ve Kotasyonun Faydaları", **Mevzuat Dergisi**, 16/186, Haziran 2013, kaynak: <https://www.mevzuatdergisi.com/2013/06a/01.htm>.

Uyar, Süleyman; "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi", **MÇD**, 2004/ S. 66, ss. 1-15.

Verma, Vivek Kumar; "Do Directors Owe Fiduciary Duty To Shareholders?", 2017, kaynak: www.indiancaselaws.wordpress.com.

Zengin, Asiye Nur/ Altıok Yılmaz, Ayşe; "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları", **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, C. 10, S. 48/ 2017, ss. 684-702.

Yararlanılan İnternet Kaynakları

www.businessdictionary.com

www.businessroundtable.org

www.clr.org

www.dictionary.cambridge.org

www.ec.europa.eu

www.eur-lex.europa.eu

www.fastcompany.com

www.kararara.com

www.legislation.gov.uk/

www.lexpera.com.tr

www.oecd.org

opportunity.businessroundtable.org

http://www.purposeofcorporation.org/

www.spk.gov.tr