

Kurumsal Yatırımcıların Pay Sahibi Aktivizmi: Hedef Şirketlere Yönelik Fayda ve Sakıncalar

Shareholder Activism by Institutional Investors: Benefits and Drawbacks for Target Companies

Cansu Cindoruk 

Başkent Üniversitesi, Ankara, Türkiye,
cansucindoruk94@gmail.com,
ror.org/02v9bqx10



Öz: Bu çalışma, şirketler hukuku ve sermaye piyasası hukuku bağlamında, kurumsal yatırımcıların pay sahibi aktivizmini incelemeyi amaçlamaktadır. Çalışmada, pay sahibi aktivizmi kavramı tanımlanmakta; aktivist kurumsal yatırımcıların ve hedef alınan şirketlerin öne çıkan nitelikleri detaylı bir şekilde ele alınmaktadır. Bununla birlikte, kurumsal yatırımcılar tarafından uygulanan çeşitli aktivist stratejiler arasında bir ayırım yapabilmek için, pay sahibi aktivizminin farklı biçimlerine iki temel kategori altında genel bir bakış sunulmaktadır. Performans odaklı aktivizm, şirketin mali yapısını iyileştirme ve piyasa değerini artırma gibi hedefler taşıyabilirken; kurumsal yönetim odaklı aktivizm, daha etkin bir yönetim anlayışının geliştirilmesine odaklanmaktadır. Bu bağlamda, çalışma özellikle aktivist kurumsal yatırımcı stratejilerinin hedef şirketler için hem faydalar hem de riskler barındırabileceğini tartışmaktadır. Bununla birlikte, kısa vadeli stratejilerin uzun vadeli sürdürülebilirlik üzerindeki olumsuz etkilerine dair tespit edilen araştırma bulguları da analiz edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Pay Sahibi Aktivizmi, Kurumsal Yatırımcı Aktivizmi, Kurumsal Yatırımcılar, Aktivist Serbest Fonlar, Pay Sahipliği Değeri

Geliş Tarihi/Received: 20.12.2024
Kabul Tarihi/Accepted: 12.02.2025
Yayınlanma Tarihi/ Available Online:
22.05.2025

Abstract: The present study aims to analyse the shareholder activism of institutional investors with regard to corporate and capital market legislation. Accordingly, the study defines the concept of shareholder activism and comprehensively analyses the distinctive features of activist institutional investors, along with their targeted companies. In order to differentiate between the various activist strategies employed by institutional investors, an overview of different forms of shareholder activism is provided under two main categories. Performance-oriented activism may aim to improve a company's financial structure and increase its market capitalisation, while corporate governance-oriented activism focuses on the development of a more effective governance approach. In this context, the study specifically discusses that activist institutional investor strategies can have both benefits and risks for target companies. Furthermore, research findings on the negative effects of short-term strategies on long-term sustainability are also analysed.

Keywords: Shareholder Activism, Institutional Investor Activism, Institutional Investors, Activist Hedge Funds, Shareholder Value

Extended Abstract

Shareholder activism, led by institutional investors, has emerged as a corrective mechanism in reshaping the dynamics involved in monitoring and control over the management and decision-making in public companies. Conversely, the mounting influence of institutional investors in the capital markets, coupled with their capacity to employ a diverse array of instruments within their high-profit, short-term strategies, has also resulted in value-destroying outcomes for target companies. This research examines the multifaceted nature of shareholder activism, focusing on its impact on target companies, in particular the potential benefits and drawbacks. It also examines the strategies adopted by institutional investors, highlighting their motivations and rationales for their actions.

Shareholder activism is rooted in the concept of shareholder engagement to address perceived inefficiencies or underperformance in a company's governance and operations. Institutional investors use several means to apply their strategies, both with their rights arising from ownership, to advocate for changes that align with their objectives. These changes tend to focus on financial restructuring,

Cite as (ISNAD): Cindoruk, Cansu. "Kurumsal Yatırımcıların Pay Sahibi Aktivizmi: Hedef Şirketlere Yönelik Fayda ve Sakıncaları". *Sakarya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 13/1 (2025), 330-349. <https://doi.org/10.56701/shd.1604839>

changes in management structure and personnel policy. Institutional investors can catalyze improvements in corporate governance by pursuing a range of strategies, including establishing collaborative dialogues and implementing public campaigns.

Institutional investors engaging in shareholder activism can be broadly categorized into hedge funds, private equity, as well as pension funds. Activist hedge funds frequently employ aggressive or performance-oriented tactics in pursuit of the aim of maximising returns derived from their investments in the target company. These tactics may include advocating for share buybacks, asset divestitures, or higher and more frequent dividend distributions. Private equity funds, in contrast, typically operate with a long-term investment horizon, focusing on corporate governance-related or operational improvements to enhance the target company's value. Pension funds, representing large pools of capital, are prioritising board composition, executive remuneration policies and, in past cases, the removal of takeover defences in target companies. The distinct perspectives and priorities of each type of institutional investor contribute to the diverse landscape of shareholder activism, influencing their interactions with target companies. Each type of institutional investor brings a unique perspective and set of priorities to the activism landscape, shaping their interactions with the target company and its shareholders.

Empirical evidence indicates that certain characteristics make companies more susceptible to becoming targets of activist interventions. The aforementioned characteristics, which include underperformance, low insider ownership and an excess of liquidity, may collectively indicate deficiencies in managerial efficiency or operational effectiveness. Furthermore, public companies with high cash reserves and liquid shares are particularly attractive to activist investors seeking to unlock immediate value. While these traits facilitate activism, they also highlight the complexities of balancing activist investors' interventions with long-term corporate objectives. In light of the above, researchers engaged in analyzing shareholder activism attempt to balance the potential benefits and drawbacks that target companies may experience.

Shareholders' participation in the governance of corporations has been shown to result in substantial benefits for the target company. Activist investors frequently serve as monitors of corporate governance, thereby promoting accountability and transparency. From a financial perspective, shareholder activism frequently results in increased stock prices and improved returns, particularly in instances where performance-driven activism identifies and rectifies inefficiencies. Furthermore, activist campaigns can act as a catalyst for companies to re-evaluate their strategies and operational models in response to external pressures, prompting a shift in strategic direction towards innovation and efficiency.

Despite these benefits, shareholder activism is not without its drawbacks. A common critique of institutional investor activism is that it places an undue emphasis on short-term profits, which may have deleterious effects on long-term value enhancement and sustainability. The tendency towards short-termism, frequently linked with hedge fund activism, can result in decisions that prioritise immediate profitability at the risk of compromising the company's future growth as well as its stability. Furthermore, conflicts of interest among shareholders have the potential to emerge, particularly when activist strategies diverge from the broader interests. Such conflicts have capacity to disrupt decision-making processes, which may result in inefficiencies and discord within the company.

In conclusion, the impact of shareholder activism by institutional investors can be considered a double-edged sword. Although it has the potential to drive corporate reforms, improve governing practices, and enhance shareholder value, it also raises valid concerns regarding short-termism and the reduction of value. A nuanced understanding of these dynamics by academic researchers and regulatory authorities is necessary to harness the benefits of shareholder activism while mitigating its costs. It is therefore unwise to be hasty in forming a firm opinion on this matter. The paper under discussion provides a

comprehensive analysis of activist shareholders' strategies, impacts, and related legal frameworks, thus substantially contributing to the ongoing discourse. It offers valuable guidance for regulators, corporate leaders, and investors navigating this complex landscape.

Giriş

Halka açık anonim şirketlerde pay sahibi aktivizmi kavramı, pay sahiplerinin belli bir amaç doğrultusunda, şirketin yönetimine ilişkin bazı değişiklikleri hayata geçirmek üzere yürüttükleri çeşitli strateji ve faaliyetleri kapsamaktadır. Bu bağlamda aktivist pay sahipleri, hedef şirketin yönetimini etkilemek için pay sahipliğinden doğan haklarını kullanabilecekleri gibi ilgili şirket üzerinde etki yaratmak üzere kişisel görüşmeler veya halka ilişkiler çalışmaları yürütmek gibi fiili araçlardan da faydalanabilmektedir. Bu hususta özellikle, pay sahibi aktivizmi alanında ön plana çıkan bazı kurumsal yatırımcıların faaliyetleri, geniş bir yelpaze oluşturmaktadır.

Tüm bu süreçte aktivist pay sahipleri, öncelikle hedeflenen tedbirleri uygulamaya koymak için belirli bir strateji planlamaktadır. Aktivist pay sahiplerinin bu strateji doğrultusunda, tek başına bir yöntem oluşturabilecek eylem ve faaliyetleri de birer araç olarak değerlendirmeleri mümkündür.¹ Dolayısıyla, özellikle aktivist kurumsal yatırımcıların birbirlerinden farklılaşan amaç ve yaklaşımları doğrultusunda, pay sahibi aktivizminin çok çeşitli formları gözlemlenebilmektedir. Başka bir deyişle, pay sahibi aktivizminin çeşitli görünüşleri ile kavramın, esasen belirli bir kapsam ve sınırlar dâhilinde tüm boyutlarıyla açıklığa kavuşturulması neredeyse imkânsızdır. Bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların aktivist pay sahipleri olarak takip ettikleri hedefler ve müdahale yaklaşımlarına bağlı olarak, pay sahibi aktivizmi stratejileri iki temel kategori altında incelenecektir. Kurumsal yatırımcıların farklı yaklaşımlarının, hedef alınan şirketlerde değer azaltıcı etkiler yaratabileceğine dair doktrinel tartışmalar ekseninde, pay sahibi aktivizminin hedef şirketlere yönelik olası fayda ve sakıncaları tespit edilmeye çalışılacaktır.

I. Pay Sahibi Aktivizmine Genel Bir Bakış

A. Kavram

Pay sahibi aktivizminin, bugüne dek geçirdiği evrim sürecinde çok farklı örnekleri karşımıza çıkmıştır. Bu sebeple, pay sahibi aktivizmi kavramından ne anlaşılması gerektiği hususunda doktrinde farklı değerlendirmelere temas edilmiştir. Pay sahibi aktivizminin doktrinde yapılan tanımları incelendiğinde, bu kavramın genellikle bir şirketin performansına verilen tepki seçenekleri ile ilgili olarak, *Hirschman* tarafından öne sürülen temel bir sınıflandırma üzerinden ele alındığı görülmektedir.²

Bu temel sınıflandırma çerçevesinde, bir şirketin performans düşüklüğü karşısında harekete geçen pay sahiplerinin, şirket yönetiminden duydukları memnuniyetsizliği iki şekilde göstermeleri mümkündür.³ Buna göre, şirketin yönetiminden memnun olmayan pay sahipleri ya yönetime ilişkin öneri ve itirazlarını dile getirerek (*sesini duyurma/voice*) ya da şirketten çıkma (*exit*) seçeneğini uygulayarak, şirket yöneticileri üzerinde disipline edici bir etki yaratabilmektedir.⁴ Nitekim her iki tepki seçeneğinin

¹ Bu hususta, aktivist pay sahibinin, orta veya uzun vadeli hedeflerini gerçekleştirmek için öncelikle yönetim kurulunda bir koltuk elde etmeye çalışması örnek olarak gösterilebilir. İlgili örnek için ayrıca bkz. Martin Schockenhoff – Johannes Culmann, "Shareholder Activism in Deutschland", *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* (2015), 297.

² Stuart L. Gillan – Laura T. Starks, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", *Journal of Applied Corporate Finance* 19/1 (2007), 55; Anna Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht* (Baden-Baden: Nomos Verlag, 2019), 69; Han-Kyun Rho, "On Defining Shareholder Activism: Exploring the Terrain for Research", *Corporate Ownership & Control* 4/2 (2006-2007), 305; Marion D. Hartmann, *Shareholder Activism: Benefits and Drawbacks* (Berlin: Peter Lang Verlag, 2014), 5.

³ Albert O. Hirschman. *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge: Harvard University Press, 1970), 3-4.

⁴ Bir ticari organizasyon bünyesindeki katılımcılar, söz konusu memnuniyetsizliğe rağmen, herhangi bir şey yapmamayı tercih ederek, "Sadakat (Loyalty)" seçeneğini de benimseyebilir. Bkz. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty*, 76; Ayrıca, "disiplin etkisi" ile ilgili olarak bkz. Sibel Hacımahmutoğlu, "Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkisi", *Banka*

işlevi, şirket yönetimini performans düşüklüğü hakkında uyarmak ve bu tepkiye yol açan yönetim zafiyetleri ile çözüm yöntemlerini araştırmaya yöneltmektir. Esasen, pay sahibi aktivizminin de şirket yönetimi üzerinde doğurduğu etki ve sonuçlar bakımından aynı işlevi yerine getirmesi nedeniyle, bir şirketin yönetim performansına karşılık uygulama alanı bulan eylem seçenekleri arasında değerlendirilmesi mümkündür.

Bu hususta doktrinde, şirket yönetiminin performansına karşı uygulanan eylem türlerinin bir yelpaze oluşturduğu göz önünde bulundurularak, bu yelpazenin iki uç noktası arasında kalan alanın, pay sahibi aktivizmi kapsamında uygulama alanı bulan faaliyetleri temsil edeceği ileri sürülmüştür.⁵ Buna göre, yelpazenin bir ucunda halka açık şirketlerde pay alım satım kararları neticesinde yönetimin performansına karşı görüşlerini öne süren “aktif” yatırımcılar bulunmakta; diğer uçta ise, aleni pay alımı teklifi yoluyla şirket devralmalarının başlatıldığı “kurumsal kontrol piyasası” yer almaktadır.⁶

Buna göre, pay sahibi aktivizmi çerçevesinde uygulanan eylem ve faaliyetler, “kurumsal etki piyasası”⁷ temelinde yürütülmekte; bir şirketin kontrolünü devralmakla ilgili bir amaç taşımaması yönünden diğer benzer kavramlardan ayrılmaktadır.⁸ Bu sebeple, pay sahibi aktivizminin, hedef şirket yönetiminin performansına verilen iki olası tepki biçiminden biri olan şirketten çıkma (*exit*) seçeneği⁹ ile bu yöntemin uygulanmasıyla tetiklenen ve bir şirketin kontrolünün devralınmasına yol açan diğer eylem türlerinde farklı bir yaklaşım olduğunu belirtmek gerekir.¹⁰

B. Kökenleri

Pay sahibi aktivizmine dair uygulama örneklerinin ilk olarak 20. yüzyılın başlarından itibaren Amerika Birleşik Devletleri'nde gözlemlendiği söylenebilir. Bununla birlikte, pay sahibi aktivizmi kavramı, özellikle kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki artan etkisiyle birlikte, esasen son otuz yıl içinde günümüzdeki anlamına kavuşmuştur.¹¹ Başlangıçta, daha çok kamu ve özel emeklilik fonları (*public or private pension funds*) tarafından yürütülen aktivist girişimler sonucunda, hedef şirketlerin yönetiminde önemli değişikliklere zemin hazırlanmıştır.¹² Örneğin, 1970 yılında Amerika Birleşik Devletleri Columbia Bölgesi Temyiz Mahkemesi tarafından verilen öncü nitelikteki bir kararda, önemli bir kimyasal madde üreticisi olan “The Dow Chemical” unvanlı şirket tarafından reddedilen; Vietnam

ve Ticaret Hukuku Dergisi (BATİDER) 23/3 (2006), 259; Henry G. Manne, “Cash Tender Offers for Shares: A Reply to Chairman Cohen”, *Duke Law Journal* 2 (1967), 236 vd.

⁵ Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 55.

⁶ Kavramsal olarak, anonim şirketlerde pay sahiplerinin “etki arayışı” ile “kontrol arayışı” arasında bir ayrım yapmak gerekir. Bu eylem seçenekleri, ulaşılmak istenen amaç açısından birbirinden ayrılmaktadır. Bununla birlikte, birbirleriyle bağlantılı olan bu olgular, doktrinde “kurumsal etki piyasası” ve “kurumsal kontrol piyasası” çerçevesinde ele alınmakta, ancak aynı temeller üzerinde gelişim göstermektedir. Bkz. Brian Cheffins – John Armour, “The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds”, *Journal of Corporation Law* 37/1 (2011), 58-59; Henry G. Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 73/2 (1965), 112.

⁷ Paul Rose – Bernard S. Sharfman, “Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance”, *Brigham Young University Law Review* 5 (2014), 1015.

⁸ Bu sebeple, anonim şirket devralmalarına yönelik işlem ve ilgili düzenleyici kurallar (takeover regulations), her ne kadar uygulamada görülen yüksek ilgi düzeyleri bulunsu da burada tartışılmakta olan, katılım sağlanan bir şirketin üzerinde etki kurma çabasından ayırt edilerek çalışmamızın kapsamı dışında bırakılmıştır. Aynı yönde bkz. Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 68.

⁹ Şirketten çıkma (*exit*) seçeneğinin, pay sahibi aktivizmi kapsamında değerlendirilemeyeceğine ilişkin ayrıntılı olarak bkz. Ekrem Solak, “Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği Hukukları Kapsamında Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri”, *Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 16/2 (2019), 131-132.

¹⁰ Bu hususta, Gillan ve Starks tarafından “...try to bring about change within the company without a change in control” ifadesi kullanılmaktadır. Bkz. Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 56; Ayrıca, “non-control related monitoring” ifadesinin kullanımı için bkz. Hartmann, *Shareholder Activism*, 7; Ayrıca bkz. Maria Goranova - Lori Verstegen Ryan, “Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review”, *Journal of Management* 40/5 (2014), 1241.

¹¹ Jay W. Eisenhofer – Michael J. Barry, *Shareholder Activism Handbook* (New York: Wolters Kluwer, 2005), 72.

¹² Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 56.

Savaş'ında kullanılmak üzere üretilen napalm satışının yasaklanmasına dair bir pay sahibi önerisinin, pay sahiplerinin oylamasına sunulması gerektiği ifade edilmiştir.¹³

Erken dönemde, hedef şirketlere yönelik daha çok sosyal ve toplumsal nitelikteki talepler ileri sürülürken, zamanla sermaye piyasalarının gelişmesi ve farklı yatırım stratejilerine sahip kurumsal yatırımcıların artan faaliyetleriyle birlikte pay sahibi aktivizmi olgusu da ekonomik motivasyonlara dayalı bir akım olarak ivme kazanmıştır. Özellikle, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1985 yılında kurulan “Kurumsal Yatırımcılar Konseyi (*Council of Institutional Investors*)”, halka açık şirketlerde kurumsal yatırımcılar ve onların menfaat sahipleri adına, yatırımlarının uzun vadeli değerini artıracak politikaların geliştirilmesini teşvik edici bir rol üstlenmiştir.¹⁴ Böylelikle Konsey, halka açık şirketlerin yönetim ve işleyişinde, pay sahiplerinin etkinliğini artırmak üzere kurumsal yatırımcılara destek sağlayarak pek çok aktivist pay sahibinin bir araya geldiği bir organizasyona dönüşmüştür. Kurumsal yatırımcıların aktivist pay sahipleri olarak etkinlik kazanmasının ardından, bu alanda önemli aktörler hâline gelen serbest fonlar (*hedge funds*) ve özel sermaye fonlarının (*private equity funds*) daha çok yatırım stratejileriyle bağlantılı faaliyetler yürüttükleri gözlemlenmiştir.¹⁵

Pay sahibi aktivizmi kavramının günümüzdeki anlamını yansıtan önemli bir somut örnek, 2019 yılında aktivist serbest fon “*Elliott Management*” tarafından, “*AT&T Inc.*” telekomünikasyon şirketinde, sermayenin yaklaşık %1,2'sine karşılık gelen pay sahipliğine dayanarak başlatılan aktivist müdahale sürecidir. Bu olayda, hedef şirketin satın alma stratejilerini, özellikle “*Direct TV*” ile “*Time Warner*” şirketlerinin devralınmasını eleştiren aktivist serbest fon, işletme verimliliğini düşüren malvarlıklarının elden çıkarılması ve pay geri alımlarının başlatılması çağrısında bulunmuş; bu sayede, hedef şirkette pay sahipliği değerinin de artırılabilirliğini savunmuştur.¹⁶ Sonuç olarak, hedef şirket aktivist serbest fonun taleplerine yanıt vererek yaklaşık 30 milyar dolar değerinde bir pay geri alım programı başlatmış ve bazı operasyon süreçlerini, işletme birimlerinin devri yoluyla sona erdirmiştir.¹⁷

C. Amaç ve kapsam

Halka açık anonim şirketlerde aktivist pay sahipleri, genellikle finansal nitelikte olan hedefleri takip etmekte ve belli bir amaca ulaşmak için şirketin yönetim ve işleyişinde bazı tedbirleri uygulamaya koymaya çalışmaktadır.¹⁸ Bu bağlamda, aktivist pay sahiplerinin hareket geçme motivasyonunun, genellikle kendi yatırımlarının değerini artırmakla ilgili olduğu söylenebilir.¹⁹ Bu amaç, uzun vadeli bir yaklaşımda, pay sahipliği değerinin en yüksek seviyeye çıkarılmasıyla birlikte ilerler. Ancak, aktivist kurumsal yatırımcılar tarafından takip edilen tüm hedeflerin tek bir ortak noktası vardır. Buna göre, hedef şirkette uygulanması planlanan tüm tedbirler, nihayetinde pay sahiplerinin gelirlerinde bir artışla

¹³ Örnek olay için bkz. Sarah C. Haan. “Civil Rights and Shareholder Activism: SEC v. Medical Committee for Human Rights”. *Washington and Lee Law Review* 76/3 (2019), 1168.

¹⁴ Kurumsal Yatırımcılar Konseyi (*Council of Institutional Investors*) hakkında bkz. <<https://www.cii.org/about>>, (E.T. 12.02.2024).

¹⁵ Iman Anabtawi/Lynn Stout. “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”. *Stanford Law Review* 60/5 (2008), 1277.

¹⁶ Aktivist pay sahipleri tarafından sıklıkla öne sürülen bu taleplerde amaç, nakit kaybına yol açan faaliyetlerin sona erdirilmesi ve varlıkların elden çıkarılmasıyla şirketin performansını yükseltmek ve payların piyasa fiyatını artırmaktır. Ancak bu talepler, bazı durumlarda yalnızca pay sahiplerine daha fazla nakit aktarılmasını hedeflemekte ve bu durum, giderek şirketin ekonomik devamlılığını tehlikeye atması nedeniyle doktrinde eleştirilmektedir. Bu hususta bkz. Cheffins - Armour, “Shareholder Activism by Hedge Funds”, 60.

¹⁷ Örnek olay için bkz. Linda Hardesty, “After shaking up AT&T, Elliott Management divests its stake”, *Fierce Network* (17 Kasım 2020); Paul R. La Monica, “Activist investor takes a big stake in AT&T, pushing for spinoffs and major changes”, *CNN Business* (9 Eylül 2019).

¹⁸ Aynı yönde ve ayrıca bkz. Norbert Klingebiel – Maximilian Klingebiel, “Institutionelle Investoren und Strategien des Shareholder Activism”, *Wissenschaftliche Beiträge (WiSt)* 6 (2022), 5; Bernd Graßl – Tobias Nikoleyczik, “Shareholder Activism und Investor Activism”, *Die Aktiengesellschaft (AG)* 62/3, 2017, 50; Peter O. Mühlert, “Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche”, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)* 182 (2018), 106.

¹⁹ Christina Albath, *Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung* (Baden-Baden: Nomos Verlag, 2022), 47-48; Patrick Brückner, *Aktivistische Aktionäre: Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten* (Berlin: Duncker & Humblot Verlag, 2023), 27.

sonuçlanmalıdır.²⁰ Özellikle kurumsal yatırımcıların birbirlerinden farklılaşan yatırım davranışlarıyla bağlantılı olarak, hedef şirketlerde uygulama alan pay sahibi aktivizminin değişik formları, doktrinde genel olarak iki temel kategoriye ayrılmaktadır.

1. Odak noktasına göre

Aktivist pay sahiplerinin stratejileri, hedef şirketin kurumsal yapısının hangi unsurları üzerine odaklandığına bağlı olarak, iki temel formda karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda, aktivist pay sahiplerinin, hedef şirkette uygulamaya çalıştıkları finansal nitelikteki tedbirler ile bu kapsamdaki uygulamalarına, “*performans odaklı aktivizm (performance-driven activism/leistungsbezogenem Aktivismus)*” olarak adlandırılan bir kategoride yer verilmektedir.²¹ Buna göre, performans odaklı aktivizm, öncelikle şirket paylarının piyasa değerini önemli ölçüde yükseltecek ve pay sahiplerine “*daha fazla*” nakit aktarımına yol açacak tedbirleri kapsamaktadır.²² Burada, hedef şirketin mali durumu ile ilgili politikalarının yeniden düzenlenmesi, işletme sermayesinin optimizasyonuna²³ yönelik değişikliklerin uygulanması hedeflenebilir. Amaç, aktivist pay sahibinin malvarlığı değerini azamileştirmek, yani pay sahipliği değerini (*shareholder value*)²⁴ en yüksek seviyeye çıkarmaktır.²⁵ Bu kapsamda, hedef şirketin işletmeleri ve malvarlığı bölümlerinin devri veya çekirdek olmayan varlık satışlarına ilişkin tedbirler ile yatırımlarının nakde çevrilmesini hedefleyen aktivist pay sahibi stratejilerine yer verilebilir.²⁶ Ayrıca, hedef şirketten pay sahiplerine nakit aktarımı sağlamak için yüksek oranda kâr payı (*süper temettü*) ödemeleri ile pay geri alımlarını hedefleyen aktivist pay sahibi stratejileri de bu kapsamda sayılabilir.²⁷ Takip edilen tüm bu hedeflerin, esasen payların piyası fiyatı üzerinde belirleyici etkisi olan, aynı zamanda şirketin sermaye yapısını, verimliliği ve kârlılığı azami

²⁰ Bu sebeple, genel olarak kurumsal yönetim anlayışını iyileştirme ya da sosyal niteliğe sahip amaçlara yönelik pay sahibi aktivizmi faaliyetleri, ikincil bir nitelik taşımaktadır. Bkz. Hartmann, *Shareholder Activism*, 16; Ayrıca, halka açık şirket yönetimlerinin, sosyal ve çevresel açıdan önem taşıyan konuları, şirketin yönetim politikalarına dâhil etmesi hususunda Avrupa Birliği hukukunda öngörülen düzenlemeler için bkz. Fatih B. Erdem – Cansu Cindoruk, “Corporate Sustainability and the Shareholder Activism Problem”, *Law and Sustainability: Perspectives for Lithuania and Beyond*, ed. Alessio Bartocelli/Dovilė Sagatienė (Krakow: Księgarnia Akademicka Publishing, 2023), 187-189.

²¹ Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1018; Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 69; Cheffins - Armour, “Shareholder Activism by Hedge Funds”, 56.

²² Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1018.

²³ Finans biliminde “işletme sermayesinin optimizasyonu (working capital optimization/WCM)”, bir işletmenin kârlılığını en üst seviyeye çıkarmak ve işletmenin maliyetlerini en aza indirmek suretiyle, likidite ve kârlılık arasında dengenin sağlanması amacıyla takip edilen stratejiler bütünü olarak açıklanmaktadır. Bkz. Ali İhsan Akgün, “Ekonomik Katma Değer (EVA) ile İşletme Sermayesi Etkinliği Arasındaki İlişki: 2008 Küresel Finansal Kriz Dönemine İlişkin Bulgular”, *Maliye ve Finans Yazıları* 112 (2019), 110.

²⁴ Finans biliminde “*hissedar değeri/pay sahipliği değeri (shareholder value)*”, bir firmanın değerinden şirketin borçları düşüldükten sonra pay sahiplerinin üzerinde hak sahibi olduğu değeri ifade etmektedir. Dolayısıyla bir şirketin işletme faaliyetleri sonucunda değer oluşturulması, pay sahiplerinin özsermaye değerlerinin (*pay sahipliği değeri*) artırılması anlamına gelir. Bu kavram, pay sahiplerinin yatırımları karşılığında elde ettikleri toplam faydayı ifade eden ve onlar için yaratılan bir değerdir. Bu hususta ayrıntılı olarak bkz. Şakir Sakarya, “Hissedar Değeri ve Hesaplaması Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 40 (2008), 177-180.

²⁵ Pay sahipliği değeri, aynı zamanda pay sahiplerinin, şirkete getirdiği yatırımları karşılığında elde ettiği toplam kazancın en yüksek seviyeye çıkarılmasını (*maximising shareholder value*) hedefleyen yönetim anlayışını ifade eder. Bu konuda bkz. Alihan Aydın, *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi* (İstanbul: Arıkan Yayınları, 2008), 69; Ünal Tekinalp, “Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının ve Yönetim - Denetim Felsefelerinin Dinamikleri ile Bunlar Arasındaki İlişki”, *Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan*, ed. Tuğrul Ansay (Ankara: Turhan Kitabevi, 2003), 229.

²⁶ Cheffins - Armour, “The Past, Present and Future of Shareholder Activism”, 60.

²⁷ Deutsches Aktieninstitut (DAI) - McKinsey&Company (McKinsey), *Investorendialog im Umbruch: Zum Umgang börsennotierter Unternehmen mit aktiven Aktionären* (2009), 25; Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1018; Cheffins - Armour, “The Past, Present and Future of Shareholder Activism”, 60.

seviyeye ulaştırarak şekilde iyileştirmeye yönelik tedbirlerden oluştuğunu söylemek mümkündür.²⁸ Bu kapsamda izlenen stratejiler, genellikle aktivist serbest fonların yaklaşımıyla ilişkilendirilmektedir.²⁹

Performans odaklı olmayan ve “kurumsal yönetim aktivizmi (*corporate governance activism/corporate governance Aktivismus*)” olarak nitelendirilen bir diğer kategoride, aktivist pay sahiplerinin hedef şirkette kurumsal yönetime ilişkin talepleri ile genellikle, yönetim kurulunun yapısal oluşumunu ilgilendiren müdahaleleri yer alır.³⁰ Bu kapsamda, ağırlıklı olarak yönetim organlarının oluşumuna veya hedef şirkette uygulanmakta olan kurumsal yönetim anlayışına ilişkin talepler ileri sürülmektedir.³¹ Dolayısıyla, aktivist pay sahipleri tarafından takip edilen bu tür tedbirler, şirketin yönetimini ilgilendirmekle birlikte, öncelikli olarak şirket paylarının piyasa değerini etkilemekten bağımsızdır.³² Bununla birlikte, performans odaklı aktivizm bağlamında izlenen tedbirlerin uygulanabilmesi için öncelikle, hedef şirketin kurumsal yönetimi ile ilgili bazı değişikliklerin de gerçekleştirilmesi gündeme gelebilmektedir.³³

2. Müdahale yaklaşımına göre

Aktivist pay sahibi stratejileri arasında ikinci bir ayırım kriteri, hedef şirketin yönetimine müdahale etme kararının zamanlamasında yatmaktadır.³⁴ Özellikle, aktivist serbest fonların eylemleri ile bağdaştırılan ve “saldırgan/müdahaleci pay sahibi aktivizmi (*offensive shareholder activism*)” olarak adlandırılan bir kategoride, diğer pay sahibi aktivizmi faaliyetlerine nazaran daha stratejik ve proaktif şekilde yürütülen eylem ve faaliyetler yer almaktadır.³⁵ Bu stratejik yaklaşımlar çerçevesinde, aktivist pay sahipleri, öncelikle hedef şirketin planlanan müdahaleden fayda sağlayıp sağlamayacağını değerlendirmekte ve olumlu bir kanaate ulaştıklarında harekete geçmektedir. Buna göre, hedef şirketin yönetimine müdahale kararı, planlanan tedbirlerin şirketin performansını ve pay sahipliği değerini artırma potansiyeline bağlı olarak alınmaktadır.³⁶ Bu açıdan, ilgili kategori kapsamındaki stratejik yaklaşımlar, belirli bir miktarda pay alımı ile etki yaratma çabası arasındaki zamansal ilişki nedeniyle, “*ex ante*” olarak da nitelendirilir. Bu müdahale yaklaşımı, serbest fonlar tarafından uygulanan pay sahibi aktivizminin tipik bir örneği olarak gösterilmektedir.³⁷

Buna karşılık başta emeklilik yatırım fonları olmak üzere, diğer aktivist kurumsal yatırımcıların faaliyetleri ile bağdaştırılan ve “savunmacı pay sahibi aktivizmi (*defensive shareholder activism*)” olarak nitelendirilen bir diğer kategoride ise, hedef şirketin yönetimine müdahale etme kararının, şirket yönetiminin işlem ve faaliyetlerinde herhangi bir eksiklik görülmesi veya performans düşüklüğünün

²⁸ Bu aktivist strateji türüne ilişkin somut bir örnek olarak, 2005 yılında “Deutsche Börse AG” ile “London Stock Exchange” arasında yaşanan devralma mücadelesi gösterilebilir. Bu süreçte, “Deutsche Börse AG” bünyesindeki aktivist pay sahipleri konumundaki bir grup kurumsal yatırımcı tarafından yürütülen müdahale girişimi sonucunda, “London Stock Exchange”in Deutsche Börse AG tarafından devralınması engellenmiştir. Devralma işleminin sona erdirilmesinin ardından ise “Deutsche Börse AG”, aktivist pay sahiplerinin taleplerine bir pay geri alım programı başlatarak yanıt vermiştir. Örnek olay için bkz. Andreas Engert, “Hedgefonds als aktivistische Aktionäre”, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* (2006), 2107; ; Klingebiel - Klingebiel, “Shareholder Activism”, 7.

²⁹ Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1018.

³⁰ Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1018.

³¹ Bu aktivist strateji türünün önemli örnekleri, ABD’de 1990’lı yılların başına kadar büyük ölçekli kamu emeklilik fonları tarafından uygulanmıştır. Bu kapsamda öne sürülen taleplerin ise yaygın olarak birikimli oy sisteminin hayata geçirilmesi, yönetim kurulunun bağımsızlığı ve şeffaflığına ilişkin konulara odaklandığı tespit edilmiştir. Ayrıntılı olarak bkz. Gillan-Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 57.

³² Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 69.

³³ Florian Gröntgen, *Operativer Shareholder Activism: Eine rechtliche Analyse des Zusammenspiels von aktivistischen Aktionären und Verwaltungsorganen unter Einbeziehung von Aktionärsrechterichtlinie und ARUG II (RegE)* (Köln: Carl Heymanns Verlag, 2020), 19; Albath, *Shareholder Activism*, 137.

³⁴ Marcel Kahan – Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review* 155/5 (2005), 1069.

³⁵ Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1034-1035; Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 70; Cheffins - Armour, “The Past, Present and Future of Shareholder Activism”, 57.

³⁶ Cheffins - Armour, “The Past, Present and Future of Shareholder Activism”, 56-58; Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1035.

³⁷ Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1020.

tespit edilmesi durumunda gündeme geldiği eylem ve faaliyetler bulunmaktadır.³⁸ Bu yönüyle, ilgili kategoride incelenen aktivist pay sahibi müdahalelerinin daha reaktif yaklaşım üzerine geliştiği söylenebilir.³⁹ Dolayısıyla, bu kapsamda ele alınan pay sahibi aktivizmi faaliyetleri, bir değer artışından faydalanmaktan ziyade, öncelikle şirketin mevcut değerinin korunmasına yöneliktir.⁴⁰ Hedef şirket paylarının edinilmesiyle arasındaki zamansal ilişki dolayısıyla, bu müdahale yaklaşımı için “*ex post*” ifadesi de kullanılmaktadır.

II. Aktivist Kurumsal Yatırımcılar ve Hedef Alınan Şirketler

A. Başlıca kurumsal yatırımcılar

1. Serbest fonlar (hedge funds)

Serbest fonlar (*hedge funds*), genel kabul gören bir tanımı bulunmamakla birlikte, hukuki sınırlamalara tâbi olmaksızın çeşitli yatırım araçlarını kullanabilen, uzun pozisyon yanında kısa pozisyon da alabilen ve düşük riskle yüksek getiri elde etme fırsatı sunan her tür piyasada yatırım yapabilen fonlar olarak doktrinde ifadesini bulmaktadır.⁴¹ Serbest fonlar, kesin ve sürekli getiri sağlamak için çok çeşitli ve atılğan stratejiler kullanabilmektedir.⁴² Dolayısıyla, oldukça profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen bu fonların, katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmakta; fon getirisinin belirli bir kısmı ise fon yöneticilerine bırakılmaktadır.⁴³

Sermaye Piyasası Kurulu’nun “III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”⁴⁴, “Fon Türlerine Özel Esaslar” başlıklı beşinci bölümünde düzenleme altına alınan serbest fonların, ilgili Tebliğ’de yer alan portföy ve işlem sınırlamalarına tâbi olmaksızın, fonun bilgilendirme dokümanlarında yer alan yatırım stratejileri ve limitleri dâhilinde yatırım yapabilecekleri kabul edilmiştir. III-52.1 sayılı Tebliğ m. 25/4’te ise serbest fonların, katılma payları ancak nitelikli yatırımcılara satılabilecek nitelikte fonlarına temas edilmiştir. Görüldüğü üzere serbest fonlar, kullandıkları yatırım stratejileri; yatırım yaptıkları araçlar ya da getiri hedefleri gibi pek çok yönden diğer yatırım fonlarından ayrılmaktadır.⁴⁵ Ayrıca serbest fonlar, sınırlanmış bir yatırımcı grubuna hitap etmek; etkin bir şekilde yönetilmek ve çoğu kez, yatırım riskini ters pozisyon (*hedging/hedge işlemi*)⁴⁶ ile dengelemeye çalışmak gibi öne çıkan belirli özelliklerle de karakterize edilmektedir. Bunun yanı sıra serbest fonların, diğer yatırım fonlarının aksine belirli yükümlülüklerden muaf tutulması ve ve fon yöneticilerinin performansına dayalı teşvik yapısına göre hareket etmesi de pay sahibi aktivizminin en önemli aktörleri olarak ortaya çıkmasında zemin hazırlamıştır.⁴⁷

³⁸ Kahan - Rock, “Hedge Funds”, 1069.

³⁹ Rose - Sharfman, “Corrective Mechanism”, 1035.

⁴⁰ Andreas Jansson, “No Exit!: The Logic of Defensive Shareholder Activism”, *Corporate Board: Role, Duties and Composition Journal* 10/2 (2014), 17.

⁴¹ Tuba Ertugay Yıldız, *Hedge Fonların İşleyişi* (Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlik Etüdü, 2004), 3; Nurgül Chambers, “Hedge Fonlar”, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 1/1 (2008), 5.

⁴² Chambers, “Hedge Fonlar”, 5.

⁴³ Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr), *Serbest Yatırım Fonları, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları* (Erişim 2 Ekim 2023); Ayrıca bkz. Thomas G. Wenninger, *Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts: Shareholder Activism und aktienrechtliche Corporate Governance* (Baden-Baden: Nomos Verlag, 2009), 37.

⁴⁴ III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1 sayılı Tebliğ), *Resmî Gazete* 28702 (9 Temmuz 2013).

⁴⁵ Chambers, “Hedge Fonlar”, 6.

⁴⁶ “*Hedging/hedge işlemi*”, üstlenilen yatırım riskini en aza indirecek veya ortadan kaldıracak karşıt bir işlem yapma (ters pozisyon alma) faaliyeti olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım için ve ayrıntılı olarak bkz. Cengiz Yavillioğlu – Güven Delice, “Tezgâh Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”, *Maliye Dergisi* 151 (2006), 66, dpn. 7.

⁴⁷ Alon Brav vd., “*Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*”, *The Journal of Finance* 63 (2008), 1773; Joachim Faber, “*Institutionelle Investoren (einschließlich Hedgefonds und Private Equity)*”, *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, ed. Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel von Werder (Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag), 223.

2. Özel sermaye fonları (private equity funds)

Özel sermaye fonları (*private equity funds*)⁴⁸, şimdiye kadar payları borsada işlem görmeyen anonim şirketler ile belirli bir süredir ekonomik faaliyetlerde bulunan ticari işletmelere sağladıkları finansman desteği ile tanınmaktadır.⁴⁹ Bununla birlikte, kaldıraçlı devralmalar (*leveraged buyout/LBO*) ve payları borsada işlem gören bir anonim şirketin çoğunluk paylarını satın almak suretiyle hedef şirketi borsa kotundan çıkarmak “(*public-to-private buyout*)” ile ilgili faaliyetleri, uygulamadaki önemli örnekleri oluşturmaktadır.⁵⁰ Ancak, bugüne dek seçtikleri bu yatırım davranışları sebebiyle, pay sahibi aktivizmi faaliyetlerinde bulunmayacakları söylenemez. Gerçekten de, özel yatırım fonlarının, gelecekte amaçları doğrultusunda pay sahibi aktivizmi faaliyetlerine daha sık başvurmaları veya en azından, hedeflerine ulaşmak için diğer aktivist pay sahipleri ile daha çok birlikte çalışmaları beklenmektedir.

Özel sermaye fonları, günümüzde esasen Amerika Birleşik Devletleri’nde sermaye piyasalarının ve pay sahibi aktivizminin önemli aktörleri arasında sayılmaktadır. Özellikle son yirmi yılda, ABD’deki halka açık şirketlerin aktivist pay sahipleri olarak hareket eden özel sermaye fonlarına daha sık rastlanmıştır.⁵¹ Bununla beraber özel sermaye fonlarının, hedef şirkette stratejik veya operasyonel değişikliklerden ziyade genellikle, şirketin kurumsal yönetim anlayışına ilişkin daha genel nitelikteki konulara odaklandıkları tespit edilmiştir.⁵²

3. Özel emeklilik fonları (private pension funds)

Bir emeklilik planının getirilerini finanse etmek amacıyla oluşturulan emeklilik yatırım fonları; yabancı hukuk sistemlerinde kamu hukuku veya özel hukuk düzenlemelerine tâbi olup olmamaları yönünden, kamu ve özel emeklilik fonları (*public or private pension funds*) olarak ikiye ayrılmaktadır. Yurtdışındaki örneklerine göre kamu emeklilik fonlarının, kamu kurumları tarafından oluşturulan ve zorunlu katılıma dayalı bir plan çerçevesinde emeklilik getirisinin toplandığı varlık havuzu olarak tanımlanması mümkündür.⁵³

Amerika Birleşik Devletleri’nde finansal piyasalarda serbest fonların ortaya çıkışına kadar, kamu ve özel emeklilik fonları pay sahibi aktivizmine başvuran en aktivist kurumsal yatırımcılar olarak

⁴⁸ Doktrinde, özel sermaye fonu kavramı genellikle risk sermayesi veya girişim sermayesi fonlarını (*venture capital funds*) kapsayan bir üst terim olarak ele alınmıştır. Hukukumuzda ise ortak yönlerine rağmen farklı özelliklere sahip olan bu iki yatırım türü arasında herhangi bir ayırım yapılmamıştır. Ancak, özel sermaye fonları (*private equity funds*) ile girişim sermayesi yatırım fonlarının (*venture capital funds*), özellikle yatırım hedefleri açısından belirli farklılıklara sahip olduğunu belirtmek gerekir. Bu hususta ayrıca bkz. Haşim Bağcı, “Özel Sermaye Fonları”, *Girişimcilik Finansmanı*, ed. Gülşar Kurt Gümüş/Ceyda Yerdelen Kaygın (Ankara: Gazi Kitabevi, 2021), 64; Vance H. Fried vd., “Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms”, *Journal of Business Venturing* 13/6, (1998), 495; Joseph A. McCahery – Erik P.M. Vermeulen, “Private Equity and Hedge Fund Activism: Explaining the Differences in Regulatory Responses”, *European Business Organization Law Review* 9 (2008), 539.

⁴⁹ Bağcı, “Özel Sermaye Fonları”, 63-64; Mathias Kestler vd., “Distressed Debt Investments-Insolvenzrechtliche Instrumentarien der Unternehmenssanierung über Fremdkapital”, *Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung (NZI)* 8 (2005), 419-422.

⁵⁰ Kaldıraçlı devralmalar (*leveraged buy out*) ile ilgili ayrıca bkz. Murat Gürel, *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2014), 40 vd.; M. Fatih Arıcı – Cem, Veziroğlu, *Kaldıraçlı Devralma (Leveraged Buyout) ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı*, (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018), 5 vd.; “Public-to-private buyout” yöntemi ile ilgili olarak bkz. Gül Okutan Nilsson, *Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık*, (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016), 5.

⁵¹ Özel sermaye fonlarının, ABD’deki sermaye piyasalarında değişen yatırım davranışlarına ilişkin bkz. William W. Bratton - Joseph A. McCahery, *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, ed. William W. Bratton/Joseph A. McCahery, (New York: Oxford University Press, 2015), 5-8.

⁵² Ayrıca doktrinde, özel sermaye fonlarının aktivist pay sahipleri olarak serbest fonlara nazaran daha uzun vadeli hedeflere yöneledikleri de ileri sürülmüştür. Bu hususta bkz. Bratton-McCahery, *Institutional Investor Activism*, 7; Mark Mietzner- Denis Schweizer, “Hedge Funds Versus Private Equity Funds as Shareholder Activists in Germany—Differences in Value Creation”, *Journal of Economics and Finance* 38 (2014), 185.

⁵³ İlgili tanımlar için bkz. İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı (Organisation for Economic Co-operation and Development/OECD), *Private Pensions*, OECD Classification and Glossary (10 Ekim 2023); Jeffrey Carmichael – Robert A. Palacios, “A Framework for Public Pension Fund Management”, *Public Pension Fund Management, Governance, Accountability, and Investment Policies: Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference* (May 2003), ed. Alberto R. Musalem/Roberto J. Palacios, (Washington, DC: World Bank, 2003), 2.

değerlendirilmiştir.⁵⁴ Pay sahibi aktivizmi faaliyetleri, büyük ölçüde pay sahibi önerilerine dayanan emeklilik fonlarının, genellikle yönetim kurulunun yapısı veya devralma savunmalarının (*takeover defences*)⁵⁵ kaldırılması ile ilgili taleplerde bulundukları tespit edilmiştir.⁵⁶ Emeklilik fonlarının, pay sahibi aktivizmi faaliyetlerinde başvurdukları bir diğer yöntem ise, hedef şirkette yönetim kurulu üyeleriyle kişisel görüşmeler gerçekleştirmek ve aynı zamanda, şirket yönetimi üzerinde fiili bir etki yaratmak için medya araçlarından faydalanmak olmuştur.⁵⁷

B. Hedef şirketler

Aktivist kurumsal yatırımcıların, pay sahipliği konumundan doğan hak ve imtiyazları kullanarak⁵⁸, amaçlarına uygun talep ve değişiklik önerilerini yönelttikleri şirketler, yabancı doktrinde “*hedef şirket (target company)*” olarak adlandırılmaktadır.⁵⁹ Bu şirketler ise, halka açık olarak nitelendirilen ve yapısal anlamda bazı spesifik özellikleriyle öne çıkan anonim şirketler olarak, pay sahibi aktivizmine hedef oluşturmaya genellikle müsait bir yapıdadır. Nitekim, pay sahibi aktivizminin etkinliği esasen halka açık anonim şirketlere özgü belirli özelliklere bağlıdır ve hukuki bir sınırlama bulunmamasına rağmen, farklı tür şirketlerde uygulanması oldukça zordur.

Aktivist kurumsal yatırımcıların hedef aldığı şirketler üzerinde yapılan ampirik araştırmalar, bu şirketlerin performans düşüklüğü gibi ortak özelliklere sahip olduğunu göstermektedir.⁶⁰ Bununla birlikte, performans düşüklüğüyle tasvir edilen hedef şirketlerde, “*içeriden mülkiyet/sahiplik (insider ownership)*” oranının da düşük olduğuna dair tespitlere rastlanmaktadır.⁶¹ Ancak, pay sahibi aktivizmi alanında gözlemlenen uygulamalara dair somut verilerin artması ve kurumsal yatırımcıların aktivist pay sahipleri olarak değişen stratejileriyle hedef alınan şirketlerin genel profili de değişmiştir.⁶² Nitekim, günümüzde hedef alınan şirketlerin ayırt edici özellikleri olarak, payların likiditesinin yüksek olması⁶³; şirketin kârlılığı ve düzenli nakit akışları gibi nitelikler üzerinde durulmaktadır.⁶⁴ Bunun yanı sıra, aktivist kurumsal yatırımcıların, hedef şirketten “*daha fazla*” nakit aktarımı sağlamak için yüksek nakit pozisyonuna sahip şirketlere yöneldiklerine ilişkin tespitlere de rastlanmaktadır.⁶⁵ Genel olarak, yüksek halka açıklık oranı; düşük piyasa değeri ve kurumsal sahiplik oranı gibi unsurlar, pay sahibi aktivizmi

⁵⁴ Kahan - Rock, “Hedge Funds”, 1042; Bernard S. Black – John C. Coffee Jr., “Hail Britannia: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation”, *Michigan Law Review* 97/2 (1997), 2012.

⁵⁵ Anonim şirketlerin düşmanca devralmalara karşı geliştirebilecekleri hazırlık önlemleri/devralma savunmaları hakkında ayrıca bkz. Çağlar Manavgat, *Aleni Pay Alım Teklifi (Tender-Offer, Takeover-Bid)* (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1997), 131 vd.

⁵⁶ Jennifer Hawkins – Diane Del Guercio, “The Motivation and Impact of Pension Fund Activism”, *Journal of Financial Economics*, 52 (1999), 294.

⁵⁷ Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 57; Kahan - Rock, “Hedge Funds”, 1043.

⁵⁸ Hedef şirkette pay sahibi olmayan aktivist yatırımcılar, pay sahibi aktivizmi faaliyetlerini yürütmek için yeterli miktarda payı devralmak suretiyle, pay sahipliği konumunu ilk kez elde ediyor da olabilirler. Burada kastedilen, esasen açığa satış yapan aktivist yatırımcılar gibi, hedef şirkette pay sahipliği konumunu üstlenmek ve ortaklık haklarını kullanmakla ilgisi olmayan, yani tamamen farklı bir aktivist davranış modelini, pay sahibi aktivizmi olgusunun kapsamı dışında bırakmaktır.

⁵⁹ “*Hedef şirket (target company/Zielgesellschaft)*” teriminin kullanımı için bkz. Dominik Gerlicher, *Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts* (Hamburg: Verlag Dr. Kovač, 2017), 141, dpn. 1115; Stefan Brass, *Hedgefonds als aktive Investoren: Rechtliche Schranken und Rechtspolitische Vorschläge* (Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag, 2010), 25.

⁶⁰ Matthew Denes vd., “Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research”, *Journal of Corporate Finance* 44 (2017), 407; Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 59.

⁶¹ “*İçeriden mülkiyet/ sahiplik (insider ownership)*” oranı, bir şirketin yönetim görevini üstlenen kişilerin, bu şirkette doğrudan veya dolaylı olarak edindikleri esas sermaye paylarının, şirket sermayesine oranını karşılamaktadır. Bkz. Rob Bauer vd., “*Insider Ownership, Governance Mechanisms, and Corporate Bond Pricing Around the World*”, *Journal of International Money and Finance* 117 (2021), V. 117, 1, 2; Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 59.

⁶² Jonathan M. Karpoff, Jonathan M., “The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings”, *Governance i praksis: Uluslararası Sempozyum* (2001), 26; Hartmann, *Shareholder Activism*, 14.

⁶³ Likidite oranı yüksek olan şirket payları, borsada hızlı bir şekilde alınıp satılabilmekte; alım satım işlemlerinde yaşanan değer kaybı ise en düşük seviyede gerçekleşmektedir. Bu hususta bkz. Hartmann, *Shareholder Activism*, 14.

⁶⁴ Alon Brav vd., “Hedge Fund Activism: A Review”, *Foundations and Trends in Finance* 4/3 (2010), 20; Klingebiel - Klingebiel, “Shareholder Activism”, 9.

⁶⁵ April Klein – Emanuel Zur, “Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors”, *The Journal of Finance* 64/1 (February 2009), 203, dpn. 15; Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 27.

alanında pratiğe yansıyan birçok örnekte, hedef alınan şirketlerin taşıdığı ortak nitelikler arasında sayılabilir. Ancak, pay sahibi aktivizmine hedef olma olasılığını arttıran faktörleri, tam anlamıyla daraltan bir sınıflandırma yapmak mümkün değildir.⁶⁶

III. Kurumsal Yatırımcıların Pay Sahibi Aktivizmine Yönelik Değerlendirmeler

Pay sahibi aktivizminin, özellikle aktivist serbest fonlar gibi daha sofistike stratejiler izleyen kurumsal yatırımcılar söz konusu olduğunda, hedef şirketler üzerinde uzun vadede ne gibi sonuçlar doğuracağı yönünden doktrinde farklı görüşlere rastlanmaktadır. Bu hususta, kısa vadeli yatırım ufkuna sahip aktivist kurumsal yatırımcıların, hedef şirketlerin yönetimini, kısa vadede değeri artıran ancak uzun vadede değer kaybına yol açan tedbirler uygulamaya teşvik edebileceği endişesi, doktrinel tartışmalarda kurumsal yatırımcıların aktivist stratejilerine karşı en yaygın eleştirilerden biri olarak öne çıkmaktadır.⁶⁷ Buna karşılık, niteliksel ve niceliksel bulguların sınırlı şekilde aktarılabilmesi ve herhangi bir yaklaşımın, hedef şirketin “*menfaatine*” olup olmadığını değerlendirecek objektif bir ölçütün bulunmaması gibi sebeplerle, doğrudan olumsuz bir sonuca varmak da mümkün değildir.⁶⁸

A. Faydalar

Halka açık anonim şirketlerde kurumsal yatırımcıların, pay sahipleri olarak şirketin yönetimine etkin katılımları, uzun bir süre boyunca pay sahiplerinin pasifliğine yol açan durumları ortadan kaldıracaklığı düşüncesiyle ilişkilendirilmiştir.⁶⁹ Nitekim, dağınık bir pay sahipliği yapısının bulunduğu halka açık şirketlerde, pay sahipleri hem şirket yöneticileri üzerinde etkin ve sürekli bir gözetim kuramamakta hem de genel kurulda karar alma sürecini etkileyememektedir.⁷⁰ Bununla birlikte, tek başına azınlık oluşturacak oranda katılım payına sahip olmayan küçük pay sahipleri, şirketin yönetim ve kontrolünde hiçbir etkileri olmadığı gibi, yönetime katılmayı da düşünmemekte ve giderek, genel kurul toplantılarına katılmaktan da uzaklaşmaktadır.⁷¹ Ancak, pay sahiplerinin şirketten çıkma (*exit*) ya da pasif kalma seçeneğini uygulamaları, iyi bir kurumsal yönetim anlayışı açısından tercih edilmemekte; bunun yerine, pay sahiplerinden şirket yönetimi üzerinde gözetim ve kontrol işlevleri sağlayan haklarını, etkin şekilde kullanmaları beklenmektedir.⁷² Bununla birlikte, günümüzde halka açık şirketlerde pay iktisap eden kurumsal yatırımcıların artan sayısı ile beraber, pay sahibi aktivizminin uygulanabilir bir seçeneğe dönüştüğü ve bu sayede, şirket yönetimi üzerinde gözetim ve kontrol⁷³ işlevlerinin de sağlanabileceği, doktrinde sıklıkla vurgulanmaktadır.⁷⁴

1. Pay sahiplerinin pasifliğine yol açan durumlar bakımından

Anonim şirketlerde pay sahipleri, yönetsel uzmanlık gerektiren hususlarda yeterli bilgiye sahip olmamaları veya yönetime katılımın gerektirdiği masraf ve zahmetlere katlanmak istememeleri gibi

⁶⁶ Pay sahibi aktivizmi faaliyetlerinin, Almanya’da görülen somut örnekleri açısından belirli bir sınıflandırmanın yapılamayacağı yönünde Brückner, *Aktivistische Aktionäre*, 29; Hartmann, *Shareholder Activism*, 15.

⁶⁷ Bu hususta bkz. Bernard S. Sharfman, “Activist Hedge Funds In A World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value?”, *Columbia Business Law Review* 3 (2015), 815 vd.; Engert, “Hedgefonds”, 2105-2106.

⁶⁸ Aynı yönde ve ayrıntılı olarak bkz. Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 82-88.

⁶⁹ Klaus U. Schmolke, “Institutionelle Anleger und Corporate Governance-Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 36/5 (2007), 707.

⁷⁰ Çağlar Manavgat, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz* (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2016), 18.

⁷¹ Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi* (Ankara: Adalet Yayınları, 2024), II/ 1809; Ünal Tekinalp vd., *Ortaklıklar Hukuku* (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019), I / N.816.

⁷² Kurumsal yönetim anlayışının, pay sahipliği statüsünün güçlendirilmesine yönelik teşvik ve çözüm önerileri hususunda ayrıntılı olarak bkz. Esra Kaşak, *Anonim Şirketlerde Genel Kurul ile Yönetim Kurulu Arasındaki Yetki Dağılımına İlişkin Temel Esaslar* (İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2019) 466-467.

⁷³ Yukarıda “*kontrol*” ifadesiyle kastedilen, anonim şirket yönetiminin, işlem ve faaliyetlerine ilişkin hem hesap verebilirlik hem de verimlilik ölçütlerine dayalı olarak gözetimi veya denetlenmesidir. Bu hususta bkz. Serdar İnci, *Shareholder Engagement: Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance* (Baden-Baden: Nomos Verlag, 2018), 78-82.

⁷⁴ Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 58; Lucian A. Bebchuk vd., “The Agency Problems of Institutional Investors”, *Journal of Economic Perspectives* 31/3 (2017), 93; İnci, *Shareholder Engagement*, 105.

nedenlerle, pasif kalma yolunu seçebilirler.⁷⁵ Bu açıdan, şirketin yönetim ve işleyişinden giderek uzaklaşan pay sahiplerinin, pay sahibi aktivizmi gibi kolektif bir eylemi yürütmek yerine, daha kolay bir seçenek olan şirketten çıkma yolunu tercih etmeleri de beklenebilir. Pay sahiplerinin bu davranış biçimi, yabancı doktrinde “*rasyonel duyarsızlık (rational Apathie)*” kavramıyla açıklanmakta olup, fayda-maliyet analizine dayalı olarak daha verimli ve rasyonel bir seçeneğin uygulanacağını ifade etmektedir.⁷⁶ Bu yaklaşım, oy haklarını kullanmanın maliyeti ile başarı olasılıklarını değerlendiren pay sahibinin, elde edeceği faydaya karşılık üstlenmesi gereken maliyetin daha yüksek olduğunu analiz ederek, genellikle genel kurula katılmamayı ve oy haklarını kullanmamayı tercih etmesiyle açıklanan, tamamen ekonomik bir hesaplama dayanmaktadır.⁷⁷ Bununla bağlantılı olarak, pay sahiplerinin pasifliğine yol açan bir diğer husus, doktrinde “*bedavacılık sorunu (free-rider problem)*” olarak adlandırılmakta ve herhangi bir ekonomik aktörün, kolektif bir faydadan yararlanırken bunun maliyetine ve çabasına katılmaktan kaçınması durumunda gelişmektedir.⁷⁸ Buna göre, diğer pay sahipleri aracılığıyla sağlanan faydadan, herhangi bir maliyeti üstlenmeden yararlanmak mümkünse, pasif kalmak hâlen rasyonel bir seçenek olarak değerlendirilebilmektedir.⁷⁹

Bununla birlikte, günümüzde aktivist pay sahipleri olarak kurumsal yatırımcıların, diğer pay sahiplerini “*seslerini yükseltmeye*” (*voice*) teşvik edecekleri ve böylece, “*pay sahipleri demokrasisi (Aktionärsdemokratie)*”⁸⁰ kavramı çerçevesinde, pay sahiplerinin yönetime katılımını daha etkin hâle getirecekleri, doktrinde çoğunluk tarafından savunulmaktadır.⁸¹ Bu değerlendirmeye göre, kurumsal yatırımcıların aktivist pay sahipleri olarak yükselişi, kolektif eylemin maliyetini azaltma ve işbirliği için diğer aktörleri motive etme unsurlarına dayalı olarak, pay sahiplerinin rasyonel duyarsızlığıyla bağlantılı kolektif eylem sorununu da ortadan kaldıracaktır.⁸² Bu esastan hareketle, aktivist pay sahipleri olarak kurumsal yatırımcıların, iyi bir kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinde önemli bir rol oynayabileceğini söylemek mümkündür.⁸³

2. Şirket yönetimi üzerinde disipline edici etkisi bakımından

Halka açık anonim şirketlerde, azınlık konumuna ulaşan blok bir pay sahibinin olmadığı durumlarda, küçük pay sahipleri tarafından gözetim fonksiyonların etkin olarak kullanılmaması ve giderek, şirketin yönetim kurulunun kontrolüne girmesi gündeme gelebilir.⁸⁴ Yaygın pay sahipliği yapısının bulunduğu halka açık şirketlerde ise yönetim gücü, genellikle bir veya birkaç pay sahibine ait olmakta; karar alma

⁷⁵ Bu konuda bkz. Tekinalp, , *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları* (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1979), 7; Daniel Fischel, “The Corporate Governance Movement”, *Vanderbilt Law Review* 35/6 (1982), 1276.

⁷⁶ Kolektif eylem teorisi bağlamında, rasyonel davranış ile ilgili yapılan açıklamalar için ayrıca bkz. Olson, Mancur, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, Cambridge, 1971, s. 12.

⁷⁷ Ayrıca, oy hakkının etkin şekilde kullanılabilmesi için gündem maddeleri üzerinde hazırlık yapılması ve bilgi edinme gibi maliyet kalemleri de göz önünde bulundurulmalıdır. Bu nedenle, özellikle küçük pay sahiplerinin genel kuruldaki karar süreçlerini etkileyemeyeceği düşünüldüğünde, aktif davranış biçiminin maliyeti genellikle elde edilecek faydadan daha yüksek olacaktır. Bkz. Brass, *Hedgefonds*, 122.

⁷⁸ Bu konuda ayrıntılı olarak bkz. Ernest C. Pasour Jr., “The Free Rider as a Basis for Government Intervention”, *The Journal of Libertarian Studies* 5/4 (1981), 453-454; Jon Elster, “Weakness of Will and the Free-Rider Problem”, *Economics & Philosophy*, 1/2 (1985), 247; Anderi Shleifer – Robert W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94/3 (1986), 463.

⁷⁹ Kaşak, *Yetki Dağılımı*, 466.

⁸⁰ “*Pay sahipleri demokrasisi (Aktionärsdemokratie)*” kavramının, doktrinde farklı şekillerde tanımlanmakla beraber en genel anlamıyla, “*pay sahiplerinin şirketin yönetimine katılımına etkinlik kazandırılması*” ya da “*pay sahipleri katılımının iyileştirilmesi*” olarak ifade edilmesi mümkündür. İlgili tanımlar için ve ayrıntılı olarak bkz. Tekinalp, *Yönetime Katılma Sorunları*, 10; Peter Böckli, “*Aktionärsdemokratie*”: ein Schlagwort mit Schlagseite”, *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (GesKR)* 2 (2013), 182.

⁸¹ Brass, *Hedgefonds*, 124.

⁸² Schmolke, “*Hedge Fonds*”, 708, Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 97.

⁸³ Ayrıca Wymeersch, pay sahipliği rolüne ilişkin sorumlu ve istikrarlı bir algı yaratılmasının, sadece hedef şirketlere değil, aynı zamanda bir bütün olarak piyasanın istikrarına da fayda sağlayacağını öne sürmüştür. Eddy Wymeersch, “*Shareholder(s) matter(s)*”, *Unternehmen, Markt und Verantwortung, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, ed. Stefan Grundmann vd. (Berlin: De Gruyter, 2010), I/1587.

⁸⁴ Ali Paşlı, *Anonim Ortaklığın Devralınması* (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009), 46, dpn. 105.

süreçleri, tek başına hâkim ortak veya blok paya sahip ortaklar tarafından yönlendirilmektedir.⁸⁵ Her iki hâlde de, şirketin yönetiminde etki gösteremeyen pay sahipleri ile şirketin kontrolünü elinde bulunduran kişiler arasında ortaya çıkabilecek menfaat çatışmaları bağlamında, etkin bir gözetim mekanizmasının oluşturulmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Esasen, kurumsal yatırımcıların pay sahibi aktivizmi, doktrinde çoğu zaman şirket yönetimi üzerindeki etkili bir gözetim mekanizması olarak incelenmektedir. Buna göre, şirket yönetiminin işlem ve faaliyetlerini izleme (monitoring)⁸⁶ görevi, aktivist kurumsal yatırımcılar tarafından yerine getirilebilmektedir.⁸⁷ Bu sebeple, doktrinde yer alan bazı eserlerde, pay sahibi aktivizmine başvurma temel gerekçesi olarak, yönetim kurulunun, özellikle üst gözetim olmak üzere, görev ve yükümlülüklerini gereği gibi yerine getirmediği durumlara da işaret edilmektedir.⁸⁸ Bu bağlamda, yabancı literatürde “*temsil sorunu (agency problem)*” olarak nitelendirilen ve şirket yöneticilerinin, sermaye sahiplerini temsil etmelerine rağmen, şirket sermayesinin etkin şekilde değerlendirilmesi için kendilerine devredilen yönetim yetkisini kötüye kullanma olasılıklarından doğan menfaat çatışmalarının, aktivist pay sahipleri olan kurumsal yatırımcılar tarafından giderilebileceği öngörülmüştür.⁸⁹ Bu hususta Schmolke, kurumsal yatırımcıların pay sahibi aktivizmini incelediği eserinde, şirket yöneticileri üzerinde yaratılan disipline edici etkinin, aynı zamanda şirketin kontrolünü elinde bulunduran hâkim ortak veya blok paya sahip pay sahipleri üzerinde de etkili olabileceğini ileri sürmüştür.⁹⁰ Bu değerlendirmeye göre, hedef şirkette en çok azınlık konumuna ulaşan kurumsal yatırımcılar, pay sahibi aktivizmine ilişkin faaliyetleri sayesinde büyük pay sahiplerine karşı disipline edici bir güç oluşturabilmektedir.

B. Sakıncalar

Halka açık anonim şirketlerde aktivist kurumsal yatırımcılar tarafından takip edilen bazı stratejiler, hedef şirket üzerindeki uzun vadeli etkileri konusunda doktrinde birtakım eleştirilere tâbi tutulmaktadır. Bu bağlamda, başta serbest fonlar olmak üzere aktivist kurumsal yatırımcılar, genellikle çok kısa bir yatırım ufkuyla sahip olmakla eleştirilmekte ve giderek, kısa vadeli yaklaşımlarının, hedef şirketleri önemli ölçüde zarara uğratabileceği endişesi dile getirilmektedir. Aktivist kurumsal yatırımcılara karşı öne sürülen bir diğer görüş ise, şirketin yönetimini, daha az aktif olma yolunu seçen diğer pay sahiplerinin iradesine karşı etkilemeye çalışabilecekleri yönündedir.⁹¹ Buna göre, aktivist kurumsal yatırımcıların öncelikle kendi menfaatlerine odaklanmasının, bazı durumlarda diğer pay sahipleriyle arasındaki temel menfaat uyumunu bozabileceği, doktrinde ileri sürülmektedir.⁹²

1. Kısa vadeli yatırım yönelimi bakımından

Esasen, “*kısa vadecilik (short-termism)*” sorunu⁹³, hedef şirketin sermaye yapısı gibi belirli yönlerinden ziyade, yönetim yapısını ve genel olarak, kurumsal yönetim ile ilgili kurallarını değiştirmeye odaklanan

⁸⁵ Manavgat, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 18.

⁸⁶ Yukarıda anılan “*izleme (monitoring)*” terimi, şirket yönetiminin işlem ve faaliyetlerini gözetmenin ötesinde, geniş bir anlam taşımaktadır. Buna göre, şirket yönetiminin izlenmesi, ücret politikaları; bütçe kısıtlamaları; operasyonel kurallar veya işletme politikaları aracılığıyla, şirket yöneticilerinin davranışlarını kontrol etmek için gösterilen çabaları da kapsamaktadır. Bu hususta bkz. Michael J. Jensen – William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3/4 (1976), 308, dpn. 9.

⁸⁷ Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 116.

⁸⁸ Bu konuda ayrıntılı olarak bkz. Gillan - Starks, “The Evolution of Shareholder Activism”, 58; Hartmann, *Shareholder Activism*, 7; Cheffins - Armour, “Shareholder Activism by Hedge Funds”, 7-8.

⁸⁹ Bu konuda ayrıntılı olarak bkz. Jensen - Meckling, “Theory of the Firm”, 308.

⁹⁰ Schmolke, “Hedge Fonds”, 709; Aynı yönde bkz. Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre*, 99.

⁹¹ Schmolke, “Hedge Fonds”, 710; Özellikle aktivist serbest fonların, hedef şirkette diğer pay sahiplerinden farklı menfaatler doğrultusunda izledikleri stratejiler ve somut örnekleri için ayrıntılı olarak bkz. Werner G. Steifert – Hans-Joachim Voth, *Invasion der Heuschrecken: Intrigen - Machtkämpfe – Marktmanipulation* (Berlin: Econ Verlag, 2006), 15 vd.

⁹² Brass, *Hedgefonds*, 127.

⁹³ Doktrinde “*kısa vadecilik (short-termism)*” olarak nitelendirilen bu sorun, pay sahipleri için şirketin yönetimine katılmak veya kâr payı almak yerine, yalnızca şirketin pay değerinin dönemsel değişiklikleri üzerinden kazanç sağlamak; yöneticiler için ise uzun vadeli kârlılık ve değer artışına yönelik yatırım planları yerine, çoğunlukla kısa vadede kazanç getiren yatırım hedeflerine

geleneksel kurumsal yatırımcıların pay sahibi aktivizmi açısından genellikle bir önem taşımamaktadır.⁹⁴ Her şeyden önce, kısa vadede yüksek kazanç sağlarken uzun vadede nakit çıkışlarına yol açan stratejiler, özellikle aktivist serbest fonlar açısından eleştirilmekte ve hedef şirketin katlanması gereken maliyetlere yol açtığı öne sürülmektedir.⁹⁵ Bununla birlikte, özellikle serbest fonların kısa vadeli yatırımcılar olarak, şirketin uzun vadeli kârlılığını artırmaya yönelik kurumsal karar ve stratejileri engelleyebileceği belirtilmektedir.⁹⁶ Görüldüğü üzere, doktrinde yapılan değerlendirmeler, çoğunlukla aktivist serbest fonlara odaklanmakta ve kısa vadede yüksek getiri elde etme amaçlarının, hedef şirketin uzun vadeli menfaatlerini ve geleceğini tehlikeye atabileceği noktasında ağırlık kazanmaktadır.⁹⁷

Ancak, doktrindeki bu görüşlerin az sayıda ve sınırlı bulgulara dayandığı dikkate alınırsa⁹⁸, serbest fonlar üzerinde yoğunlaşan bu tür değerlendirmelerin, esasen, herhangi bir aktivist kurumsal yatırımcı girişimi açısından doğrudan doğruya kabul edilemeyeceği kanaatindeyiz.⁹⁹ Gerçekten de, kurumsal yatırımcıların gerçekleştirdiği pay sahibi aktivizmine yönelik, şimdiye kadar istatistiksel olarak kayda değer tespitlere rastlanmamaktadır. Ayrıca, hedef şirketin piyasa değerindeki değişiklikler birçok faktörden etkilendiği için, şirket paylarının piyasa fiyatı her zaman aktivist kurumsal yatırımcı müdahalelerinin etkisini güvenilir bir şekilde yansıtmamaktadır.¹⁰⁰ Bu nedenle, aktivist kurumsal yatırımcıların pratiğe yansıyan her stratejisini, ayrı ayrı değerlendirmek gerekir. Dolayısıyla, kurumsal yatırımcıların pay sahibi aktivizminin kısa vadecilik sorununu tetiklediğine dair genel bir kabul, isabetli bir yaklaşım değildir.¹⁰¹

2. Menfaat çatışmaları bakımından

Kurumsal yatırımcıların pay sahibi aktivizmine dair doktrinde yöneltelen bir diğer eleştiri, hedef şirket bünyesinde menfaat çatışmalarını tetikleyebileceğine ilişkindir. Yine, özellikle aktivist serbest fonlar, daha az aktif olma yolunu seçen diğer pay sahiplerinin iradesine karşı şekilde, hedef şirketin yönetimini etkilemeye çalışmakla eleştirilmektedir. Bu hususta doktrinde, aktivist kurumsal yatırımcıların stratejileri kapsamında, bazı durumlarda birbirleriyle çelişen hedefleri de takip edebileceği öne sürülmüştür. Örneğin, şirketin likidite fazlasının yeniden yatırımlara yönlendirilmesini savunan bir aktivist kurumsal yatırımcının karşısında, daha yüksek kâr payı dağıtımını hedefleyen başka bir aktivist kurumsal yatırımcı yer alabilir.¹⁰² Bu tür bir menfaat çatışması genellikle önem arz etmemekle birlikte, aktivist kurumsal yatırımcının izlediği stratejinin diğer pay sahiplerini zarara uğratabileceği durumlarda önemli bir risk taşıdığı söylenebilir. Örneğin, birleşme ve devralma işlemleri bağlamında,

odaklanmaktadır. Bu kavramın tanımları için bkz. Çiğdem Yatağan Özkan, "Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları", *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi (BATİDER)* 32/3, (2016), 153; Lynne L. Dallas, "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", *Journal of Corporation Law*, 37, (2012), 288.

⁹⁴ Schmolke, "Hedge Fonds", 713; Kahan - Rock, "Hedge Funds", 1043.

⁹⁵ Stephen M. Bainbridge, "Director Primacy and Shareholder Disempowerment", *Harvard Law Review* 119/6 (2006), 1745.

⁹⁶ Bu hususta bkz. Engert, "Hedgefonds", 2107.

⁹⁷ Yapılan değerlendirmeler için bkz. Martin Lipton, "Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; The Real World of Business", The Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets (The CLS Blue Sky Blog), ed. John C. Coffee Jr./Edward F. Greene/Robert J. Jackson Jr., (Erişim 19 Aralık 2024).

⁹⁸ Aktivist serbest fonlarıyla ilgili bu eleştirileri inceleyen bir çalışmada ise söz konusu eleştirilerin aksini gösterir bulgular tespit edilmiş; herhangi bir gerekçeye dayanmaksızın bu eleştirilerin kabul edilmesinin, esasen uzun vadede şirketler ve pay sahipleri için maliyetler doğuracağı ileri sürülmüştür. Bu hususta bkz. Lucian A. Bebchuk vd., "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", *Columbia Law Review* 115/5 (2015), 1155; Bu konuda ampirik çalışmaların sınırlılığı ve somut bulguların yetersizliğine ilişkin aynı yönde bkz. Christoph, Burckhardt, *Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata und de lege ferenda* (Zürich: Dike Verlag, 2023), 186; Schmolke, "Hedge Fonds", 713.

⁹⁹ Aynı yönde bkz. Brückner, *Aktivistische Aktionäre*, 31-32; Schmolke, "Hedge Fonds", s. 713.

¹⁰⁰ Brückner, *Aktivistische Aktionäre*, 31; Faure, s. 87; Mietzner - Schweizer, "Hedge Funds Versus Private Equity Funds", 185; Engert, "Hedgefonds", 2107; Schmolke, "Hedge Fonds", 712.

¹⁰¹ Ayrıca, aktivist serbest fonlar tarafından uygulanan pay sahibi aktivizmi faaliyetlerinin, doktrindeki değerlendirmelerin aksine hedef şirkette uzun vadeli kazanımlar yarattığı yönünde ve ilgili tespitler için bkz. John C. Coffee Jr. - Darius Palia, "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance", *Annals of Corporate Governance* 1/1 (2016), 7.

¹⁰² Schmolke, "Hedge Fonds", 710.

olası bir menfaat çatışmasının gündeme gelmesi ihtimal dâhilindedir. Buna göre, aktivist pay sahipleri olarak kurumsal yatırımcıların, belirli bir işlem kararını etkilemeye çalışırken hedef şirketin ve diğer pay sahiplerinin menfaatlerinden farklı çıkarlar peşinde olabileceği, doktrinde sıklıkla vurgulanmaktadır. Bu tür çıkarlar, birleşmeye katılan veya rakip şirketlerde sahip olunan katılım paylarının getirilerine veya oluşturulan başka pozisyonlara dayalı olabilir.¹⁰³ Aynı zamanda, birleşme ve devralma işlemlerinin engellenmesinin ardından, bu amaçla ayrılan nakit birikiminin dağıtılmasını talep etmeleri, doktrinde bazı yazarlar tarafından eleştirilmiştir.¹⁰⁴ 2005 yılında *Deutsche Börse AG*'nin *London Stock Exchange* ile ilgili planlanan devralma işlemini sonlandırarak pay geri alım programı başlatmasına sebep olan müdahale süreci, aktivist pay sahipleri tarafından takip edilen bu strateji için önemli bir örnek oluşturmaktadır.¹⁰⁵

Sonuç

Bu çalışma, kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen pay sahibi aktivizminin iki uçlu doğasının altını çizmektedir. Kurumsal yönetim anlayışını geliştirme, şirketin performansını yükseltme ve pay sahipliği değerini artırma potansiyeline sahip olmakla birlikte, kısa vadecilik ve olası menfaat çatışmaları ile ilgili endişeleri de beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, aktivist kurumsal yatırımcılar tarafından uygulanacak her strateji açısından dengeli bir yaklaşım gözetmek, pay sahibi aktivizminin getireceği sakıncaları azaltırken faydalarından yararlanmak için de gereklidir.

Aktivist kurumsal yatırımcı stratejileri ve iyi bir kurumsal yönetim anlayışı arasındaki karşılıklı ilişkiyi inceleyen bu çalışma, hissedar aktivizmi konusunda doktrinde süregelen tartışmalara katkıda bulunmaktadır. Bu dinamik ortamın karmaşıklıklarını ele almaya çalışan kanun koyucular, finansal piyasa aktörleri ve hedef şirket yöneticileri açısından, pay sahibi aktivizmi olgusunun anlaşılması önümüzdeki süreçte daha da önem kazanacaktır.

¹⁰³ Ayrıntılı olarak bkz. Brass, *Hedgefonds*, 129-134; Steifert –Voth, *Invasion der Heuschrecken*, 15 vd.

¹⁰⁴ Achim Herfs, “Aktionärsaktivismus in Deutschland – wie Hedgefonds Einfluss auf M&A-Transaktionen nehmen”, *M&A Review* 09/30. Jg. (2019), 257; Klingebiel - Klingebiel, “Shareholder Activism”, 7.

¹⁰⁵ Yukarıda verilen somut olay hakkında ayrıntılı olarak bkz. Herfs, “Aktionärsaktivismus”, 257.

Kaynakça

- Akgün, Ali İhsan. “Ekonomik Katma Değer (EVA) ile İşletme Sermayesi Etkinliği Arasındaki İlişki: 2008 Küresel Finansal Kriz Dönemine İlişkin Bulgular”. *Maliye ve Finans Yazıları* 112 (2019), 95-118. <https://doi.org/10.33203/mfy.491229>
- Albath, Christina. *Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung*. Baden-Baden: Nomos Verlag, 2022.
- Anabtawi, Iman – Stout Lynn. “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”. *Stanford Law Review* 60/5 (2008), 1255-1307. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1089606>
- Arıcı, M. Fatih – Veziroğlu, Cem. *Kaldıraçlı Devralma (Leveraged Buyout) ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018.
- Aydın, Alihan. *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi*. İstanbul: Arıkan Yayınları, 2008.
- Bağcı, Haşim. “Özel Sermaye Fonları.” *Girişimcilik Finansmanı*, ed. Gülüzar Kurt Gümüş ve Ceyda Yerdelen Kaygın, 64. Ankara: Gazi Kitabevi, 2021.
- Bainbridge, Stephen M. “Director Primacy and Shareholder Disempowerment”. *Harvard Law Review* 119/6 (2006), 1735-1758. <https://doi.org/10.2139/ssrn.299727>
- Bauer, Rob vd. “Insider Ownership, Governance Mechanisms, and Corporate Bond Pricing Around the World.” *Journal of International Money and Finance* 117 (2021), 1-20. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102423>
- Bebchuk, Lucian A. vd. “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”. *Columbia Law Review* 115/5 (2015), 1085-1155. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2291577>
- Bebchuk, Lucian A. vd. “The Agency Problems of Institutional Investors”. *Journal of Economic Perspectives* 31/3, 89-102. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2982617>
- Black, Bernard S. - Coffee Jr., John C., “Hail Britannia: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation”. *Michigan Law Review* 97/2, 1997-2087. <https://doi.org/10.2307/1289659>
- Bratton, William W. – McCahery, Joseph A. *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. ed. William W. Bratton ve Joseph A. McCahery. New York: Oxford University Press, 2015.
- Brav, Alon vd. “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”. *The Journal of Finance* 63 (2008). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x>
- Brav, Alon vd. “Hedge Fund Activism: A Review.” *Foundations and Trends in Finance* 4/3 (2010), 185-246. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000026>
- Brückner, Patrick. *Aktivistische Aktionäre: Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten*. Berlin: Duncker & Humblot Verlag, 2023.
- Burckhardt, Christoph. *Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata und de lege ferenda*. Zürich: Dike Verlag, 2023.
- Carmichael, Jeffrey – Palacios, Robert A.. “A Framework for Public Pension Fund Management.” *Public Pension Fund Management, Governance, Accountability, and Investment Policies: Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference (May 2003)*, ed. Alberto R. Musalem ve Roberto J. Palacios, Washington, DC: World Bank, 2003.

- Chambers, Nurgül. "Hedge Fonlar". *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 1/1 (2008), 5-13.
- Cheffins, Brian R. – Armour, John. "The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds". *Journal of Corporation Law* 37/1 (2011), 51-103. <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:a6107362-0fcf-4b70-baf3-3a980d4c6746>
- Coffee Jr., John C. – Palia, Darius. "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance". *Annals of Corporate Governance* 1/1 (2016), 547-602.
- Dallas, Lynne L. "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance". *Journal of Corporation Law* 37 (2012), 267-362.
- Denes, Matthew vd. "Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research". *Journal of Corporate Finance* 44 (2017), 407-424. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.003>
- Deutsches Aktieninstitut (DAI) - McKinsey&Company (McKinsey). *Investorendialog im Umbruch: Zum Umgang börsennotierter Unternehmen mit aktiven Aktionären*. 2009.
- Eisenhofer, Jay W. – Barry, Michael J. *Shareholder Activism Handbook*. New York: Wolters Kluwer, 2005.
- Engert, Andreas. "Hedgafonds als aktivistische Aktionäre". *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* (2006), 2105-2113.
- Erdem, Fatih B. ve Cansu Cindoruk. "Corporate Sustainability and the Shareholder Activism Problem." *Law and Sustainability: Perspectives for Lithuania and Beyond*, ed. Alessio Bartocelli ve Dovilė Sagatienė, 2023. Krakow: Księgarnia Akademicka Publishing, 185-206. <https://doi.org/10.12797/9788381388405>
- Faber, Joachim. "Institutionelle Investoren (einschließlich Hedgafonds und Private Equity)." *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, ed. Peter Hommelhoff, Klaus J. Hopt ve Axel von Werder, 223. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Faure, Anna. *Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht*. Baden-Baden: Nomos Verlag, 2019.
- Fischel, Daniel. "The Corporate Governance Movement". *Vanderbilt Law Review* 35/6 (1982), 1259-1292.
- Fried, Vance H. vd. "Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms". *Journal of Business Venturing* 13/6 (1998), 493-503. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)00062-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)00062-1)
- Gerlicher, Dominik. *Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts*. Hamburg: Verlag Dr. Kovač, 2017.
- Gillan, Stuart L. – Starks, Laura T. "The Evolution of Shareholder Activism in the United States". *Journal of Applied Corporate Finance* 19/1 (2007), 55-73. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959670>
- Goranova, Maria – Verstegen Ryan, Lori. "Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review". *Journal of Management* 40/5 (2014), 1230-1268. <https://doi.org/10.1177/0149206313515519>
- Graßl, Bernd – Nikoleyczik, Tobias. "Shareholder Activism und Investor Activism". *Die Aktiengesellschaft (AG)* 62/3 (2017), 49-58. <https://doi.org/10.9785/ag-2017-0303>
- Gröntgen, Florian. *Operativer Shareholder Activism: Eine rechtliche Analyse des Zusammenspiels von aktivistischen Aktionären und Verwaltungsorganen unter Einbeziehung von Aktionärsrechterichtlinie und ARUG II (RegE)*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 2020.

- Gürel, Murat. *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2014.
- Haan, Sarah C. "Civil Rights and Shareholder Activism: SEC v. Medical Committee for Human Rights". *Washington and Lee Law Review* 76/3 (2019), 1167-1227.
- Hacımahmutoğlu, Sibel. "Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkisi". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi (BATİDER)* 23/3 (2006), 257-289.
- Hardesty, Linda. "After shaking up AT&T, Elliott Management divests its stake". *Fierce Network* (17 Kasım 2020), <https://www.fierce-network.com/operators/after-shaking-up-at-t-elliott-management-divests-its-stake>
- Hartmann, Marion D. *Shareholder Activism: Benefits and Drawbacks*. Berlin: Peter Lang Verlag, 2014.
- Hawkins, Jennifer - Del Guercio, Diane. "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism". *Journal of Financial Economics* 52 (1999), 293-340. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00011-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00011-2)
- Hirschman, Albert O. *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge: Harvard University Press, 1970.
- Herfs, Achim. "Aktionärsaktivismus in Deutschland – wie Hedgefonds Einfluss auf M&A-Transaktionen nehmen". *M&A Review* 09/30. Jg. (2019).
- Jannson, Andreas. "No Exit!: The Logic of Defensive Shareholder Activism". *Corporate Board: Role, Duties and Composition Journal* 10/ 2 (2014), 16-31. <https://doi.org/10.22495/cbv10i2art2>
- Jensen, Michael C. – Meckling, William H.. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3/4 (1976), 305-360. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Kahan, Marcel – Rock, Edward B. "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control". *University of Pennsylvania Law Review* 155/5 (2005), 1021-1093. <https://doi.org/10.4324/9781315574288-9>
- Karpoff, Jonathan M. "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings". *Governance i praksis: Internasjonal Seminar* (2001).
- Kaşak, Esra. *Anonim Şirketlerde Genel Kurul ile Yönetim Kurulu Arasındaki Yetki Dağılımına İlişkin Temel Esaslar*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019.
- Kestler, Mathias vd. "Distressed Debt Investments-Insolvenzrechtliche Instrumentarien der Unternehmenssanierung über Fremdkapital". *Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung (NZI)* 8 (2005), 419-422.
- Klein, April – Zur, Emanuel. "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors". *The Journal of Finance* 64/1 (2009), 187-229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01432.x>
- Klingebiel, Norbert – Klingebiel, Maximilian. "Institutionelle Investoren und Strategien des Shareholder Activism". *Wissenschaftliche Beiträge (WiSt)* 6 (2022), 4-10. <https://doi.org/10.15358/0340-1650-2022-6-4>
- La Monica, Paul R., "Activist investor takes a big stake in AT&T, pushing for spinoffs and major changes". *CNN Business* (9 Eylül 2019). <https://www.cnn.com/2019/09/09/media/att-elliott-management>
- Lipton, Martin. "Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; The Real World of Business". *The Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets (The CLS Blue Sky Blog)*,

- (Erişim 19 Aralık 2024), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/10/28/empiricism-and-experience-activism-and-short-termism-the-real-world-of-business/>
- Manavgat Çağlar. *Aleni Pay Alım Teklifi (Tender-Offer, Takeover-Bid)*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1997.
- Manavgat, Çağlar. *Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2016.
- Manne, Henry G. "Cash Tender Offers for Shares: A Reply to Chairman Cohen". *Duke Law Journal* 2 (1967), 231-253.
- Manne, Henry G. "Mergers and the Market for Corporate Control". *Journal of Political Economy* 73/2 (1965), 110-120.
- McCahery, Joseph A. - Vermeulen Erik P.M. "Private Equity and Hedge Fund Activism: Explaining the Differences in Regulatory Responses". *European Business Organization Law Review* 9 (2008), 535-578. <https://doi.org/10.1017/S1566752908005351>
- Mietzner, Mark – Schweizer, Denis. "Hedge Funds Versus Private Equity Funds as Shareholder Activists in Germany—Differences in Value Creation". *Journal of Economics and Finance* 38 (2014), 181-208. <https://doi.org/10.1007/s12197-011-9203-x>
- Mülbert, Peter O. "Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche". *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)* 182 (2018), 105-107.
- Nilsson, Gül Okutan. *Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016.
- Olson, Mancur. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Cambridge: Harvard University Press, 1971.
- Paslı, Ali. *Anonim Ortaklığın Devralınması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.
- Pasour Jr., Ernest C. "The Free Rider as a Basis for Government Intervention". *The Journal of Libertarian Studies* 5/4, 453-464.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Şerhi*. Ankara: Adalet Yayınları, 5. Basım, 2024.
- Rho, Han-Kyun. "On Defining Shareholder Activism: Exploring the Terrain for Research". *Corporate Ownership & Control* 4/2 (2006-2007), 304-311. <https://doi.org/10.22495/cocv4i2c2p7>
- Rose, Paul – Sharfman Bernard S.. "Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance". *Brigham Young University Law Review* 5 (2014), 1015-1065. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2324151>
- Sakarya, Şakir. "Hissedar Değeri ve Hesaplaması Üzerine Bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 40 (2008), 175-184.
- Schmolke, Klaus U. "Institutionelle Anleger und Corporate Governance-Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds". *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 36/5 (2007), 702-742. <https://doi.org/10.1515/zgr.2007.031>
- Schockenhoff, Martin - Culmann Johannes. "Shareholder Activism in Deutschland". *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* (2015), 297-302.
- Sharfman, Bernard S. "Activist Hedge Funds In A World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value?" *Columbia Business Law Review* 3 (2015), 813-860. <https://doi.org/10.7916/cblr.v2015i3.1762>

- Solak, Ekrem. "Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği Hukukları Kapsamında Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri". *Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 16/ 2 (2019), 127-162.
- Steifert, Werner G. – Voth, Hans-Joachim. *Invasion der Heuschrecken: Intrigen - Machtkämpfe – Marktmanipulation*. Berlin: Econ Verlag, 2006.
- Tekinalp, Ünal. "Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının ve Yönetim - Denetim Felsefelerinin Dinamikleri ile Bunlar Arasındaki İlişki". *Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan*, ed. Tuğrul Ansay, 229. Ankara: Turhan Kitabevi, 2003.
- Tekinalp, Ünal. *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1979.
- Tekinalp, Ünal vd. *Ortaklıklar Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 14. Basım, 2019.
- Wenninger, Thomas G. *Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts: Shareholder Activism und aktienrechtliche Corporate Governance*. Baden-Baden: Nomos Verlag, 2009.
- Wymeersch, Eddy. "Shareholder(s) Matter(s)." *Unternehmen, Markt und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, ed. Stefan Grundmann vd., Berlin: De Gruyter, 2010, 1587-1610.
- Yavillioğlu, Cengiz – Delice, Güven. "Tezgâh Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme". *Maliye Dergisi* 151 (2006), 63-84.
- Yatağan Özkan, Çiğdem. "Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi (BATİDER)* 32/3, 155-187.
- Yıldız, Tuba Ertugay. *Hedge Fonların İşleyişi*. Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlik Etüdü, 2004.

Makale Bilgi Formu

Çıkar Çatışması Bildirimi: Yazar tarafından potansiyel çıkar çatışması bildirilmemiştir.

Yapay Zeka Bildirimi: Bu makale yazılırken hiçbir yapay zeka aracı kullanılmamıştır.

İntihal Beyanı: Bu makale iThenticate tarafından taranmıştır.