

Anonim Şirket Yönetimine Yönelik Güncel Tartışmalar Çerçevesinde Şirket Menfaati Kavramının Değerlendirilmesi^(*)

Evaluation of the Concept of Company Interest in the Context of Current Discussions on Management of Joint Stock Companies

Arş. Gör. Güzde Sena ERGİNBAY^(**)

Öz:

Anonim şirket menfaati kavramı, kanun koyucunun ve öğretinin tanımını yapmaya zorlandığı bir kavramdır. Şirket menfaatinin çerçevesinin belirlenmesi şirketin nasıl yönetileceğinin de göstergesidir. Bu nedenle şirket menfaati konusu farklı değerlendirmelere de konu olmuştur. Pay sahibi değeri ve paydaş teorisi ekseninde tekçi ve çoğulcu menfaatleri içerip içermediği yönündeki şirket menfaati tartışmalarına; güncel gelişmeler, kurumsal hayatta yaşanan skandallar ve beklentiler çerçevesinde yeni tanımlar, yeni amaçlar da eklenmiştir. Şirket menfaati kavramının artık dar anlamda pay sahiplerinin menfaatiyle sınırlı kalmadığı; uzun vadeli değer yaratımı, şirketin sürdürülebilirliği ve toplumsal ve çevresel duyarlılık gibi konseptlerle çoğulcu bir menfaat grubunu içine alan ve koruyucu bir kavram olduğu kabul edilmektedir.

Anahtar Kelimeler:

Şirket Menfaati, Pay Sahibi Değeri, Paydaş Değeri, Kurumsal Yönetim, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Kurumsal Sürdürülebilirlik.

Abstract:

The concept of the interest of a joint stock company has been difficult to define by lawmakers and doctrine. Determining the scope of company (corporate) interest also determines how a company should be managed. Consequently, the concept has been subject to various interpretations. The arguments centered around shareholder value theory and stakeholder value theory are based on whether they adopt a monistic or pluralistic understanding of interests. These discussions have expanded due to recent developments, corporate scandals, and evolving societal expectations, resulting in new definitions and objectives. It is now widely accepted that company interest is no longer

^(*) Makale hakem denetiminden geçmiştir.

Makale Geliş Tarihi: 16.05.2025 - Makale Kabul Tarihi: 17.06.2025.

^(**) Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, Araştırma Görevlisi, Ankara - Türkiye,

E-posta: gozde.erginbay@hbv.edu.tr,

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5586-1559>.

confined to serving shareholders alone; rather, it encompasses a plurality of interests, with the effects of long-term value creation, corporate sustainability, and sensitivity to social and environmental concerns.

Keywords:

The Interest of Company, Corporate Interest, Shareholder Value, Stakeholder Value, Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, Corporate Sustainability.

GİRİŞ

Şirket menfaati kavramı uzun zamandan beri öğretide tanımlanmaya çalışılmış; ancak somut ve genel geçer bir tanıma ulaşamamıştır. Zira şirket menfaati, her şirket bakımından farklılaşabilmekte ve somut olaya göre şekillenmektedir. Bunun sebebi ise şirket menfaatinin tanımlanmasında şirket hedef ve amaçlarının belirleyici olmasıdır.

Şirket menfaatinin tanımının yapılmasının zor olması ile birlikte kavramın tarihsel gelişiminde spesifik olarak şirketin amacı ve menfaati belirlenirken ve şirketler yönetilirken esas alınacak hedef değer bakımından değişik teoriler ortaya atılmıştır. Bu tartışmalar tekçi (pay sahipleri) ve çoğulcu menfaatleri esas alan görüşler ekseninde yoğunlaşmaktadır. Bu konular sadece hukuk ve hukukçular tarafından değil; ekonomik boyutu nedeniyle ekonomistleri de tartışmaya itmiştir. Özellikle kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi, kurumsal sosyal sorumluluk, sürdürülebilirlik tartışmaları ile birlikte şirketlerin yönetimindeki çoğulcu yaklaşıma farklı perspektifler de eklenmiştir. Bu süreçte kurumsal sosyal sorumluluk (corporate social responsibility - CSR, üçlü sorumluluk perspektifi (triple bottom line perspective), uzun vadeli perspektif (long-termism) ve etik perspektif (ethical perspective) gibi yeni yaklaşımlar da çeşitli alanlarda şirket menfaatinin değerlendirilmesi bakımından geliştirilen başkaca yaklaşım ve yorumlara örnek teşkil etmektedir. Bugün itibarıyla temel tartışmalar pay sahibi değeri teorisi (shareholder value theory) ile paydaş değeri teorisi (stakeholder value theory) üzerinedir. Çalışmamızda öncelikle şirket menfaati kavramı ve buna ilişkin bu iki temel kuram incelenecektir. Daha sonra günümüzdeki yaklaşımlar değerlendirilecek ve bu kapsamda konunun yalnızca hukuki boyutu bulunmadığından iktisadi bilimlerin de değerlendirmelerine kısaca değinilecek ve hukukumuz bakımından anonim şirket menfaatine nasıl yaklaşıldığından bahsedilecektir.

I. ŞİRKET MENFAATİ KAVRAMI

Şirket menfaati, en dar anlamıyla şirketin hedef ve amaçlarını ifade eder ve şirket amacına uygun olarak şirketin varlığını, işleyişini ve şirketteki görevlerin ye-

rine getirilmesini sağlayan ve destekleyen her şeydir¹. Şirketin esas sözleşme ve ikincil düzenlemeleri şirket menfaatinin belirlenmesi açısından tanımlayıcı kabul edilmektedir². Bununla birlikte şirketin nihai amacının şirket sözleşmesinin açıkça belirtilmesi zorunlu değildir; şirket türüne göre tipik amaç da belirlenebilir³. Bir şirketin amacı faaliyet gösterdiği endüstri, lokasyon ve diğer faktörlere göre değişiklik gösterir. Bu kapsamda şirkette ekonomik ve ekonomik olmayan amaçların varlığı söz konusu olabileceği gibi ekonomik amaç kapsamında nakdi menfaatler elde edilmeli ve elde edilen bu menfaatlerin pay sahiplerine geri dönüşü olmalıdır⁴. Dolayısıyla şirket amacının tekliği söz konusu değildir. Bu nedenle şirketin menfaatinin sınırlarının çizilmesi her zaman kolay olmayabilir. Hatta kimi zaman bu durumun yönetim kurulunca herhangi bir önlemi/faaliyeti haklı çıkarmak için kötüye kullanılabilmesi ifade edilmekte; hatta kavrama açık çek benzetmesi yapılmaktadır⁵.

Bu değişkenlik karşısında bugün öğretide de yargı kararlarında da şirket menfaatinin genel geçer bir tanımına rastlanmamaktadır; bu kavramın somut olaya göre değerlendirilmesi gerektiği kabul edilse de en azından belli ilkelerin şirket menfaati açısından belirlenmesinin yol gösterici olduğu belirtilmektedir⁶.

Şirket menfaatinin belirlenmesi açısından esas alınacak ilkeler de farklı görüşlere göre şekillenmiştir. Şirket menfaati pay sahiplerinin menfaatidir anlayışıyla iki menfaati özdeş tutan görüş karşısında şirket yönetiminde çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve toplum menfaati gibi menfaatlerin de dikkate alınması gerektiğini savunan çoğulcu bir anlayışı savunan görüş yer almaktadır⁷. Bugün itibarıyla bu iki anlayışı ifade eden pay sahibi değeri teorisi (shareholder value theory) ile paydaş değeri teorisi (stakeholder value theory) en çok kabul gören iki temel yaklaşımdır⁸.

¹ Christoph Kuhner, "Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften", Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Y. 2004, C. 33, s. 246.

² Mehmet Helvacı/ Emin Çamurcu/İsmail Türkyılmaz, "Özellikle Anonim Şirket Açısından Şirket Menfaati Kavramı", Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017, s. 312.

³ Christoph B. Bühler, Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft: Generalversammlung und Verwaltungsrat. Mängel in der Organisation, Art.698-726 und 731b OR, 3. Auflage, Zürich 2018, Art.717, N. 116.

⁴ Bühler, N. 117.

⁵ Gerald Spindler, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG Band 2, 6. Auflage München 2023, §76 Rn. 68.

⁶ Michael Lazopoulos, Interessenkonflikte und Verantwortlichkeit des fiduziarischen Verwaltungsrates, Zürich 2004, s. 42.

⁷ Konuyla ilgili değerlendirmeler için ayrıca bkz. İsmail Kırca/Feyzan Şehirli Çelik/Çağlar Manavgat, Anonim Şirketler Hukuku C. 1, Ankara 2013, s. 248 vd.; Muhammed Sulu, Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı, İstanbul 2019, s. 9 vd.

⁸ Lazopoulos, s. 40 vd.

II. ANONİM ŞİRKET MENFAATİ BAKIMINDAN TEMEL İKİ KURAM

A. Pay Sahibi Değeri Teorisi (*Shareholder Value Theory*)

Pay sahibi değeri (shareholder value) ve paydaş değeri (stakeholder value) tartışmalarının başlangıcı esasen Amerika Birleşik Devletleri'ne ve halka açık şirketlerin işletilmesine dayanmaktadır. Halka açık şirketlerde 1900'lü yılların başında, uygulanmasının 1776 yılına kadar dayandırıldığı mülkiyet ve kontrol yetkilerinin birbirinden ayrılması anlayışı egemendi⁹. Buna göre yatırımcılar ya da finansörler, şirketi kendi adlarına yönetecek yöneticileri atamakta; bunun yanında yönetim kararlarında hiç kontrolleri bulunmamakta ya da çok az doğrudan kontrol hakkına sahip olmaktadır¹⁰. Büyük şirketlerde hissedar sayısının artması ve bu hissedarların günlük yönetimle doğrudan ilgilenmemeleri bu anlayışın öne çıkmasına neden olmuştur. Zira 1900'lü yılların başında karayolu, demiryolu yapımı, banka işletmesi gibi büyük ticari girişimler için kurulan şirketlerde yatırımcıların yatırımlarını maksimize etmek gibi bir amaç o zamanlar kabul edilmemekte ve uygun fiyatlara hizmet sunmak amaçlanmaktaydı. Hatta yatırımcıların da çoğunlukla müşterilerden/hizmetten yararlananlardan oluştuğu ifade edilmektedir¹¹. ABD'de yönetim ve kontrol ayrışmasını güçlendiren etmenlerden bir diğeri de işverenlerin emeklilik tazminatı vermeyi reddetmesi ve devlet destekli sosyal güvencelerinin de olmaması nedeniyle işçilerin emekliliklerine yatırım yapmak için birikimlerini borsaya yatırmaları olmuştur¹². Uygulamadaki bu yönetim ve kontrol ayrımı beraberinde de yönetimin yetkisini kullanırken bunu neye göre, hangi menfaate göre kullanması gerektiği tartışmalarını beraberinde getirmiştir.

Bu konuda önemli gelişmelerden biri 1919 yılındaki Dodge vs. Ford Motor Company davasıdır. Azınlık pay sahipleri (Dodge kardeşler) tarafından şirkette düşük oranda kâr dağıtılarak çalışan maaşlarının artırılması ve araç fiyatlarının dü-

⁹ Ayrıntı için bkz. Stephen G Marks, "The Separation of Ownership and Control", Encyclopedia of Law and Economics, Y. 2000, s. 692 vd.

¹⁰ Vekalet teorisi (principal - agency theory; agency problem) olarak ortaya çıkan bu görüşte müvekkil ile vekil yani pay sahibi ile yöneticiler arasındaki ilişki menfaat çatışmaları yaratır; çünkü her iki taraf da kendi yararını ençoklaştırmak ister. Michael C Jensen/ William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Y. 1976, C. 3, S. 4, s. 313 vd.

¹¹ Lynn A. Stout., "The Shareholder Value Myth", European Financial Review, <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2311&context=facpub>, E.T. 20/01/2025.

¹² Ayrıntı için bkz. Ewan McGaughey, "Democracy in America at Work: The History of Labor's Vote in Corporate Governance", Seattle University Law Review, Y. 2019, C. 42, s. 713 vd.; Amerika'da, o dönem Rusya'daki rejimin ve işçilerin sendikal hareketlerinin de etkisiyle ve buna karşı olarak bir sosyal güvence sisteminin benimsenmesinden önce işçilerin bireysel ve özel mekanizmalarla birikim yapması anlayışı benimsenmiştir. Buna ilişkin açıklamalar için bkz. s. 727.

şürülme kararı alınmasının ardından, bu kararların pay sahiplerinin zararına olacak şekilde çalışan ve tüketiciler lehine verildiği iddiasıyla karara karşı dava açılmıştır. Somut olayda çoğunluk pay sahibi ve yönetim kurulu üyesi olan Henry Ford otomobillerin herkes tarafından satın alınabilir olmasını sağlamak amacıyla satış fiyatlarının düşürüldüğünü; kısa vadede daha az kâr edilse de endüstrileşen toplumdan daha fazla insanın yararlanmasının amaçlandığı yönünde savunmada bulunmuştur. Mahkemece şirketin başlıca amacının pay sahiplerinin kâr elde etmesi olduğu ve yönetimin yetkilerini de bu amaçla kullanması gerektiği kabul edilmiş; bu nedenle dağıtılan temettünün artırılmasına hükmedilmmiştir. Öte yandan araç fiyatlarının belirlenmesine ilişkin karar ise işadamları kararı (ticari takdir yetkisi- business judgement rule) kapsamında değerlendirilmiştir¹³. Kararda şirketlerin başlıca amacının pay sahiplerinin kâr elde etmesi olduğu esası benimsendiğinden pay sahibi değerinin şirketlerce desteklenmesi bakımından önem arz eder.

Bu konudaki esas tartışma Adolf A. Berle ve M. Dodd arasındaki görüş farklılıklarına dayandırılmaktadır. Özellikle Amerika'daki büyük buhrandan sonra şirketlerin topluma karşı da bir sorumluluğunun olup olmadığı tartışma konusu olmuştur. Bu kapsamda 1930'lu yılların başında ortaya çıkan tartışmaya konu Berle ve Dodd'un görüşlerinin pay sahiplerini ve paydaşları esas alan iki farklı bakış açısını temsil ettiği kabul edilmektedir. Berle'ye göre kaynağı ne olursa olsun şirkete, yönetime ya da herhangi bir gruba verilen yetkiler ancak tüm hissedarların menfaati doğrultusunda kullanılmalıdır¹⁴. Dodd'a göre ise şirketlerin sosyal görevleri de bulunmaktadır ve pay sahipleri öncelikli olarak değerlendirilmemelidir¹⁵.

Berle ve Dodd tartışmasından sonra asıl olarak ekonomist Michael Friedman'ın görüşü etki yaratmış ve pay sahibi değeri önem kazanmıştır. Friedman'ın 1970 yılındaki bu makalesinden sonra bu görüş popülerite kazanmış; 1990'lara gelindi-

¹³ 1919 yılında verilen bu Karar pay sahipliği değeri bakımından önemli bir içtihat kabul edilmekle birlikte oldukça da tartışılan bir karardır. Bu kararın pay sahipliği değeri bakımından değil de azınlık ve çoğunluk çatışması ve business judgement rule bakımından değerlendirilmesi gerektiği yönünde bkz. Lynn A. Stout, "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", Virginia Law & Business Review, Y. 2008, C. 3, S. 1, s. 7 vd. Ayrıca davaya konu olan olayda azınlık pay sahipleri aldıkları kar paylarını şirkete rakip olarak kurdukları otomobil şirketine finansman olarak kullanmışlardır. Bu durumu öngören Henry Ford öncesinde hem bu azınlık pay sahiplerinin paylarını satın almak istemiş; ancak anlaşmaya varamamış, daha sonra daha az temettü dağıtımını ile bu amacın önüne geçmeye çalışmıştır. Dolayısıyla Ford'un kararının esasen şirketin menfaatine olduğu da ayrıca tartışılmaktadır.

¹⁴ Bu tartışmada Berle her ne kadar pay sahipliği değerini savunan görüş tarafında görülsede esasında Berle değerlendirmelerini *de lege lata* yöneticilerin hissedarların menfaati doğrultusunda karar alması esasına dayandırmaktadır. Adolf A. Berle, "Corporate Powers as Powers in Trust", Harvard Law Review, Y. 1931, C. 44, S. 7, s. 1049 vd.

¹⁵ Merrick E. Dodd, "For Whom are Corporate Managers are Trustees?", Harvard Law Review, Y. 1932, C. 45, S. 7, s. 1145.

ğinde Amerika’da pay sahibi değeri iş dünyasındaki egemen görüş haline gelmiştir. Buna karşılık şirketin aynı zamanda paydaşlar bakımından değer yaratması gerektiğine yönelik yaklaşım da bir alternatif olarak tartışılmıştır¹⁶.

Friedman doktrini olarak da anılan pay sahibi değeri teorisi işletmelerin tek amacını, kâr maksimizasyonu olarak kabul eder. Friedman’a göre iş adamlarının, işletmelerin yalnızca kâr amaçlı olmadığını aynı zamanda sosyal bir bilinçle istihdam sağlama, ayrımcılığı ortadan kaldırma, kirliliği önleme gibi sosyal amaçlarının olduğunun kabul edilmesi sosyalizmi işaret ediyordu¹⁷. Şirket sahiplerinin bir vekili olan yöneticilerin sorumluluğu bu kişilere karşıdır. Şirket menfaatine rağmen enflasyonu önlemek, sosyal amaca katkıda bulunmak gibi nedenlerle ürünün fiyatını artırmaktan kaçınması ya da çevre kirliliğini azaltmak için yasaların gerektirdiği miktarın ötesinde harcamalar yapması halinde yönetici kendisine ait olmayan bir parayı harcamaktadır ve böylece bu sosyal sorumluluk, pay sahiplerinin elde ettiği menfaatin azalmasına, müşteriler için fiyat artışına, çalışanların ise daha az maaş almasına yol açar. Böylelikle pay sahipleri, müşteriler ve çalışanların kendilerine ait parayı dilediği şekilde harcama inkârı varken, sosyal sorumlulukla paraları normalde harcayacaklarından daha farklı şekilde harcanmış olur, bu durum vergilendirme sürecine de müdahale anlamına gelir. İşletmelerin sosyal sorumluluğu, kaynakları düzgün harcamak ve kârı artırmak için faaliyette bulunmaktadır¹⁸.

Friedman’ın bu görüşü Amerika Birleşik Devletleri’nde pay sahipliği değerinin popülerite kazanmasına neden olsa da bir yandan eleştirilerin de hedefi olmuştur. Friedman’a yöneltilen eleştirilerden biri pay sahiplerinin şirketin sahipleri olduğu iddiasıdır ki aslında tüzel kişiliğe sahip olan şirkette, pay sahipleri paya sahiptir ve bu pay, şirket ile pay sahibi arasındaki bir sözleşme gereği onlara birtakım haklar bahşeder¹⁹. Hatta bu bakımdan pay sahipleri yine sözleşmelerle bir takım yasal haklara sahip olan çalışanlar, tedarikçilerle aynı konumdadır. Öte yandan yönetim

¹⁶ Bu kapsamda 1984’te yönetim organizasyonu ve etik değerlere yaklaşımı sistematik olarak inceleyen Ed Freeman’in Strategic Management: A Stakeholder Approach eserinin büyük bir etkisi olduğu kabul edilmektedir. McGregor McCance, Stakeholder: How Ed Freeman’s Vision for Responsible Business Moved From Theory to Reality, Virginia News, <https://news.darden.virginia.edu/2024/05/16/stakeholder-how-ed-freemans-vision-for-responsible-business-moved-from-theory-to-reality/>, E.T. 28/04/2025.

¹⁷ Michael Friedman, The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits, NY Times, <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>, E.T. 15.03.2023.

¹⁸ Friedman, NY Times.

¹⁹ Lynn A. Stout, “Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy”, Southern California Law Review, Y. 2002, C. 75, S. 5, s. 1191; aynı yönde Mathieu Blanc, “Corporate Purpose and Board of Directors: Means and Ends of Corporate Governance”, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, Y. 2020, Heft 3, s. 234; Sumantra Ghoshal, “Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices”, Academy of Management Learning & Education, Y. 2005, C. 4, S. 1, s. 80.

kurulunun, pay sahiplerinin vekili konumunda olduğu da hatalı bir değerlendirmedir. Bu da yönetim kurulunun seçiminde oy hakkı ve sorumluluk davası açma gibi hakların kullanılmasında olduğu üzere pay sahiplerinin yönetim kurulu üyeleri üstünde sınırlı ve dolaylı bir gücü vardır²⁰. Bir taraftan da tek bir pay sahibi değeri de yoktur. Her pay sahibinin farklı menfaati vardır; kimi uzun vadede yatırım yapmak isterken kimi hızlı kazançlar peşindedir²¹. Özellikle pay sahipleri arasındaki menfaat farklılıkları halka açık şirketlerde belirginlik kazanmaktadır. Bu kapsamda şirketlerin tek bir amaca odaklanıp onu maksimize etmesi yerine birden çok hedefe sahip olması bir alternatif olarak görülmüştür. Yönetimin pay sahipliği değerini maksimize etmesi yönündeki görüşün ticaret hukuku bakımından konuyu değerlendirmeyen ekonomistler arasında popüler olduğu bunun yanı sıra yatırım fonları ve yöneticilerin performansa bağlı olarak prim aldıkları dolayısıyla kısa dönem karlılığın odak olduğu şirketlerde benimsendiği ifade edilmektedir²².

Friedman'ın ilkeleri esas olarak pay sahiplerini şirketin sahibi olarak gören bir yaklaşıma dayansa da pay sahipliği değeri yalnızca pay sahiplerini şirketin sahibi olarak gören görüş tarafından değil; anonim şirketi bir sözleşmeler ağı (nexus of contracts) olarak gören görüşün savunucuları tarafından da desteklenmiştir²³. Bu görüşte de pay sahiplerinin menfaatlerine öncelik tanınır; zira pay sahipleri de en çok riske maruz kalan menfaat grubudur. Diğer menfaat grupları örneğin işçiler, alacaklılar şirketle yaptıkları sözleşmelerle haklarını koruyabilirler. Halbuki pay sahipleri ancak artık miktar üzerinde söz sahibidirler (residual claimants). Yani şirketteki nakit akışı içinde önce alacaklılar ve çalışanların alacakları ödenir, şirkette kalan bir değer olursa pay sahipleri bunun sahibi olacaklardır²⁴. Pay sahipleri en riskli menfaat grubu olduğundan onların menfaatinin maksimize edilmesi savunulmaktadır.

Pay sahibi değerinde hedeflenen kar maksimizasyonu ve kısa dönem karlılığın benimsenmesi eleştirilere yol açmıştır. Bu halde şirketin uzun vadede kazanımları ve büyümesinden ziyade kısa sürede pay sahiplerinin elde edeceği kazançlar odak noktasını oluşturur. Pay sahiplerinin uzun vadeli yatırımlardansa kısa dönem karı tercih etmelerinin bir nedenini de yönetimin bu paraları yatırım

²⁰ Stout, European Financial Review.

²¹ Lynn A. Stout, Corporations Don't Have to Maximize Profits, NY Times, <https://www.nytimes.com/roomfordebate/2015/04/16/what-are-corporations-obligations-to-shareholders/corporations-dont-have-to-maximize-profits>, E.T. 01/01/2025.

²² Lynn, NY Times.

²³ Ayrıca bkz. Min Yan, The Limits of Company Law in Saving Our Planet: Rethinking the Future of the Corporate Purpose Movement, s. 6, City Research Online, <https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/35085/>, E.T. 07/05/2025.

²⁴ Buna karşılık bu görüş de pay sahiplerinin esasında yalnızca iflas durumunda artık değerın kalma/ması ihtimalinde risk taşıdığı; bunun haricinde şirkette koşulları mevcutsa her zaman kar dağıtım kararı alınabileceği gerekçesiyle eleştirilmiştir. Stout, Shareholder Primacy, s. 1193.

için kullanmak yerine boşa harcamasına yönelik endişelerinden ileri gelmektedir²⁵. Kısa dönem karlılığın hedeflenmesinin ekonominin üretken kapasitesini ve dinamizmini istikrarlı bir şekilde yok ettiği belirtilmektedir²⁶. Zira kısa dönem karlılık pay sahiplerinin yeni yatırımlar, Ar-Ge gibi harcamalar yapma bakımından motivasyonu kaybetmesine yol açabilir²⁷.

Pay sahibi öncelikli model daha sonraları 3 stratejiye dayandırılmıştır: şirketin amacı, şirket hisse değerlerinin piyasa değeri üzerinden hesaplanan pay sahiplerini değerini maksimize etmektir; şirketin kontrolü nihai olarak pay sahiplerindedir; pay sahipleri yönetimin özen ve sadakat yükümlülüğünün birincil faydalanıcılarıdır²⁸. Diğer paydaşlar ise pay sahiplerine sağlanan değer maksimizasyonu sayesinde işletmelerce ödenen vergiler, sağlanan istihdam ve kaliteli mal ve hizmetlerle aslında bundan yararlanmış olurlar²⁹.

Pay sahipliği değerinde kâr elde etmek ve pay sahiplerinin getirilerini en üst düzeye çıkarmak amaçlandığından diğer paydaşların menfaatleri ancak bunlara hizmet ettiği ölçüde veya yasal gereklilikler gereği dikkate alınır. Öte yandan pay sahibi değeri maksimize edildiğinde firma değeri artar, daha çok vergi ve çalışanlara daha iyi maaş ödenir. Bu kapsamda pay sahibi değerinin tam anlamıyla paydaşları dışlayıcı bir yönetim anlayışı taşımadığı da ifade edilmektedir. Ancak; diğer paydaşlarla ilişkilerin de düzgün yönetilmesi gerekmektedir. Örneğin; müşterilerine çok yüksek bedelli hizmet sunan şirket rekabet karşısında onları kaybedecekken, çok düşük bedelli hizmet sunması durumunda finansal yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanacaktır ya da çalışanlara çok düşük ödeme yapmak şirketteki iş gücünün standartların altında kalmasına yol açarken; çok fazla ödeme yapmak şirketin rekabetçi kalmasını engelleyecektir³⁰.

Pay sahibi değerine getirilen eleştirilerden biri diğeri de şirkette yönetim kurulunun kârdan prim aldığı kimi durumlarda- daha çok prim anlamına geleceği için³¹- şirkette kâr maksimizasyonu için yolsuzluk yapılması gibi durumların meydana

²⁵ Gregory Jackson/ Anastasia Petraki, "Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance", Report to the Glasshouse Forum 2011, s. 12.

²⁶ Steve Denning, Making Sense of Shareholder Value: 'The World's Dumbest Idea', Forbes, <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2017/07/17/making-sense-of-shareholder-value-the-worlds-dumbest-idea/?sh=12dd5aa92a7e>, E.T. 16.03.2023.

²⁷ Jackson/ Petraki, s. 12.

²⁸ Virginia Harper Ho, "Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide", The Journal of Corporation Law, Y. 2010, C. 36, S. 1, s. 72.

²⁹ Harper Ho, s. 74.

³⁰ Michael J. Mauboussin, What Shareholder Value is Really About, Harvard Business Review, <https://hbr.org/2011/10/ceos-must-understand-what-crea>, son erişim: 03.02.2023.

³¹ Bu tür teşviklerin yöneticileri kısa dönem faydacılığa yönelterek bunun gelecekteki sonuçları hakkında daha az düşünmeye ittiği yönünde bkz. Jackson/Petraki, s. 45 vd.

na gelmesidir³². Örneğin oldukça ünlü kurumsal skandallardan biri olan Enron olayında, şirket gelirlerinin şişirildiği ortaya çıkmıştı ve bunun nedenlerinden bir tanesi de yöneticilerin mali haklarının buna göre belirlenmesi olarak görülmektedir³³. Öte yandan prim motivasyonlu olmasa da esasen kısa dönem kârlılık hedefinin kendisi dünyada pek çok skandala yol açmıştır. Örneğin Wells Fargo isimli bankada şirket yönetiminin belirlediği satış rakamlarını tutturmak için 2002-2016 yılları arasında sahte hesaplar açılmış; böylelikle şirket kısa vadede kâr elde etmiş gibi gösterilmiştir; öte yandan bu skandal ortaya çıktığında şirket hem 3 milyar USD cezaya çarptırılmış hem de itibar kaybı yaşayarak uzun vadede fazlasıyla zarar etmiştir³⁴.

Zaman içinde gerçekten kısa vadeli pay sahibi değerine ilişkin eylemlerin uzun vadede pay sahiplerine zarar verdiği görülmüştür ve uzun vadeli anlayışı desteklenmeye başlanmıştır³⁵. Yöneticiler, uzun vadeli ve sürekli bir hissedar değeri yaratmalıdır³⁶. Bu kapsamda öne sürülen görüşlerden bir tanesi de aydınlatılmış pay sahibi değeri (Enlightened Shareholder Value) yaklaşımı olmuştur ve pay sahibi- paydaş değeri tartışmalarında uzlaşmacı bir çözüm olarak nitelendirilmiştir³⁷. Bu yaklaşım ile pay sahiplerinin kârının tek odak kabul edilmesi anlayışı ile diğer menfaatler arasında bir denge oluşturulmaya çalışılmıştır. Aydınlatılmış pay sahibi değerinde de uzun vadeli hissedar yaratımı yine asıl amaçtır; ancak bunun yanında ek olarak şirkette karar alınırken diğer paydaşlara zarar vermeyecek şekilde alınması ya da diğer paydaşların bundan bir kazanım sağlayıp sağlamayacağı değerlendirilmelidir³⁸. Yani pay sahiplerinin öncelik ve tek odak kabul ederek kâr maksimizasyonundansa uzun vadeli pay sahibi değeri yaratmak amacıyla diğer paydaşların da menfaatleri dikkate alınır.

³² Hatta şirkette bu tip başarıya bağlı teşviklerin yönetimde agresif muhasebe kullanılmasına yol açacağı yönünde bkz. Bahram Soltani, "The Anatomy of Corporate Fraud: A Comparative Analysis of High Profile American and European Corporate Scandals", *Journal of Business Ethics*, Y. 2014, C. 120, S. 2, s. 259.

³³ Kurt Enichenwald, Enron's Many Strands: Executive Compensation, *NY Times*, <https://www.nytimes.com/2002/03/01/business/enron-s-many-strands-executive-compensation-enron-paid-huge-bonuses-01-experts.html>; E.T. 13/01/2025.

³⁴ <https://www.justice.gov/archives/opa/pr/wells-fargo-agrees-pay-3-billion-resolve-criminal-and-civil-investigations-sales-practices>; <https://edition.cnn.com/2020/02/21/business/wells-fargo-settlement-doj-sec/index.html>; E.T. 30/04/2025.

³⁵ Enron, Boeing, Volkswagen, Siemens, Glencore gibi ünlü şirketlerin karışıklıkları skandallar, şirketlerdeki kısa vadeli stratejilerin oldukça yanlış ve hukuka aykırı boyuta ulaşabileceğinin ve uzun vadede şirketlere ciddi zarar verebileceğinin başkaca örnekleridir.

³⁶ Buna rağmen pay sahiplerine kısa vadede kar elde etmek daha cazip gelebilir. Peter Forstmoser, "Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?", *Summa Zum Auftrag börsennotierter Unternehmen*, Dieter Simon zum 70. Geburtstag, Frankfurt a.M. 2005, s. 214.

³⁷ Alla V. Sarbach, "How is the Purpose of a Company Impacting Its Corporate Governance?", *GesKR*, Y. 2022, s. 271.

³⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Harper Ho, s. 108 vd.

B. Paydaş Değeri Teorisi (Stakeholder Value)

Paydaş değeri teorisinde şirketler sadece pay sahiplerine kâr sağlamak amacıyla kurulmazlar ve şirket yönetiminde pay sahipleri dışındaki paydaşların çıkarları ve refahı da gözetilmelidir. Pay sahiplerinin menfaatinin yanı sıra diğer menfaat gruplarının, özellikle de çalışanların, müşterilerin, tedarikçilerin ve (sınırlı ölçüde) genel kamunun çıkarları da eşit bir şekilde dikkate alınmalıdır³⁹. Dolayısıyla paydaş teorisinde çalışan ya da müşteri gibi bir paydaş grubuna odaklanmak yerine bütün paydaşların menfaatlerinin değerlendirilmesi söz konusudur ve menfaat grupları arasında bir sinerji söz konusu olduğundan aslında şirketin paydaş gruplarından birine yaklaşımı diğer grupları da etkiler⁴⁰. Yönetim kurulunun görevi, somut duruma göre çatışan menfaatler arasında bir denge kurmak ve bu menfaat gruplarından herhangi birine öncelik tanımamaktır⁴¹.

Şirketin işleyişinde çıkarı olan ve şirketin hedeflerine ulaşması için bağlı olduğu kişi, grup ve kuruluşlar olarak tanımlanan paydaşlardan bir kısmı şirketin değer yaratım sürecine doğrudan dahildirler ve çalışanlar ve yöneticiler, hissedarlar, finansörler, müşteriler ve tedarikçiler birincil paydaş olarak kabul edilirler⁴². Paydaşla ilgili tanımlar yapılırken kapsam genişleyebilmektedir. Özellikle çember genişledikçe topluluklar, özel menfaat ya da çevre grupları, medya hatta toplum da paydaş tanımına dahil olur; ancak böyle homojen olmayan gruplar söz konusu olduğunda paydaş çıkarının ne olduğunu tespit etmek zorlaşabilir, bu da yaklaşıma yöneltilen eleştirilerden bir tanesidir⁴³. Bu bağlamda paydaş değerinin hedefi net olduğundan başarının da daha ölçülebilir olduğu da karşı argümanlardan biri olmuştur⁴⁴.

Bu teoriye getirilen eleştirilerden bir tanesi de şirket menfaatinin üçüncü kişilerin menfaatlerini de kapsayacak şekilde genişletilmesinin anonim şirketler hukukunun amacına uygun düşmediğidir. Bu yaklaşımın malik olarak pay sa-

³⁹ AccountAbility isimli bağımsız kuruluş tarafından geliştirilen AA1000 Stakeholder Engagement Standard (AA1000SES) kurallarıyla 5 aşamalı bir süreç ile paydaşları kapsayan bir yönetimin nasıl olabileceği açıklanmıştır. Buna göre önce şirketin sürdürülebilirliğini etkileyen paydaş grupları tanımlanmalı, bunlarla nasıl etkileşim sağlanacağı planlanmalı, bu plan uygulamaya geçilmeli, karar alma sürecinde paydaşların beklentilerinin entegrasyonu sağlanmalı ve bu süreçlerin işlevliliğinin sürekli olarak kontrol edilmesi ve değerlendirilmesi önerilmektedir. Ayrıntı için bkz. <https://www.accountability.org/standards/aa1000-stakeholder-engagement>, E.T. 29/04/2025.

⁴⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Jeffrey S. Harrison/R. Edward Freeman/ Mônica Cavalcanti Sá de Abreu, "Stakeholder Theory as an Ethical Approach to Effective Management: applying the theory to multiple contexts", Review of Business Management, Y. 2015, C. 17, S. 55, s. 859 vd.

⁴¹ Weber Hölters/Weber, Aktiengesetz 4. Aufl. 2022, AktG §76 Leitung der Aktiengesellschaft, N. 21.

⁴² Harrison/Freeman/Abreu, s. 859.

⁴³ Harrison/Freeman/Abreu, s. 859.

⁴⁴ Forstmoser, Gewinnmaximierung, s. 213.

hiplerinin aleyhine olduğu; zira hissedarların alacaklı ya da çalışan gibi statüleri olmadığından haklarını koruyacak başka mekanizmalarının bulunmadığı ifade edilmiştir⁴⁵. Ancak paydaş değeri teorisini savunanlar, pay sahibi değeri teorisinin argümanlardan biri olan pay sahiplerinin şirketlerde riski asıl üstlenen menfaat grubu konumunda olmaları hususuna şüpheyle yaklaşmaktadır. Zira; çeşitli nedenlerle yatırım yapan pay sahibindenise iş ilişkisi şirketin devamlılığına bağlı olan işçilerin şirketin faaliyetlerinden doğan risk nedeniyle sosyal ve ekonomik açıdan daha çok etkilenmesi muhtemel gözükmemektedir⁴⁶. Ya da şirketin en önemli müşterisi konumunda olan ve şirkete ekonomik açıdan bağımlı durumda olan alacaklıların da kimi hallerde pay sahiplerinden daha fazla riske maruz kaldığı ifade edilmektedir⁴⁷. Hatta genel kamu menfaati, şirketin işletmesel faaliyetlerinden bazı durumlarda, şirketin yarattığı çevre kirliliği gibi, pay sahiplerinden daha fazla etkilenmektedir⁴⁸.

III. GÜNÜMÜZDE GÖRÜLEN EĞİLİMLER VE YÖNETİMDE BENİMSENEN KAVRAMLAR

Bugün itibari ile Avrupa’da paydaş; Amerika Birleşik Devletleri’nde hissedar odaklı bir eğilim olduğunu söylemek mümkündür⁴⁹. Ancak bu kesin olarak yaklaşımlardan birinin kabul edildiği anlamına gelmemektedir. Her iki teoriyi de destekleyen uygulamalar ya da görüşler mevcuttur. Örneğin zaman içindeki gelişmeler neticesinde ABD’de mahkemelerin uzun vadede şirketin daha çok fayda sağlayabileceği durumlarda yönetimin pay sahiplerinin zararına da olsa verdiği kararları işadamları kararı (business judgement rule) kapsamında değerlendirdiği tespit edilmiştir⁵⁰. Paydaş değeri de tamamen geri planda değildir⁵¹. ABD’de halka açık şirketler bakımından kurumsal yönetim ilkeleri yayınlayan Business

⁴⁵ Thomas Alexander Steininger, *Interessenkonflikte des Verwaltungsrates*, Zurich 2011, s. 63.

⁴⁶ Michael Kort, “Vorstandshandeln im Spannungsverhältnis zwischen Unternehmensinteresse und Aktionärsinteressen”, *Die Aktiengesellschaft (AG)*, 2012, s. 609.

⁴⁷ Kort, s. 609.

⁴⁸ Kort, s. 609.

⁴⁹ Sarbach, s. 277; Avrupa’daki çalışanların ya da kreditorlerin yönetime katılmalarına yönelik düzenlemeler de buna örnek olarak gösterilmektedir bkz. Vinita Ramaswamy, “Director Interlocks and Cross-Cultural Impact on Strategies Affecting Shareholder-Creditor Conflict a Conceptual Analysis”, *Management Decision*, Y. 2019, C. 57, S. 10, s. 2700.; Karşılaştırmalı hukuk bakımından şirket menfaatinin ele alınışı ile ilgili ayrıca bkz. Mehmet Helvacı/Rifat Cankat, “Karşılaştırmalı Hukukta Şirket Menfaati Kavramı”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, s. 523 vd.

⁵⁰ Ayrıntı için bkz. Stout, *Dodge vs. Ford*, s. 7.

⁵¹ Hatta ABD ve İngiltere’deki yaygın pay sahibi değeri anlayışına rağmen yasaların yöneticilerin şirkette pay sahiplerinin menfaatini önceliklendirmeye izin vermediği aksine pay sahipleri ve diğer paydaşlar için yönetimi gerçekleştirmesi ödevi yüklediği yönünde bkz. Min Yan, M., “Corporate Social Responsibility versus Shareholder Value Maximization: Through the Lens of Hard and Soft Law”, *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2019, C. 40, S. 1. s. 85.

Roundtable isimli birliğe⁵² göre yönetim kurulu, uzun vadeli pay sahiplerini ilgilendiren ve şirketin uzun vadeli değer yaratımını etkileyen konularla ilgilenir ve bunlara odaklanmalıdır. Bu kapsamda şirketlerin yatırım yapmasına, büyümesine ve yeniliklerine olanak sağlayan sermayeyi sağlayan pay sahipleri bakımından açısından uzun vadeli değer yaratmak amaçlanmakla birlikte tüm paydaşlara da bir bağlılık olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda müşteri beklentilerinin karşılanması, çalışanlara adil ödeme yapmak ve haklar sağlamak, tedarikçilerle adil ve etik olarak çalışmak ve toplumu desteklemek de amaçlar arasında sayılmıştır⁵³. Kısa dönem kârlılığı artırmak için örneğin işçilere az ödeme yapılması zamanla şirketin kaliteli elemanlar açısından cazibesini yitirmesi anlamına gelecek; bu da mal/hizmetlerin kalitesinin ve dolayısıyla talebin düşüşü anlamına gelecektir⁵⁴. Bugün itibarıyla uzun vadeli hissedar değeri yaratılırken diğer paydaşların da menfaatlerinin gözetilmesi gerektiği kabul edilmektedir. Bu kapsamda aydınlatılmış pay sahibi değeri de daha çok önem kazanmaya başlamıştır. Pay sahiplerine uzun vadeli ekonomik değer yaratılması yatırımcı ve yatırım kuruluşlarının da ilgisini çekmiştir⁵⁵. İngiliz Şirketler Kanunu'nda şirket yöneticilerinin görevleri düzenlenirken, aydınlatılmış hissedar değeri benimsenmiştir (Companies Act 2006, Bölüm 172).

Alman doktrininde Gesellschaftsinteresse ve Unternehmensinteresse şeklinde kavramsal bir ayrım bulunmaktadır⁵⁶. Şirket menfaati (gesellschaftsinteresse) pay sahiplerinin menfaatler bütününe denk sayılmaktadır⁵⁷. İşletme menfaati (Unternehmensinteresse) esasen bizim kullandığımız şekilde şirket menfaatini ifade eden kavramdır. Bu kavram, hissedarların, çalışanların, alacaklıların, şirketle ilgili diğer grupların ve ayrıca genel halkın çıkarlarından oluşan bir menfaat

⁵² İstihdam yaratılması, Amerika'nın rekabet gücünün artırılması ve ekonominin güçlendirilmesi amacıyla Amerika'nın önde gelen şirketlerinin CEO'ları tarafından oluşturulan bu birlik, kurumsal yönetim gibi konuları da kapsayacak şekilde çeşitli ilkeler yayımlamaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. <https://www.businessroundtable.org/policy-perspectives/corporate-governance/long-term-value-creation>, E.T. 13.03.2023.

⁵³ 2019'daki şirketlerin amacına ilişkin bu beyanname, paydaş menfaatleri bakımından yapılan değerlendirmeler paydaş menfaatleri bakımından önemli bir gelişme sayılırken bunun ardından yapılan bir araştırmada beyannameye katılan şirketlerin paydaş menfaatler açısından somut herhangi bir adım atmadığı ya da bu yönde şirket yönetiminde bir değişim olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Lucian A. Bebchuk, Roberto Tallarita, 'Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?', Vanderbilt Law Review, 2022, C. 75, S. 4, s. 1031 vd.

⁵⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Marc, Goedhart, M./Tim, Koller, 'The value of value creation', McKinsey, <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-value-of-value-creation#>, E.T. 08.03.2023.

⁵⁵ Harper Ho, s. 63.

⁵⁶ Bu ayrımın yerinde olmadığına ve çoğu zaman birbirinin yerine kullanıldığına dair bkz. Wolfgang Hölters / Markus Weber, Aktiengesetz Kommentar, 4. Auflage, München, 2022, AktG §76 Rn. 23.

⁵⁷ Hölters/Weber/Weber, AktG §76 Rn. 19.

yapısını ifade eder⁵⁸. Alman hukukunda vekalet teorisi (principal-agent theory) ile ortaya atılan yönetici kurulu (Vorstand) pay sahiplerinin vekili gören yaklaşım da reddedilmekte; yönetici kurul, -pay sahiplerinin veya diğer paydaşların değil- yalnızca şirketin vekili olarak kabul edilmektedir⁵⁹. Yönetici kurul, pay sahiplerinin talimatlarıyla bağlı olmadığı gibi; pay sahiplerinin isteklerine uygun hareket etmek veya eylemlerini yalnızca pay sahiplerinin menfaatine dayandırma, genel olarak pay sahibi değerini ölçüt kabul etme gibi bir yükümlülüğü de yoktur⁶⁰. Bu kapsamda şirketin varlığını sürdürmesi ve şirketin uzun vadeli değer artışı kabul edilmelidir ki bu değer artışı pay sahibi değeri teorisi ile kabul edilen değer artışından farklıdır⁶¹.

Buna karşılık pay sahibi odaklı bir yönetim anlayışını savunan görüşler de mevcuttur. Pay sahibi değerine kısa vadeli anlamlar yüklemek yanlıştır. Anonim şirketler yapıları itibariyle kazanç odaklıdır. Pay sahiplerine yasal olarak kâr dağıtılması zorunluluğu bir tarafa şirketin mevcudiyetini devam ettirebilmesi için de kâr elde etmesi gerekir. Diğer paydaşlar da şirket ancak kâr elde ettiği müddetçe fayda sağlayabilirler. Bu nedenle kârlılık basit bir gerekliliktir ve herkesin menfaatinedir⁶². Nihai amaç sürdürülebilir bir şekilde şirket değerini artırmak ve bu sürdürülebilir gelişime zarar vermeyecek şekilde mümkün olan en yüksek kârı dağıtmaktır⁶³. Öte yandan biraz daha aydınlatılmış pay sahibi değerine yakın görüşler de vardır. Sermaye sağlayıcılarının oluşturduğu bir birlik olarak kabul edilen anonim şirketin amacının pay sahiplerinin menfaatlerine hizmet etmek olduğu kabul edilmektedir⁶⁴. Hatta pay sahipleri şirket sözleşmesinde pay sahibi değerinin benimsenmesini kabul edebilirler⁶⁵. Ancak çalışanların, müşterilerin, tedarikçilerin veya kamunun çıkarları veya menfaatleri sürekli göz ardı da edilemez; zira bu durum şirketin uzun vadede başarılı olmasına engel olabilir⁶⁶. Dolayısıyla diğer paydaşların menfaatlerinin dikkate alınması sürdürülebilir değer yaratımı ve kalıcı kârlılık için şarttır⁶⁷.

Netice itibariyle bugünkü ağırlıklı görüşe göre; yönetim kurulu şirketi yönetirken asgari amaç olarak şirketin mevcudiyetini ve kârlılığını korumakla yü-

⁵⁸ Tobias Bürgers/Torsten Körber/Jan Lieder, Aktiengesetz, 5. Auflage, Heidelberg 2021, §76 Leitung der Aktiengesellschaft, Rn. 13.

⁵⁹ Kort, s. 609.

⁶⁰ Kort, s. 609.

⁶¹ Kort, s. 610.

⁶² Steininger, s. 65.

⁶³ Steininger, s. 46.

⁶⁴ Hölter/Weber/Weber AktG §76 Rn. 22.

⁶⁵ Hölter/Weber/Weber AktG §76 Rn. 24.

⁶⁶ Hölter/Weber/Weber AktG §76 Rn. 22.

⁶⁷ Hölter/Weber/Weber AktG §76 Rn. 22b.

kümlüdür. Farklı pay grupları arasında menfaat çatışmaları olması olağan olsa da tüm pay sahipleri bakımından öncelikli olan şirket menfaati şirketin uzun dönem kârlılığının sağlanması ve şirket mevcudiyetinin devamıdır. Bu kapsamda şirketteki farklı menfaat grupları arasında denge kurulmalıdır⁶⁸. Alman Kurumsal Yönetim Kodeksinde de şirket menfaatinin en iyi şekilde gözetilmesi, işletmenin devamı ve sürdürülebilir değer yaratılması olarak görülmekte ve bunun için pay sahiplerinin yanı sıra şirket çalışanlarının ve diğer paydaşların menfaatinin de dikkate alınması ve yanı sıra kurumsal stratejilerin sosyal ve ekolojik amaçlar içermesi vurgulanmaktadır (Madde 1, 10, 20).

İsviçre'deki genel kabule göre de uzun vadede şirketin devamlılığı esastır. Şirkette kısa dönem menfaatlere odaklanılması işletmenin sürdürülebilir gelişimini ve kazançlarını tehlikeye sokabilecek nitelikte olabilir⁶⁹. Şirketin orta ve uzun vadede menfaatleri açısından belirleyici bir faktör de şirketin rekabetçi bir ortamda faaliyet göstermesidir⁷⁰. Her ne kadar özellikle kapalı tip şirketlerde pay sahiplerinin menfaatinin göz ardı edilmesi mümkün değilse de şirket menfaati ile pay sahiplerinin menfaatinin denk tutulamayacağı; bu kapsamda kâr maksimizasyonunun değil, kâr etmenin ve bunu optimize etmenin hedeflenmesi gerektiği ifade edilmektedir⁷¹.

İsviçre'de pay sahibi değerini benimseyen görüşler de yer almaktadır. Bühler'e göre şirket menfaatinin temeli ve sınırı esas sözleşmedeki amaçtır ve bu, tüm paydaşların sürdürülebilir menfaatine göre değerlendirilir. Şirket amacını belirleyen pay sahiplerinin şirket üstündeki etkisi, diğer paydaşlardan daha güçlüdür ve onların menfaati öncelikli olmalıdır. Anonim şirketlerde kâr amacı güdülür, yönetim kurulunun da yükümlülüğü kar maksimizasyonudur. Ancak bu kısa vadeli hedeflenmemelidir. Bu kapsamda diğer paydaşların menfaatleri de gözetilmelidir. Orta ve uzun vadede fayda sağlıyorsa sosyal sorumluluk çerçevesinde de karar alınabilir⁷².

Kurumsal yönetimde kapsamda çıkarılan kanunda da (Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance) şirketin sürdürülebilir menfaatinin korunmasının amaçlandığı; şirket başarısı ve istikrarlı büyümenin böylelikle sağlanabileceği bunun için de yalnızca kârdan faydalanan ya da sermaye riskini üstlenen konumunda olan pay sahiplerinin değil paydaş menfaatlerinin de önemli olduğu

⁶⁸ Christian Wentrup, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 4, §19 Vorstand als Leitungsorgan der Gesellschaft, N. 21.

⁶⁹ Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 5. Auflage, Zürich 2022, N. 757.

⁷⁰ Böckli, N. 757.

⁷¹ Böckli, N. 757.

⁷² Bühler, Art.717, N. 114; Böckli de esasen anonim şirketleri salt paydaş menfaati odaklı kabul etmemektedir. Böckli, N. 758.

kabul edilmektedir⁷³. Yönetim kurulu kararlarında pay sahiplerinin yanı sıra; çalışanların, iş ortaklarının, müşterilerin, toplumun ve çevrenin de menfaatini gözetmelidir (m.9). İsviçre'deki bu menfaat tartışmalarında ayrıca ekonomik açıdan güçlü şirketlerin sosyal olarak sorumlu ve çevre dostu davranmalarının da gerektiği savunulmaktadır⁷⁴. Böylelikle geleneksel olarak nitelendirebileceğimiz menfaat grubu sınıflandırmasına çevrenin menfaati ve sosyal/toplumsal menfaatleri eklenmiştir (kurumsal sosyal sorumluluk görüşünün etkisi). Hem kurumsal yönetim ilkeleri hem doktrin hem de içtihatlarla yine de ağırlıklı olarak çoğulcu bir menfaat anlayışı yani paydaş değeri teorisi kabul edilmektedir⁷⁵.

Süregelen tartışmalardan sonra bugün hala görüşler arasında bir orta nokta bulunması zor olarak kabul edilmektedir. Öte yandan pay sahibi değeri teorisi-ne kazandırılan uzun vadeli anlayışı ile birlikte bu yaklaşım da aslında diğer paydaşların da çıkarına hizmet eder hale geldiğinden her iki anlayış arasındaki teorisel farkın da çok da büyük olmadığı da ifade edilmektedir⁷⁶.

Genel geçer bir şirket menfaati tanımı yapmanın zorluğu karşısında şirket menfaatini formüle etmektense menfaati belirleyecek bir prosedürün/sürecin tanımlanması da önerilmektedir⁷⁷. Bu kapsamda yönetim kurulu karar alırken bundan hangi menfaat gruplarının etkilendiğini tespit etmeli ve önemli kararlarda bu menfaat analizini daha ayrıntılı gerçekleştirilmelidir⁷⁸. Karardan etkilenecek menfaat grupları birbirleriyle karşılaştırılmalıdır⁷⁹. Bir sonraki adımla bu menfaatler uzlaştırılmalı, mümkünse menfaat grupları karar alma sürecine dahil edilmelidir⁸⁰. Diğer menfaat sahipleri lehine yapılan düzenlemelerin, kısa vadede karlılığı artırmasa da uzun vadede pay sahiplerinin de menfaatlerine hizmet edeceği gözetilmelidir. Örneğin; çalışanlara tanınan ek sosyal haklar, kısa vadede pay sahiplerinin daha az kar almasıyla sonuçlanırken; çalışanların artan motivasyon

⁷³ İsviçre'de de bu ilkeler de halka açık şirketler bakımından "comply or explain" (uy ya da açıkla) prensibiyle kabul edilmekle birlikte; halka kapalı ve ekonomik açıdan önemli kabul edilebilecek şirketler tarafından da benimsenebilecek tavsiyeler içermektedir.

⁷⁴ Bühler, Art.717, N. 114.

⁷⁵ Örneğin; İsviçre Federal Mahkemesi 4C.242/2001 5 Mart 2003 tarihli kararı C 3.3., <https://www.bger.ch/de/index.htm>; Christa Sommer, Die Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art.717, Abs.1 OR, Zürich 2010, s. 36 vd.; Menfaat tanımlamaları için ayrıca bkz. Lazopoulos, s. 40 vd.

⁷⁶ Uzun vadeli değer yaratma amacının şirkette herkes için fayda sağlamakta; bir kesişim noktası yaratmaktır. Forstmoser, Gewinnmaximierung, s. 219 vd.; ayrıca Hölters/Weber/Weber AktG §76 Rn. 22; Steining, s. 66.

⁷⁷ Lazopoulos, s. 43.

⁷⁸ Lazopoulos, s. 44.

⁷⁹ Lazopoulos, s. 44.

⁸⁰ Ancak çıkarların bir paydada oluşturulabilmesi her zaman mümkün olmadığından; bu durumda yönetim kurulunun menfaatler arasında bir denge bulması menfaatler çeşitlendikçe daha karmaşık bir hal alacaktır. Ayrıntı için bkz. Lazopoulos, s. 44 vd.

ve şirkete bağlılığı ile şirketin muhtemel başarısı sağlamlaştırılmış olmaktadır⁸¹. Dolayısıyla uzun vadede şirketin varlığını koruması ve büyümesini devam ettirebilmesi asgari olarak tüm menfaat grupları için ortak amaç olmalıdır⁸².

Pay sahibi değeri -paydaş değeri nezdinde gelişen tartışmalara yeni varyasyonlar da eklenmekte ve başka fikirler de geliştirilmeye devam edilmektedir⁸³. Özellikle halka açık şirketler bakımından oldukça önemli kavramlar şirket yönetiminde, amaç ve stratejilerinde önem kazanmıştır⁸⁴.

Bunlardan bir tanesi hiç şüphesiz ki artık hukuk sistemlerinde genel kabul gören kurumsal yönetim ilkeleridir. Kurumsal yönetim ile şeffaflık, adil yönetim, sorumluluk ve hesap verilebilirlik ilkelerine dayalı bir yönetim anlayışı benimsenmiştir. Kurumsal yönetim ile şirketteki faaliyetlerin yasallığını sağlamanın yanı sıra şirketin eylem ve kararlarında çevresel ve sosyal bakımdan sorumluluk alınmasını da sağlamak amaçlanmaktadır. Kurumsal yönetim ile sosyal ve ekolojik çevre ve paydaşları şirketlerin uzun dönemde başarısını devam ettirmesinde önemli etmenler sayılmakta ve şirketin kararları ve eylemleriyle çeşitli paydaş grupları nezdinde güven yaratması; bunun uzun vadede sürdürülmesi kurumsal yönetim kapsamında kabul edilmektedir⁸⁵. Kurumsal yönetim kapsamında yapılan farklı menfaat gruplarına referans nedeniyle bu yönetim anlayışı paydaş değeri ile oldukça iç içe kabul edilmektedir⁸⁶. Bu kapsamda şirket hedeflerinin kapsayıcı şekilde belirlenerek yönetim kuruluna bir davranış kılavuzu haline getirilmesi de menfaat grupları arasındaki çatışmalarının yönetilmesinde kabul edilen bir unsurdur⁸⁷.

OECD'nin 2023 yılında revize edilen kurumsal yönetim ilkelerinin şirketlere sürdürülebilirlik ve dayanıklılık hususlarında rehberlik etmek ve şirketlere

⁸¹ Hölter/Weber, Aktiengesetz 4. Auflage 2022, AktG §76 Leitung der Aktiengesellschaft, N. 22.

⁸² Lazopoulos, s. 45.

⁸³ Örneğin "competing fo ressential stakeholders" (CES) görüşü hissedarlar ve önemli paydaşlar açısından şirkette uzun vadeli değer yaratacak bir alternatif olarak ileri sürülmüştür. Bu kapsamda bütün paydaşlara odaklanan bir yönetim anlayışı değil; önemli paydaşlar bakımından şirketten beklenen faydayı artırmak amaçlanır. Bkz. Richard L. Priem/ Ryan Krause/ Caterina Tantalio/M. Ann McFadyen, 'Promoting Long-Term Shareholder Value by "Competing" for Essential Stakeholders: A New, Multisided Market Logic for Top Managers', Academy of Management Perspectives, C. 36, S. 1, s. 93 vd.

⁸⁴ Bu konudaki güncel gelişmelerle ilgili bir değerlendirme için ayrıca bkz. Hasan Pulaşlı, "Halka Açık Anonim Şirketler Hukukunda Son Yıllardaki Önemli Gelişmeler", Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, 2021, C. 27, S. 1, s. 418 vd.

⁸⁵ Christine Schweikert/Maximilian Jans, "Corporate Governance in Abhängigkeit von Unternehmensstruktur und Unternehmensgröße - eine betriebswirtschaftlich-juristische Analyse, Studie 1 im Forschungsprojekt "Leitlinienfürdas Management von Organisations- und Aufsichtspflichten", KICG-Forschungspapier 2012 S. 3, s. 7.

⁸⁶ Holger Fleischer, beck-online. GROSSKOMMENTAR, 2025, AktG §76 Rn. 40.

⁸⁷ Kurumsal yönetim kapsamında kabul edilen diğer unsurlar ve ayrıntılı bilgi için bkz. Schweikert/Jans, s. 8 vd.

bilgilendirme yükümlülüğü, pay sahipleri ve paydaşların rol ve hakları, yönetim kurulunun sorumlulukları hakkında anlayış oluşturmak ve bu kapsamda çevresel ve sosyal risklerin yönetiminde yardımcı olmak amacını taşıdığı belirtilmiştir. İlkeler çerçevesinde paydaş çıkarlarının adilce ele alınması da düzenlenmiştir⁸⁸.

1990'larda yaygın olan pay sahibi değerinden sonra 2000'li yıllarda daha kapsayıcı bir anlayışın benimsenmesiyle çalışanların, müşterilerin, toplumun ve çevrenin menfaatleri de vurgulanmış; şirketlerin hedefi, dengeli bir şekilde üç farklı efendiye hizmet olarak kabul edilmiştir. Buna göre şirketlerin yatırımcılara kâr optimizasyonu sağlayarak; topluma toplumsal sorumluluk bilinciyle hareket ederek ve çevreye de çevreye duyarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik faaliyet yürüterek hizmet ettiği üçlü sorumluluk anlayışı (triple bottomline) vurgulanmıştır⁸⁹.

Şirketlerin toplum üzerindeki etkileri gözetildiğinde şirketlerin sadece pay sahiplerinin refahını artırmak amacıyla kurulmasını ya da sadece bununla sorumlu olmasını kabul etmeyen görüşlerin yaygınlaşmasıyla şirketlerin topluma ve çevreye de sorumlu olduğunu kabul eden kurumsal sosyal sorumluluk (corporate social responsibility- CSR) ilkeleri benimsenmiştir⁹⁰. Kurumsal sosyal sorumluluk şirketlerin “sosyal, çevresel, etik, tüketici ve insan hakları ile ilgili konuları iş stratejilerine ve faaliyetlerin entegre ederek ve yasalara uyarak” sosyal olarak sorumlu olması esasına dayanır⁹¹. Kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal vatandaşlık, kurumsal sosyal sorumluluğun unsurları olarak kabul edilmektedir⁹².

Kurumsal sosyal sorumluluk ilkeleri hiç şüphesiz çoğulcu bir menfaat anlayışı benimsemektedir. Hatta paydaş değerinin yapısı itibarıyla kurumsal sosyal sorumlulukla benzeştiği ifade edilmektedir; zira toplumun çıkarına olan sosyal hedefler de paydaş değeri kapsamında yer almaktadır⁹³. Ancak kurumsal sosyal sorumluluktan farklı olarak paydaş değerinde sosyal amaçlara odaklanmak hedeflenmemektedir⁹⁴. Kurumsal sosyal sorumlulukta toplum menfaati etik saik-

⁸⁸ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0413>, E.T. 01/05/2025.

⁸⁹ Peter Forstmoser, “Corporate Responsibility und Reputation zwei Schlüssel begriffe an der Schnittstelle von Recht”, Wirtschaft und Gesellschaft, Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zürich 2008, s. 212.

⁹⁰ Esasen bu görüşlerin çıkış noktasındaki en önemli tartışma yukarıda bahsedildiği üzere Berle ve Dodd arasındaki görüş farklılıklarına dayanmaktadır.

⁹¹ Avrupa Komisyonunu tanımlı için bkz. https://single-market-economy.ec.europa.eu/industry/sustainability/corporate-sustainability-and-responsibility_en.

⁹² Ayrıntı için bkz. Forstmoser, Corporate Responsibility, 201 vd.

⁹³ Joel Fisher, “Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative”, GesKR, Y. 2021, S. 1, s. 3.

⁹⁴ Ayrıntı için bkz. Harrison/Freeman/Abreu, s. 860.

lerle gözetilirken; paydaş değerinin böyle bir amaç izafe edilemeyebilir, şirket amaçları etik değerlerle kesişebileceği gibi ters de düşebilir⁹⁵.

Kurumsal sosyal sorumluluğun da etkisiyle özellikle yatırım çevrelerinde şirketlerin finansal durumlarından başka şirketlerin mevcut durumunun belirlenmesinde başkaca kriterler de önem kazanmıştır. Bu kapsamda benimsenen çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (Environmental, Social, Governance) ESG kriterlerinin özellikle yatırımcılar ve yatırım kuruluşları firma ve portföy risk analizine dahil edilmesini teşvik etmektedirler⁹⁶. ESG, kurumsal sosyal sorumluluk kapsamında birçok ölçütü de barındırmaktadır⁹⁷. ESG raporlarındaki açıklamalar, tüm paydaşlar için değer taşımaktadır⁹⁸. Hatta bu nedenle yasal zorunluluk bulunmasa dahi paydaşların beklentileri doğrultusunda bu kriterlere dikkat edilmesinin şirket amacı gereği zorunlu hale geldiği ifade edilmektedir⁹⁹. ESG kriterleri yalnız Amerika'da değil; Kıta Avrupası'nda da önemlidir ve güncel gelişmeler karşısında ülkemizde de şirketlerin dikkatini çekmektedir. Şirketlerin ESG performanslarının nakdi kâr payı dağıtım oranını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir¹⁰⁰.

Hem uzun vadeli olma anlayışı hem kurumsal yönetim hem kurumsal sosyal sorumluluk ilkeleri ile bağlantılı olarak şirket yönetiminde önemli kabul edilen bir başka unsur ise sürdürülebilirlik olmuştur. Bu kapsamda şirketler bakımından ekonomik sürdürülebilirlik, çevresel sürdürülebilirlik ve sosyal sürdürülebilirlik unsurları çerçevesinde sürdürülebilir değer yaratma da önem kazanmıştır¹⁰¹. Avrupa Komisyonunun buna ilişkin olarak 25 Temmuz 2024'te 2024/1760 sayılı Direktifi (the Directive on corporate sustainability due diligence) yürürlüğe girmiştir¹⁰². Bu ilkelerle şirketlere olan müşteri güveni ve çalışan bağlılığının artması, şirketlere insan hakları ve çevre üzerindeki olumsuz etkileri hakkında farkındalık oluşturarak sorumluluklarını doğuracak riskli hallerin azaltılması, bu kapsamda

⁹⁵ Ayrıntı için bkz. Michelle Greenwood, "Stakeholder Engagement: Beyond the Myth of Corporate Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 2007, S. 74, s. 315 vd.

⁹⁶ Harper Ho, s. 63.

⁹⁷ Aslı Yıkılmaz, "Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) Skorları ve Kâr Payı Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Y. 2022, C. 7, S. 4, s. 873.

⁹⁸ Bu raporların faydaları ve ayrıntılı bilgi için bkz. Şeker/Şengür, "ÇEVRESEL, SOSYAL VE KURUMSAL YÖNETİM (ESG) PERFORMANSI: ULUSLARARASI BİR ARAŞTIRMA", s. 363 vd.

⁹⁹ Jens Koch, *Aktiengesetz: AktG*, 19. Auflage, 2025, §76 Rn. 84.

¹⁰⁰ Bu yönde yapılan bir çalışma için bkz. Yıkılmaz, s. 875 vd.

¹⁰¹ Ayrıntılı bilgi ve kurumsal sosyal sorumluluğun hem sürdürülebilirlik terimini içine alan hem de paydaş değeri benimsenen yönetim modelini de içeren bir kavram olduğu yönünde bkz. Hatice Kübra Kandemir, "Sürdürülebilir Şirketler ve Hukuki Çerçevesi", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Y. 2021, C. 20, S. 41, s. 853-876.

¹⁰² Direktifin İngilizce metni için bkz. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202401760.

daha iyi risk yönetimi, artan dayanıklılık ve rekabet gücü sağlanması gibi yararların sağlanması amaçlanmaktadır¹⁰³.

Amerika Birleşik Devletleri'nde de kurumsal sosyal sorumluluk, ESG gibi kavramlarla sürdürülebilirlik 1990'lardan itibaren özel sektöre entegre olmaya başlamıştır. Sürdürülebilirlik odaklı kurumsal yönetime ilişkin yapılan bir araştırmada sosyal ve çevresel faktörleri dikkate alan ve bu kapsamda ilkeler belirleyen şirketlerin (sürdürülebilirliği yüksek şirketler, high sustainability firms), uzun vadede hem borsa performansı hem de muhasebe ölçütleri bakımından geleneksel kâr maksimizasyonu hedefleyen dayalı şirketlere göre daha başarılı oldukları tespit edilmiştir¹⁰⁴. Bu şirketlerin aynı zamanda karlılığı uzun vadede maksimize etme hedefinde olan, paydaşlarla ilgili aktif yönetim politikası belirleyip ölçme ve raporlama sistemleri geliştirdikleri de çalışmada yer alan tespitlerdendir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde 2008 yılındaki finansal krizden sonra şirketlerin finansal amaçların yanında sosyal amaçlar da benimsemesi; pay sahiplerinin haricinde insanlar hatta gezegene hizmet edilmesi yönünde önemli bir kesimin bu görüşü teşvik etmeye çalıştığı ve bu ihtiyacın özellikle Covid 19 pandemi- siyle iyice belirginleştiği ifade edilmektedir¹⁰⁵. Zaman içindeki bu gelişmeler ve beklentiler karşısında şirketlerin kar elde etme hedefinin sosyal hedeflerle kombine edildiği çift amaçlı bir yönetim anlayışı da benimsenmeye başlanmıştır¹⁰⁶. Sosyal hedefler yoksul müşterilere ya da tedarikçilere destek olmak olabileceği gibi belirlenebileceği gibi; çalışanların refahını artırmak, çevre dostu teknoloji geliştirmek gibi hedefler olabilir. Bu kapsamda şirketin paydaşlara bilerek zarar verecek eylemlerden kaçınması da gerekir¹⁰⁷. Ancak bu da çift amaçlı şirketlerde özellikle iç ve dış paydaşların birbirleri ile rekabet eden beklentileri karşısında zorlu ödünler (trade-off) söz konusu olacaktır. Finansal ve sosyal hedefler arasında uyumsuzluklar da olabilecektir, zira finansal hedefler için faaliyette bulunmak paydaş menfaatlerine aykırı olabileceği gibi sosyal hedefler kimi zaman hissedarların beklentilerini karşılayamaz, bu tip durumlarda şirketler birbiriyle rekabet eden menfaatler arasında sıkışıp kalır¹⁰⁸.

¹⁰³ https://commission.europa.eu/business-economy-euro/doing-business-eu/sustainability-due-diligence-responsible-business/corporate-sustainability-due-diligence_en.

¹⁰⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Robert G. Eccles/loannis Ioannou/George Serafeim, "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance", *Management Science*, 2011, C. 60, S. 11, s. 2835-2857.

¹⁰⁵ Julie Battilana/Tomasz Obloj/Anne-Claire Pache/Metin Sengul, "Beyond Shareholder Value Maximization: Accounting for Financial/Social Trade-Offs in Dual-Purpose Companies", *Academy of Management Review*, Y. 2022, C. 47, S. 2, s. 238.

¹⁰⁶ Battilana/ Obloj/Pasche/ Sengul, s. 238.

¹⁰⁷ Battilana/ Obloj/Pasche/ Sengul, s. 238.

¹⁰⁸ Battilana/ Obloj/Pasche/ Sengul, s. 238.

Dünya’da şundaki ticaret hacmi, bazı şirketlerin değeri ve piyasa ve koşullarının değişkenliği gözetildiğinde yönetimle ilgili farklı fikirler de ifade edilmeye devam edilmektedir. Bu kapsamda işletmelerin amacı müşteri edinmektir tezini savunan ve “müşteri değeri” (customer value) olarak ifade edilen görüş de destek kazanmıştır. Bu kapsamda ticaret dünyasındaki değişimler neticesinde ticari yaşamda güç, satıcıdan alıcıya kaymış; müşteri yeni merkez haline gelmiştir. Google, Amazon ve Apple gibi firmaların müşterilere anında, samimi ve sorunsuz hizmet sunmalarındaki anlayış ve değer kurumsallığa yeni bir standart getirdiği kabul edilmektedir. Hatta bu durum artık büyük firmaların müşterilere ilkelerini kabul ettirmesinden ziyade müşterinin bazı konularda söz sahibi olması olarak da ifade edilmektedir¹⁰⁹. Örneğin e-ticaret sitesi Amazon ürünün fiyatı düşünce ürünü daha önceden satın almış müşteriye aradaki fiyat farkını hediye kartı olarak tanımlamaktadır¹¹⁰. Halbuki satış zamanında o ürünün fiyatını müşteri kabul ederek almakta, belki indirimden haberdar bile olmamakta, belki de olsa bile ürünü -süresinde- iade etmek yerine kullanmayı seçmektedir. Rekabetin oldukça yoğun olduğu e-ticaret sektöründe bu tip uygulamalarla müşteri sadakati kazanılarak uzun vadede aslında şirket adına daha çok menfaat sağlanması hedeflenmektedir.

Bugün şirket menfaati, bir yandan şirketin doğrudan ekonomik menfaatlerini kapsarken; öbür yandan da hissedarların ve diğer menfaat sahiplerinin şirketin ekonomik başarısı ve sürdürülebilir iş ve kazanç büyümesindeki menfaatlerini ifade eder¹¹¹. Netice itibari ile yönetim kurullarınca anonim şirket, pay sahiplerinin topluluğu ya da pay sahipleri için kurulmuş bir yapı olarak değil; ekonomik amacı kapsamında çoklu menfaatlara hizmet eden bir yapı olarak değerlendirmelidir¹¹². Bütün bu tartışmaların ötesinde pratikte şirket yönetiminde yöneticilerin kendi değerleri, hedefleri, tecrübe ve geçmişleri gibi sübjektif kriterleri de şirketteki karar alma mekanizmasını ve şirkette benimsenen eğilimi etkilemektedir¹¹³.

IV. İKTİSADİ BİLİMLERİN YÖNETİM KAVRAMINA YAKLAŞIMI

Elbette şirket kurmakla amaç, gerçekleştirilecek ticari faaliyet neticesinde kâr elde etmektir. Doktrinde bazı görüşler bunu kısa dönem karlılık; bazıları ise uzun dönem karlılık açısından değerlendirmiştir. Esasen konuyu sadece hukuk

¹⁰⁹ Danning, Forbes.

¹¹⁰ Bu fiyat farkı iadesi Amazon Türkiye tarafından artık uygulanmamaktadır.

¹¹¹ Andreas Bohrer, “Interessenkonflikte und Unabhängigkeit von Verwaltungsratsmitgliedern”, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Y. 2023, S. 3, s. 9.

¹¹² Lazopoulos, s. 44.

¹¹³ Konuyla ilgili bir araştırma için bkz. Renée B. Adams/Amir N. Licht/Lilach Sagiv, “Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide?”, Strategic Management Journal, Y. 2011, C. 32, S. 12, s. 1332 vd.

boyutuyla değil; iktisadi bilimlerden yararlanmak suretiyle de değerlendirmek gerekir. Konunun değerlendirilmesindeki gerek dil gerek yaklaşım farklılıkları zaman zaman eleştirilere de neden olmuştur¹¹⁴. Yukarıda bahsedilen konular ve kavramlar aslında hukuki yönü dışında ekonomik bir boyut da taşıdığından bir yandan iktisadi bilimlerde de tartışma ve araştırma konusu olmuştur.

Yukarıda şirket menfaati açısından belirleyici unsurlardan birinin şirket amacı olduğunu ifade etmiştik. İşletme yönetimi açısından bugün işletmelerin amacı önem taşımakta ve bu bakımdan çeşitli ayrımlar yapılmaktadır. İşletmelerin çağdaş ve özel amaçlarının yanı sıra geleneksel ve genel amaçları taşıdığı bunun yanı sıra toplumsal ve ekonomik sorumluluğunun bulunduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda işletmeler açısından uzun dönemde kar elde etme, topluma hizmet etme, bağımsız olma, prestij sağlama ve ömrünü sürekli kılma genel geçer amaçlardan sayılmaktadır. İşletmeler yatırımda bulunmak, vergi ödemek gibi faaliyetlerle asıl amaçları kar elde etmek bile olsa dolaylı olarak topluma hizmet etmektedirler¹¹⁵.

İşletmeciliğin bazı temel ilkeleri bulunmakta olup bunlar verimlilik, üretkenlik, etkinlik, yeterlilik ve karlılık başlıkları altında toplanır¹¹⁶. Bunlar esasen işletmelerin yönetimi bakımından çoklu menfaat gruplarına hizmet eder.

Şirketin değeri ise farklı unsurların değerlendirilmesiyle bulunur. Bu kapsamda yukarıda açıklanan teoriler de şirketin değerine ilişkin tartışmalarda yer bulmuştur. Yönetim de dahil olmak üzere işçilerin sağladığı beşerî sermaye hissedarların sağladığı finansal sermayeyle birlikte değer yaratmakta iken bu kaynaklardan sadece birinin getirisini maksimize etmek de eleştiri konusu olmuştur¹¹⁷.

Bu kapsamda önemli kabul edilen bir unsur da çalışanların şirkete bağlılığını sağlamaktır. Örgütsel bağlılığın olduğu kurumlarda çalışanlar da çalıştıkları kuruma sadakat duygusuyla yaklaşarak örgütün değerlerine ve amaçlarına daha bağlı hareket ederler; işe geç kalma, düşük performans gibi olumsuz durumlara daha az rastlanır. Çalışanlar görev tanımının üstünde çaba göstermeye hazır bulunurlar ve işletmede uzun süre çalışmaya devam ettikleri için çalışanların işten ayrılmasından kaynaklanan maliyetler azalır¹¹⁸. Çalışanların işlerini yürütebilmesi adına yapılan faaliyetler çalışana destek olarak ifade edilirken yöneticiler tarafından

¹¹⁴ Fortsmoser, Gewinnmaximierung, 222; Stout, NY Times.

¹¹⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Orhan Küçük, İşletme Bilgisi ve Yönetimi, 5. Baskı, Ankara 2022, s. 76 vd.

¹¹⁶ <http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/kok/iletmeyonetimiau218.pdf>.

¹¹⁷ Sumantra Ghoshal, "Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices", Academy of Management Learning & Education, Y. 2005, C. 4, S. 1, s. 80.

¹¹⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Gönül Türkkan/Didem Gönül Ülbeği, "Algılanan Yönetici Desteği ve Yöneticiye Güvenin Örgütsel Bağlılık Üzerindeki Etkisi", Yönetim ve Ekonomi, Y. 2022, C. 29, S. 4, s. 663 vd.

çalışanların örgüte yaptıkları katkılarının değer gösterilmesi yönetici desteğidir ve çalışandaki bu algı arttıkça memnuniyetin artacağı ve kaliteli bir çalışma ortamı oluşacağı kabul edilmektedir¹¹⁹. Çalışanın ortak amaç için çalışırken, herkesin yarar sağlayacağı hususunda yöneticiye güven duyması onun örgütsel bağlılığını artırır¹²⁰.

Pay sahiplerinin ağırlığı tamamen ortadan kalkmış durumda değildir. Bir görüşe göre işletmelerin amacı hissedarların amaçları doğrultusunda faaliyet göstermektir; zira risk alarak işi kuranlar öncelikli gruptur¹²¹. Temel amaç kâr maksimizasyonu olmasa da işletmenin en önemli amacı ortakların işletmeye koyduğu değer en yükseğe çıkarılması, yani işletme değerinin artırılmasıdır¹²². İşletme değeri ise faaliyetlerde yenilikçi ve etkili işlerin yapılması; entelektüel sermaye denilen kaliteli çalışanlara sahip olunması gibi yöntemlerle artar¹²³.

Yukarıda da bahsedildiği üzere zaman içindeki özellikle ekonomik gelişmeler, hatta dünyada ses getiren yolsuzluklar farklı yaklaşımlar esas itibarıyla bu alanda tartışma konusu olmuştur. Şirket değerinin belirlenmesi sadece karlılığın yeterli olmadığı; değer yaratmanın çevresel, sosyal ve kurumsal yönetimin şirketçe benimsenmesine bağlı olduğu kabul edilmiştir¹²⁴. Bu kapsamda işletme öğretisinde geleneksel anlamda büyüme ve kar maksimizasyonu modeline alternatif olarak şirket sürdürülebilirliği de yönetimle ilgili tartışmalara dahil olmuştur. Şirket sürdürülebilirliği '*uzun vadede değer yaratmak amacıyla ekolojik, ekonomik ve sosyal faktörlerin kurumsal yönetim ilkeleri bileşkesinde risk ve firma yönetimi*'¹²⁵ olarak tanımlanmıştır. Bu yeni yönetim anlayışı gereğince -sadece büyük ölçekli olanlar değil- işletmeler, mevcut piyasa koşullarında varlıklarını sürdürürken gelecek nesillerin de refahı da kapsayıcı bir yaklaşıma sahip olmalıdır¹²⁶. Buna göre geleneksel yönetim anlayışında amaç ekonomik büyüme ve karlılık ve hissedarların refahıyken; yeni yönetim anlayışında sürdürülebilirlik ve yaşam kalitesi ve paydaşların refahıdır. Bu kapsamda geleneksel yönetimde işletme fonksiyonlarından biri kısa dönemde kâr maksimizasyonuna yönelirken;

¹¹⁹ Algılanan yönetici desteğinin boyutları için bkz. Türkkân/Ülbeği, s. 665.

¹²⁰ Türkkân/Ülbeği, s. 667 vd.

¹²¹ Hüseyin Aktaş/Mahmut Karğın, İşletme Yönetimi, s. 16 vd.

¹²² Aktaş/Karğın, s. 20.

¹²³ Aktaş/Karğın, s. 21.

¹²⁴ Şeker/Şengür, s. 356.

¹²⁵ Oğuzhan Ece, O. "Değer Maksimizasyonu İçin Değer Temelli Yönetim ile Kurumsal Sürdürülebilirlik İlişkisinin Belirlenmesi: BİST'da Bir Uygulama", MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2018, C. 7, S. 1, s. 303.

¹²⁶ Nuray Tokgöz/Saime Önce, "Şirket Sürdürülebilirliği: Geleneksel Yönetim Anlayışına Alternatif", Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Y. 2009, C. 11, S 1, s. 270 vd.

yeni yönetim anlayışında uzun dönem sürdürülebilir büyümeye yönelik mali yönetim fonksiyonu vardır¹²⁷. Paydaş kuramı, kurumsal sosyal sorumluluk ilkesi gibi kavramlar şirketlerde sürdürülebilirlik paradigmasına temel teşkil eden kavramlardan kabul edilmektedir¹²⁸. Bu kapsamda sürdürülebilirlikte özellikle sosyal açıdan doğrudan ve dolaylı tüm çıkar gruplarını kapsayıcı şekilde faaliyet gösterilmesi gerekir¹²⁹. Kurumsal sürdürülebilirlik açısından yönetsel faaliyetler, paydaş çıkarları gözetilerek oluşturulmalı ve mevcut kaynaklarını verimli ve etkin bir biçimde kullanılmalıdır¹³⁰. Üç boyutlu raporlama (Triple Bottom Line) kavramı ile şirketlerin finansal performansından başka sosyal ve çevresel performansının da raporlanması benimsenmiştir¹³¹.

Özellikle halka açık şirketler bakımından önem taşıyan bu durum BİST tarafından sürdürülebilirlik rehberinde de vurgulanmıştır. Şirketler için sadece kâr maksimizasyonunun hedeflendiği günler geride kaldığı kabul edilerek *“sürdürülebilir bir kalkınma için artık finansal bakış açısının yanı sıra sosyal ve çevresel boyutların da dikkate alınması gerekmektedir, bu da uzun vadeli yaklaşımları zorunlu kılmaktadır. Kısa vadeli ve yalnızca kâr odaklı olan yaklaşımların uzun vadede sürdürülemez olduğu ve bu tür yaklaşımların toplumdan da tepki göreceği açıktır”* denilmiş; *“ekonomik, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetime ilişkin faktörlerin bir bütün olarak şirket idaresinde gözetilmesi”* ve bu yeni yaklaşımda şirketlerin paydaşlarının beklentilerinden bağımsız faaliyet göstermelerinin mümkün olmadığı ve şirket değerinin de toplumsal çıkarı yansıtan farklı ölçütlere göre belirlendiği ifade edilmiştir¹³².

Halka açık şirketler bakımından bu değerlendirmeler yapılmış da olsa aslında bu anlayış bütün şirketler bakımından geçerli hale gelmeye başlamıştır. Uzun ömürlülüğün işletmeler açısından güvenli bir gelir kaynağı; kalifiye personel açısından gelecek kaygısı olmadan çalışabilecekleri güvenli bir iş ortamı sağladığı ifade edilmektedir¹³³.

Yöneticilerin karar ve yatırımlarında sürekli olarak uzun vadeli hedefleri gözettiklerinde şirketlerinin daha fazla pay sahibi değeri ürettiği, daha fazla is-

¹²⁷ Ayrıntılı bilgi ve karşılaştırma için bkz. Tokgöz/Önce, s. 252 vd.

¹²⁸ Tokgöz/Önce, s. 256 vd.

¹²⁹ Ece, s. 301.

¹³⁰ Ece, s. 302 vd.

¹³¹ Şeker/Şengür, s. 361.

¹³² Borsa İstanbul Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi, s. 2 vd. <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf>, E.T. 10.03.2025; Türkiye'deki şirketlerin sürdürülebilirlik ilkelerini benimsemesi kapsamında Fortune Türkiye tarafından yapılan bir araştırma için ayrıca bkz. Fortune 500 Türkiye Şirketlerinin Sürdürülebilirlik Barometresi, <https://www.fortuneturkey.com/fortune-500-turkiye-sirketleri-surdurulebilirlik-yolun-basinda>, E.T. 26/01/2025.

¹³³ Küçük, s. 79.

tihtdam yarattığı ve kısa vadeye odaklanan emsal şirketlere oranla ekonomik büyümeye daha fazla katkıda bulunduğu; ayrıca çalışanların, müşterilerin ve diğer paydaşların menfaatlerine önem verdiklerinde uzun dönemde daha iyi performans gösterdikleri ortaya çıkmıştır¹³⁴.

Hukuk perspektifinden anonim şirket pay sahiplerini şirketin sahibi olarak görmek ve yönetim kurulunu pay sahiplerinin vekili olarak görmek çok doğru değildir ve aslında ekonomistlerin bu değerlendirmeleri de eleştiriye de konu olmuştur¹³⁵. İşletme öğretisinde işletme kavramı üstünden gelişen görüşler, işletmeleri esas alarak çeşitli sınıflandırmalara tabi tutmakta; şirketler hukuki sınıflandırma başlığı altında değerlendirilmektedir. Bu noktada iki öğreti bakımından dil farklılığı oluşmaktadır; zira işletme çatısı altında farklı şirket tiplerinin özelliklerinin gözetilmesi her zaman mümkün olmayabilir. Netice itibari ile iktisadi bilimlerdeki görüşleri anonim şirket yapısına uygun şekilde yorumlamak gerekmektedir. Hiç şüphesiz ki bahsi geçen kavramlar uygulamadaki eğilimin etkisiyle hukuki boyut kazanmadan evvel öncelikle soft law kuralları olarak benimsenmeye başlanmıştır. Zaman içindeki gelişmelerle de bu ilkeler sadece gönüllülük esasıyla benimsenen kurallara ötesine geçip hukuk kuralları haline dönüşmeye devam etmektedir.

V. TÜRK TİCARET KANUNUNDA ANONİM ŞİRKETİ MENFAATİNE YAKLAŞIM

Şirket menfaati kavramı, hiç şüphesiz ki bizim hukuk sistemimizde de önemli bir kavramdır. Daha önce de belirtildiği üzere somut olayın özellikleri, şirketin amacı gibi unsurlar belli bir tanım yapmayı güçleştirir. Türk Ticaret Kanunu'nda da kanun koyucunun çeşitli referanslarına konu olmasına rağmen şirket menfaati tanımlanmamıştır. Bu kapsamda şirket menfaati kapsamındaki en önemli düzenleme yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüğü-nü düzenleyen TTK'nın 369'uncu maddesidir. Buna göre yönetim kurulu üyelerinin şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyararak gözetmek yükümlülüğü altında olduğu kabul edilmiş; madde gerekçesinde ise bu yükümlülüğün "*yönetim kurulu üyesinin kişisel menfaatini, hakim paysahibinin veya paysahiplerinin ve onların yakını olan gerçek ve tüzel kişiler ile üçüncü kişilerin menfaatini, şirketin menfaatinin önüne geçirmemesi*" anlamına geldiği belirtilmiştir. Dolayısıyla Kanun koyucu pay sahiplerinin menfaatinden ayrı bir şirket menfaati kavramını

¹³⁴ Ariel Babcock/ Sarah Keohane Williamson/Tim Koller, "How executives can help sustain value creation for the long term", McKinsey, <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-executives-can-help-sustain-value-creation-for-the-long-term#/>, E.T. 10.03.2025.

¹³⁵ Stout, NY Times; Jean-Philippe Robe, "The Shareholder Value Mess (And How to Clean it Up)", Accounting, Economics & Law, Y. 2020, C. 10, S. 3, s. 2.

benimsemektedir. Bu kapsamda tek ortaklı şirketlerde de yönetim kurulunun bağlılık yükümlülüğünün bulunduğu kabul edilmesi ve yönetim kurulunun şirket menfaatlerini gözeterek şirket malvarlığını korumakla yükümlü olması; aynı şekilde pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme taleplerinin şirket menfaatlerinin tehlikeye gireceği gerekçesiyle reddedilmesini düzenleyen m.437/3 hükmü de Kanun koyucunun aslında pay sahiplerinden bağımsızlaşan bir şirket menfaatini kabul ettiğinin göstergelerindendir¹³⁶.

Şüphesiz ki bu durum anonim şirketin tüzel kişiliğinin olmasının bir sonucu olmakla beraber yine de şirket menfaatini koruyucu düzenlemelere gidilmiştir. Örneğin; şirkette kar dağıtımının yedek akçelerden yapılması, şirketin kendi paylarını iktisabının şarta bağlanması¹³⁷; rüçhan hakkının sınırlandırılmasında şirketin finansal menfaatlerinin gözetilmesi, şarta bağlı sermaye artırımlarında, önerilmeye muhatap olma hakkının sınırlandırılmasında şirket menfaatinin haklı sebep sayılması¹³⁸ gibi malvarlığının korunmasına yönelik düzenlemeler, şirket menfaatini koruyucu düzenlemelerdir.

Bununla birlikte menfaat dengesi açısından çoklu bir menfaat anlayışı da gözetilmektedir. Şirket menfaati korunurken bir taraftan pay sahiplerini ve diğer paydaşları koruyan düzenlemeler de yer almaktadır¹³⁹. Örneğin; malvarlığının korunması ilkesi bir yandan pay sahiplerini ve alacaklılar korur¹⁴⁰. Bu kapsamda dolaylı zararlar nedeniyle pay sahiplerine ve koşulları oluştuğunda şirket alacaklılarına sorumluluk davası açma imkânı verilmesi bir yandan bu kişilerin de menfaatini korumaktadır¹⁴¹.

Sadece pay sahipleri ya da alacaklılar değil diğer paydaşların menfaati de korunmaktadır. Örneğin; emredici hükümler ilkesinin esas sözleşmelerde belli bir standart ve hukuk güvenliğini sağlayarak işçileri koruduğu¹⁴²; sermayenin

¹³⁶ Aksi halde anonim şirketlerin tüzel kişilik perdesinden yararlanan kişi ortaklığı olmaktan öteye geçemeyeceği yönünde bkz. Orhan Nuri Çevik, Anonim Şirketler, 4. B., Ankara 2002, s. 107.

¹³⁷ Özge Ayan, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Yükümlülüğü ve Bu Yükümlülüğün İhlalinin Sonuçları, 2. B., İstanbul 2021, s. 55.

¹³⁸ Helvacı/Türkyılmaz/Çamurcu, s. 324 vd.

¹³⁹ Aynı yönde bkz. Sulu, s. 11; örnekler için bkz. Damla Songur, Anonim Şirketlerde Önemli Miktarda Malvarlığı Üzerinde İşlemler, 1. B., Ankara 2021, s. 14; Cafer Eminoğlu, Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim, 1. B., İstanbul 2014, s. 270 vd.

¹⁴⁰ Şehirali Çelik, s. 35; Hasan Pulaşlı, Şirketler Hukuku (Genel Esaslar), 9. B., Ankara 2024, N. 235; Rauf Karasu, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Getirilen Yenilikler", İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013, C. 4, S. 2, s. 51; Songur, s. 10 vd.

¹⁴¹ Helvacı, s. 326.

¹⁴² Karasu, s. 58; çalışan menfaatlerinin korunmasına ilişkin bir çalışma için ayrıca bkz. Esra Berktaş, "Anonim Ortaklıklarda Menfaat Sahipliği Teorisinin Çalışanlar Bakımından Değerlendirilmesi", Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, 2022, C. 12, S. 1, s. 997 vd.

kayıbı, borca batık olma durumuna ilişkin TTK m.376'daki düzenlemelerle pay sahiplerinin, alacaklıların, sermaye piyasası aktörlerinin yatırımlarının ve genel ekonomik menfaatlerin¹⁴³ korunduğu kabul edilmektedir.

Dolayısıyla tartışmalar da gözetildiğinde doğrudan pay sahiplerini esas alan bir anlayış bulunmamaktadır. Ancak ekonomik amaçla kurulan anonim şirketlerde pay sahiplerinin ekonomik menfaatleri geri plana atılmış da değildir. Örneğin şirketin önemli miktarda malvarlığının satışında genel kurulun yetkilendirilmesi; şirkete sermaye koyan şirketten ancak kâr payı talep hakkı bulunan pay sahiplerinin menfaatinin önceliklendirilmesinden ileri gelir¹⁴⁴.

Bu kapsamda pay sahiplerinin kâr payı alma hakkı ise ayrı bir önem taşır. Anonim şirketlerin ekonomik amaçla kurulması ve pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin korunmasının en önemli göstergesi bunun bir vazgeçilmez hak olmasıdır¹⁴⁵. Hatta anonim şirketlerin pay sahiplerinin malı olarak; onlara kazanç sağlama amacı güttüğü de doktrinde ifade edilmiştir¹⁴⁶.

Kâr payı alma hakkı, vazgeçilmez hak olması yönüyle mahkeme kararıyla da koruma altındadır. Üç sene üst üste kâr dağıtmama yönünde karar alınan şirkette, şirket ortakları tarafından açılan davada ilk derece mahkemesi "yönetim kurulu iç ve dış ekonomik koşulları ve şirket menfaatlerini ileri sürerek kâr dağıtmama önerisinde bulunduğu, şirketin mali durumunun ve likiditesinin kâr dağıtımını yapmaya elverişli olduğu, davacıların sermaye şirketinde ortak olmakla öncelikli amaçlarının kâr elde etmek olduğu, şirkete uzun yıllardır kâr payı dağılmamasının hak, adalet ve hukuka uygun olmayacağı" değerlendirmesi yaparak genel kurul kararını iptal etmiştir¹⁴⁷. Dolayısıyla kar dağıtmama yönünde karar alındığında şirket menfaatini somut olarak destekleyen gerekçelerle bu sonuca ulaşmalıdır.

Bir başka kararda şirket hisseleri borsada işlem gören bir halka açık şirkette "üst üste iki yıl karlarının dağıtılmamasının pay sahiplerinin kanun ve esas söz-

¹⁴³ Madde gerekçesi.

¹⁴⁴ Konuyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Songur, s. 15 vd.

¹⁴⁵ Açıklamalar için bkz. Pulaşlı, Genel Esaslar, §27 N. 5; Rıza Ayhan/Hayrettin Çağlar/Mehmet Özdamar, Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 6. B., Ankara 2025, s. 318.

¹⁴⁶ Hasan Pulaşlı Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, 4. B., Ankara 2022, §72 N. 47.

¹⁴⁷ Bölge adliye mahkemesi ise kararı değerlendirirken bir takım kriterler getirmiş; "kar payı hakkının ihlal edilmediğinin ispat yükünün davalı şirkette olduğu, kârın, olağanüstü yedek akçeye ayrılmasına ilişkin karar genel kurulda gerekçelendirilmemiş olsa bile, yargılama sırasında davalının bunu açıklayarak somut deliller ile ispat etmesi gerektiği, davalının soyut beyanlarla kâr payı dağıtılmaması kararının gerekçelerini açıkladığı, bu durumda, kâr payının dağıtılmamasına ilişkin alınan genel kurul kararının Kanun, ana sözleşme ve özellikle iyi niyet kuralları ile bağdaşmadığı" sonucuna ulaşmıştır. Bkz. Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin 17.01.2023 tarih, 2021/4680 Esas, 2023/313 Karar sayılı ilamı, Yargıtay Karar Arama.

leşme ile düzenlenen kâr payı alma haklarının özüne dokunduğu pay sahiplerinin kâr payı alma hakkına ulaşmasının engellendiği, şirket menfaatlerinin gözetilmesinde aşırıya gidilerek pay sahiplerini kardan mahrum eder niteliğe büründüğü¹⁴⁸ değerlendirilmiştir. Dolayısıyla yönetim kurulu şirket menfaatinin gözetilmesi bakımından kararı gerekçelendirmek zorunda olduğu gibi Yargıtay'ın bu kararı gereğince şirket menfaatinin gözetmede aşırılıktan kaçınarak pay sahiplerinin menfaatlerini de gözetmek durumundadır. Öte yandan Yargıtay'ın “... *pay sahibinin, anonim şirketin salt kâr gütmeye amacına dayanan mutlak nitelikteki bu hakkı, sadece keyfi olarak hiç dağıtılmaması halinde değil, aynı zamanda yeteri kadar dağıtılmamasında da ihlal edilmiş olur. Dolayısıyla genel kurulun yıllık kârın dağıtımına ilişkin hakkını hiç ve yeteri kadar dağıtmayacak ve özellikle azınlığı zarara sokacak şekilde kullanması, pay sahibinin kâr payı hakkını ihlal edecektir...*” şeklindeki kararından anlaşılabacağı üzere somut olayın özelliklerine göre yeterince kâr dağıtılmaması dahi pay sahibinin menfaatinin ihlal edildiği anlamına gelebilecektir¹⁴⁹.

Kâr payı açısından yaklaşım bu olmakla beraber TTK m.369 gözetildiğinde yönetim kurulu açısından üstün olan şirket menfaatidir. Bu çoğulcu menfaat grubunu kapsar ve bu menfaatlerin uzun vadeli ve sürdürülebilirlik anlayışıyla dengelendiği bir olguyu ifade etmelidir. Şirketin amaç ve hedefleri de bu süreçte tamamlayıcıdır¹⁵⁰. Yönetimin işlemlerinden paydaşlar da etkilendiğinden (alacaklılar, bağlı ortaklıklar, çalışanlar gibi diğer menfaat sahipleri ve toplum) bunların menfaatinin de yönetim kurulu gözetmelidir¹⁵¹. Bu kapsamda yöneticiler kendi takdir yetkileri doğrultusunda karar alırken makul bilgiye erişerek uzun vadeli ve sürdürülebilirlik açısından seçenekleri değerlendirerek en optimal sonuca ulaşmalıdır. Bu da bizi yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüğüne ve işadamları kararına (business judgement rule) yönlendirir¹⁵². Yönetim kurulu takdir yetkisi kapsamında bir karar aldığında bunu şirket menfaatine uygunluğunu değerlendirerek karar almak zorundadır.

¹⁴⁸ Bkz. Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin 23.12.2014 tarih, 2014/12402 Esas, 2014/20310 Karar sayılı ilamı. Halka kapalı şirketlerle halka açık şirketlerde pay sahipleri ve şirketin amacı bakımından takım farklılıkları bulunmakla birlikte halka açık şirketlerde esas itibarıyla pay sahiplerinin yatırım amacı baskın olduğundan kar dağıtım kararlarında bu menfaatin gözetilmesi ile şirketin değerinin artırılmasında denge sağlanması da daha zor olabilir. Yargıtay Karar Arama.

¹⁴⁹ Yargıtay Hukuk Genel Kurulunun 08.10.2022 tarih, 2020/674 Esas, 2022/1291 Karar sayılı ilamı. Lexpera.

¹⁵⁰ Helvacı/Çamurcu/Türkyılmaz, s. 312.

¹⁵¹ Cafer Eminoğlu, “Anonim Şirkette Özen ve Bağlılık Yükümlülüğünün Kişi Bakımından Kapsamına İlişkin Bazı Değerlendirmeler”, Ankara Barosu Dergisi, Y. 2021, S. 1, s. 87.

¹⁵² Kürşat Göktürk, “Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İş Adamları Kararı İlkesi”, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Y. 2016, C. 2, S. 2, s. 240; Pulaşlı, Genel Esaslar, §19 N. 183 vd.

Şirket menfaati ve bu kapsamda çoklu menfaat anlayışının desteklenmesinde önemli bir unsur da bizim sistemimizde de kabul edilen kurumsal yönetim anlayışdır. Bilindiği üzere kurumsal yönetim ilkeleri 6102 sayılı TTK ile sadece halka açık şirketler bakımından benimsenen ilkeler olarak kalmamış; halka kapalı şirketler bakımından da benimsenmiş ve anonim şirketler menfaat çatışmalarının önlenmesi, menfaat sahipleri arasındaki yetki ve hak dengesinin yaratılması amaçlardan biri haline gelmiştir¹⁵³. Kurumsal yönetimde yönetim kurulu pay sahipleri, yatırımcılar ve diğer paydaşlara karşı birinci derecede sorumlu organ kabul edilmektedir¹⁵⁴.

Türk Ticaret Kanunu'nun genel gerekçesinde kurumsal yönetim; pay sahipleri başta olmak üzere, tüm ilgililerin menfaatlerini ideal düzeyde korumaya yönelmiş yeni bir kurallar sistemi olarak nitelendirilmiş; şeffaflıkta yine tüm menfaat gruplarının bilgilendirilmesine, eşit işlemde ise ilkenin sadece pay sahiplerine değil, daha geniş bir çevreye, açıkçası çalışanlara, alacaklılara, müşterilere, yani şirketle menfaat ilgileri bulunanlara, hatta kamuya yöneldiğine değinilmiştir. Öte yandan pay sahiplerinin değeri kapsamında payın değerinin maksimize edilmesi ilkesinin ise bununla çeliştiği ifade edilmiştir.

Yönetime ilişkin benimsenen değerler kapsamında sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları ise henüz yasal dayanak bulmamıştır. Ancak bunlar, global gelişmelere de uygun olarak ülkemizde de özellikle halka açık şirketler tarafından benimsenmektedir¹⁵⁵.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Şirket eşittir pay sahipleri demek ya da dolaylı olarak buna gelecek genellemelerde bulunmak şirketler hukukunun amacına ters düşmektedir. Şirket menfaati, pay sahipleri ve diğer paydaşların menfaatini de kapsayan kümülatif bir menfaat grubunu ifade etse de kendine özgü bir yapısı ve bunlardan farklılaştığı ve üstün olduğu durumlar da vardır.

Menfaat değerlendirmesi yaparken ticaret şirketi - şahıs şirketi ayrımını ve bu ayrımın nasıl çıktığını; pay sahiplerinin şirketler karşısındaki durumlarını da gözetmek gerekir. Bir pay sahibi her tip şirkete sermayesini koyarken risk alır; aynı miktardaki sermaye için bir şahıs şirketinde bu risk esasen daha büyükken, sınırlı sorumluluk gereği bir ticaret şirketinde bu risk kural olarak sermayeyle sı-

¹⁵³ Karasu, s. 34 vd.

¹⁵⁴ Karasu, s. 38.

¹⁵⁵ Bu yönde bir değerlendirme için bkz. Çiğdem Yatağan Özkan, "Şirket Ortak İçin Mi? Şirket Toplum İçin Mi? Kurumsal Sosyal Sorumluluk Faaliyetleri Şirketin İşletme Konusuyla Bağdaşır Mi?", Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Y. 2023, C. 13, S. 1, s. 485 vd.

nırlıdır. Ticaret şirketlerinde özellikle anonim şirketlerde şirket tüzel kişiliği pay sahiplerinin kişiliklerinden bağımsızlaşır. Şahıs şirketlerinde yönetim ve sorumluluğa ilişkin esaslar gözetildiğinde şirket menfaatlerinin gözetiminde pay sahibi değeri görüşünü desteklemek belki mümkün olabilir; ancak bir ticaret şirketinde özellikle bir anonim şirkette pay sahibinin menfaatine öncelik vermek doğru olmayabilir.

Pay sahipleri şirketin ayrı tüzel kişiliğinin farkında olarak ve hatta tüzel kişilik perdesine güvenerek anonim şirket kurar ve şirkete pay sahibi olarak katılırlar. Pay sahipleri şirkette riski esas üstlenen konumunda olsalar dahi; pay sahibinin koyduğu sermayeyi kaybetme riski, ticari bir risktir ve anonim şirketin tüzel kişiliğe sahip olması ve pay sahiplerinin yalnız şirkete karşı ve taahhüt ettikleri sermaye ile sorumlu olmaları ile bu risk dengelenmiştir. Tüzel kişilik bütün risklerle öncelikle kendisi yüzleşir, pay sahibi bakımından bir kayıp aslında şirketin iflasına kadar ya da sermaye kaybına kadar söz konusu değildir. Anonim şirketlerde şirketin yönetim kurulu tarafından yönetilmesi ve temsil edilmesinin yanı sıra genel kurulun yapısı nedeniyle pay sahiplerinin belli kararları alması ve şirket yönetiminde doğrudan yer almaması karşısında şirketin pay sahiplerinin kişiliğinden bağımsızlaştığı şüphesizdir.

Dolayısıyla burada başlangıçta pay sahipleri bakımından kendi açılarından kabul edilmiş bir menfaat dengesi vardır. Bu nedenle de şirketin tüzel kişiliğe sahip olmasının bir sonucu olmalıdır. Aksi halde anonim şirketler, pay sahiplerince tüzel kişiliğin kötüye kullanıldığı bir ortaklık biçimi olarak nitelendirilecektir. Şirket ayrı bir tüzel kişi olarak pay sahiplerinden ayrıldığı gibi bu ayrılığın herhangi bir şekilde pay sahiplerince suiistimal edilmesinin de önüne geçilmek istenmektedir. Örneğin tüzel kişilik perdesinin kaldırılması gibi düzenlemeler bu durumlar için öngörülen istisnai tedbirlerdendir. Dolayısıyla anonim şirkete tüzel kişilik atfedilmesinin bir sonucu olarak şirkete özgü bir değer yaratılmalı ve bu değer ve şirketin sürekliliğinin sağlanmasında buna katkı sağlayan tüm menfaat grupları gözetilmelidir.

Anonim şirketlerin ekonomik amaçlarla kurulduğu ve kâr payı alma hakkının pay sahipleri bakımından vazgeçilmez bir hak olduğu konusunda bir tartışma bulunmamaktadır. Ancak bu şirketteki öncelikli menfaat grubu oldukları anlamına gelmemektedir.

Özellikle kapalı tip ve aile şirketi olarak kurulan anonim şirketlerde pay sahipleri genellikle kısa dönem karlılığı yeğlemektedirler. Şirket ve hatta şirketin malvarlığı -yanılı ile- doğrudan pay sahiplerinin kendilerine ait olduğu kabul edilir ve genellikle pay sahiplerinin de yönetim kurulunda olduğu bu şirketler bu mantıkla uzun vadeli yatırımlar ve sürdürülebilirlik göz ardı edilerek yöneti-

lır. Bu nedenledir ki bu tip şirketler kurucularının ardından sonraki nesile geçse de sürdürülebilirlik sağlanamamakta ve nesilden nesile devredilen şirket sayısı oldukça azalmaktadır.

Şirketler, kâr maksimazyonuna odaklanıp uzun vadede büyüme ve şirketin devamlılığını riske atamayacağı gibi; sadece çalışan menfaatine odaklanarak rekabet gücünü riske de atamaz. Öte yandan kısa vadede karlılığı artırmayan, diğer menfaat sahipleri lehine yapılan düzenlemelerin esasen pay sahiplerinin uzun vadede menfaatlerine hizmet edeceği de tespit edilmiştir. Paydaş menfaatlerini gözeten yönetimin, işletme başarısında istikrar sağladığı pek çok çalışmaya konu olmuştur. Netice itibari ile şirketin varlığını ve kârlılığını sürdürmesini sağlama asgari hedef olarak kabul edilmektedir. Bunun da şirket yönetiminde dengeyi gerektirdiği kesindir.

Bu nedenle şirketlerin kurumsal yönetim, kurumsal sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik kavramlarına da önem vermesi gerekir. Şirketlerin özellikle büyük ölçeklilerin diğer menfaat gruplarını da gözetmesi hatta vergilendirme faaliyetleri dışında da kamuya katkı sağlaması şirket menfaatinedir. Toplum, şirketlerin topluma ve toplumsal olaylara da duyarlı olmasını beklemektedir. Örneğin 6 Şubat 2023’de meydana gelen depremde taziye mesajı paylaşmayan, deprem bölgelerine yardım göndermeyen şirketler- ki birçoğu oldukça büyük ölçekli ve tanınmış şirketlerdi- tüketiciler tarafından sosyal medyada protesto edilmiş ve ürünlerinin alınmaması hususunda boykot çağrıları yapılmıştı. Bu tip durumlar; kurumların sosyal sorumlulukları ve kapsamıyla ilgili tartışmaları tekrar gündeme getirmekle birlikte şirketlerin yaşayacağı itibar kaybı göz önüne alınarak şirketin sorumluluk bilinciyle hareket etmese dahi şirket menfaati kapsamında kamu yararını gözetmesi gerekecektir. Dolayısıyla şirketler gönüllülük esasıyla kurumsal sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik kavramları kurumsal kültür haline getirmelidir.

KAYNAKÇA

- Adams Renée B./Licht, Amir N./Sagiv, Lilach, "Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide?", *Strategic Management Journal*, Y. 2011, C. 32, S. 12, s. 1331-1355.
- Aktaş, Hüseyin/Kargın, Mahmut, *İşletme Yönetimi*, 1. B., Ankara 2021.
- Ayan, Özge Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Yükümlülüğü ve Bu Yükümlülüğün İhlalinin Sonuçları, 2. B., Ankara 2021.
- Ayhan, Rıza/Çağlar, Hayrettin/Özdamar, Mehmet, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 6. B., Ankara 2025.
- Battilana, Julie/Obloj, Tomasz /Pache, Anne-Claire/Sengul Metin, "Beyond Shareholder Value Maximization: Accounting for Financial/Social Trade-Offs in Dual-Purpose Companies", *Academy of Management Review*, Y. 2020, C. 47, S. 2, 237-258.
- Bebchuk, Lucian A./Tallarita, Roberto, "Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?", *Vanderbilt Law Review*, 2022, C. 75, S. 4, s. 1031-1091.
- Berktaş, Esra, "Anonim Ortaklıklarda Menfaat Sahipliği Teorisinin Çalışanlar Bakımından Değerlendirilmesi", *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2022, C. 12, S. 1, s. 971-1005.
- Berle, Adolf A., "Corporate Powers as Powers in Trust", *Harvard Law Review*, Y. 1931, C. 44, S. 7, s. 1049-1074.
- Blanc, Mathieu, "Corporate Purpose and Board of Directors: Means and Ends of Corporate Governance", *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht*, Y. 2020, Heft 3, s. 227-239.
- Bohrer, Andreas, "Interessenkonflikte und Unabhängigkeit von Verwaltungsratsmitgliedern", *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, Y. 2023, S. 3, s. 3-12.
- Böckli, Peter, *Schweizer Aktienrecht*, 5. Auflage, Zürich 2022.
- Bühler, Christoph B., *Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft: Generalversammlung und Verwaltungsrat. Mängel in der Organisation, Art.698-726 und 731b OR*, 3. Auflage, Zürich 2018, Art.717.
- Bürgers, Tobias/Körber, Torsten /Lieder, Jan, *Aktiengesetz*, 5. Auflage, Heidelberg 2021, §76 Leitung der Aktiengesellschaft.
- Çevik, Orhan Nuri, *Anonim Şirketler*, 4. B., Ankara 2002.
- Dodd, Merrick E., "For Whom are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, Y. 1932, C. 45, S. 7, s. 1145-1163.
- Eccles, Robert G. /Ioannou, Ioannis /Serafeim, George, "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance", *Management Science*, 2011, C. 60, S. 11, s. 2835-2857.

- Ece, Oğuzhan, “Değer Maksimizasyonu İçin Değer Temelli Yönetim ile Kurumsal Sürdürülebilirlik İlişkinin Belirlenmesi: BİST’da Bir Uygulama”, MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2018, C. 7, S. 1, s. 299-329.
- Eminoğlu, Cafer, Türk Ticaret Kanunu’nda Kurumsal Yönetim, 1. B., İstanbul 2014.
- Eminoğlu, Cafer, “Anonim Şirkette Özen ve Bağlılık Yükümlülüğünün Kişi Bakımından Kapsamına İlişkin Bazı Değerlendirmeler”, Ankara Barosu Dergisi, Y. 2021, S. 1, s. 77-105.
- Fisher, Joel, “Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative”, GesKR, Y. 2021, S. 1, s. 1-24.
- Fleischer, Holger, beck-online. GROSSKOMMENTAR, 2025, AktG §76.
- Forstmoser, Peter, “Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, Zum Auftrag börsennotierter Unternehmen”, Summa Dieter Simon zum 70. Geburtstag, Frankfurt a.M.2005, s. 207-235 (Gewinnmaximierung).
- Forstmoser, Peter, “Corporate Responsibility und Reputation zwei Schlüssel begriffe an der Schnittstelle von Recht”, Wirtschaft und Gesellschaft, Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zürich 2008, s. 197-209, (Corporate Responsibility).
- Greenwood, Michelle, “Stakeholder Engagement: Beyond the Myth of Corporate Responsibility”, Journal of Business Ethics, 2007, S. 74, s. 315-327.
- Ghoshal, Sumantra, “Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices”, Academy of Management Learning & Education, Y. 2005, C. 4, S. 1, s. 75-91.
- Göktürk, Kürşat, “Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İş Adamı Kararı İlkesi”, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Y. 2016, C. 2, S. 2, s. 207-247.
- Harper Ho, Virginia, “Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide”, The Journal of Corporation Law, Y. 2010, C. 36, S. 1, s. 59-112.
- Harrison, Jeffrey S. / Freeman, R. Edward/de Abreu, Mônica Cavalcanti Sá, “Stakeholder Theory as an Ethical Approach to Effective Management: applying the theory to multiple contexts”, Review of Business Management, Y. 2015, C. 17, S. 55, s. 858-869.
- Helvacı, Mehmet/Çamurcu, Emin /Türkyılmaz, İsmail, “Özellikle Anonim Şirket Açısından Şirket Menfaati Kavramı”, Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, İstanbul 2017, s. 309-330.
- Helvacı, Mehmet /Cankat, Rifat, “Karşılaştırmalı Hukukta Şirket Menfaati Kavramı”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019, s. 521-552.
- Hölters, Wolfgang/Weber, Markus Aktiengesetz Kommentar, 4. Auflage, München, 2022, AktG §76.

- Jackson, Gregory/Petraki, Anastasia, "Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance", Report to the Glasshouse Forum 2011.
- Jensen, Michael C/Meckling, William H, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Y. 1976, C. 3, S. 4, s. 692-724.
- Marks, Stephen G, "The Separation of Ownership and Control", Encyclopedia of Law and Economics, Y. 2000, s. 692-724.
- McGaughy, Ewan, "Democracy in America at Work: The History of Labor's Vote in Corporate Governance", Seattle University Law Review, Y. 2019, C. 42, s. 697-753.
- Kandemir, Hatice Kübra, "Sürdürülebilir Şirketler ve Hukuki Çerçevesi", İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Y. 2021, C. 20, S. 41, s. 853-876.
- Karasu, Rauf, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Getirilen Yenilikler", İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. 2013, C. 4, S. 2, s. 33-60.
- Kırca, İsmail /Şehirali Çelik, Feyzan/ Manavgat, Çağlar, Anonim Şirketler Hukuku C. 1, 1. B., Ankara 2013.
- Koch, Jens, Aktiengesetz: AktG, 19. Auflage, 2025.
- Kort, Michael, "Vorstandshandeln im Spannungsverhältnis zwischen Unternehmensinteresse und Aktionärsinteressen", Die Aktiengesellschaft (AG), Y. 2012, s. 605-610.
- Kuhner, Christoph, "Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften", Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Y. 2004, C. 33, s. 244-279.
- Küçük, Orhan, İşletme Bilgisi ve Yönetimi, 5. B., Ankara 2022.
- Lazopoulos, Michael, Interessenkonflikte und Verantwortlichkeit des fiduziarischen Verwaltungsrates, Zürich 2004.
- Pulaşlı, Hasan, "Halka Açık Anonim Şirketler Hukukunda Son Yıllardaki Önemli Gelişmeler", Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, 2021, C. 27, S. 1, s. 414-439.
- Pulaşlı, Hasan, Şirketler Hukuku (Genel Esaslar), 9. B., Ankara 2024. (Genel Esaslar).
- Pulaşlı, Hasan, Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, 4. B., Ankara 2022. (Şerh).
- Priem, Richard L./ Krause, Ryan/Tantalo, Caterina./ McFadyen, M. Ann, 'Promoting Long-Term Shareholder Value by "Competing" for Essential Stakeholders: A New, Multisided Market Logic for Top Managers', Academy of Management Perspectives, C. 36, S. 1, s. 93-110.
- Ramaswamy, Vinita, "Director Interlocks and Cross-Cultural Impact on Strategies Affecting Shareholder-Creditor Conflict a Conceptual Analysis", Management Decision, Y. 2019, C. 57, S. 10, s. 2693-2713.

- Robe, Jean-Philippe, "The Shareholder Value Mess (And How to Clean it Up)", Accounting, Economics & Law, Y. 2020, C. 10, S. 3, s. 1-27.
- Sarbach, Alla V, "How is the Purpose of a Company Impacting Its Corporate Governance?", GesKR, Y. 2022, s. 268.
- Schweikert, Christine/Jans, Maximilian, "Corporate Governance in Abhängigkeit von Unternehmensstruktur und Unternehmensgröße - eine betriebswirtschaftlich-juristische Analyse, Studie 1 im Forschungsprojekt "Leitlinien für das Management von Organisations- und Aufsichtspflichten", KICG-Forschungspapier 2012 S. 3.
- Sulu, Muhammed, Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı, 1. B., İstanbul 2019.
- Soltani, Bahram, "The Anatomy of Corporate Fraud: A Comparative Analysis of High Profile American and European Corporate Scandals", Journal of Business Ethics, Y. 2014, C. 120, S. 2, s. 251-274. Sommer, Christa Die Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, Zürich 2010 Spindler, Gerald, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG Band 2, 6. Auflage München 2023.
- Songur, Damla, Anonim Şirketlerde Önemli Miktarda Malvarlığı Üzerinde İşlemler, 1. B., Ankara 2021.
- Steininger, Thomas Alexander, Interessenkonflikte des Verwaltungsrates, Zurich 2011.
- Stout, Lynn A., "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", Virginia Law & Business Review, Y. 2008, C. 3, S. 1, s. 163-190. (Dodge v. Ford).
- Stout, Lynn A., "Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy", Southern California Law Review, Y. 2002, C. 75, S. 5, s. 1189-1210. (Shareholder Primacy).
- Tokgöz, Nuray/Önce, Saime, "Şirket Sürdürülebilirliği: Geleneksel Yönetim Anlayışına Alternatif", Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2009, C. 11, S. 1, s. 249-275.
- Türkkan, Gönül/Ülbeği, Didem Gönül, "Algılanan Yönetici Desteği ve Yöneticiye Güvenin Örgütsel Bağlılık Üzerindeki Etkisi", Yönetim ve Ekonomi, Y. 2022, C. 29, S. 4, s. 661-682.
- Wentrup, Christian, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 4, §19 Vorstand als Leitungsorgan der Gesellschaft.
- Yan, Min, "Corporate Social Responsibility versus Shareholder Value Maximization: Through the Lens of Hard and Soft Law", Northwestern Journal of International Law & Business, 2019, C. 40, S. 1, s. 47-86.
- Yatağan Özkan, Çiğdem, "Şirket Ortak İçin Mi? Şirket Toplum İçin Mi? Kurumsal Sosyal Sorumluluk Faaliyetleri Şirketin İşletme Konusuyla Bağdaşır mı?", Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Y. 2023, C. 13, S. 1, s. 485-501.
- Yıkılmaz, Aslı, "Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) Skorları ve Kâr Payı Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Y. 2022, C. 7, S. 4, s. 872-881.

Elektronik Kaynaklar

<https://karararama.yargitay.gov.tr/#>.

<https://www.lexpera.com.tr>.

<https://scholarship.law.cornell.edu>.

<https://www.mckinsey.com>.

<https://news.darden.virginia.edu>.

<https://www.nytimes.com>.

<https://openaccess.city.ac.uk>.

<https://www.forbes.com>.

<https://hbr.org>.

<https://www.accountability.org/standards/aa1000-stakeholder-engagement>.

<https://legalinstruments.oecd.org>.

<https://commission.europa.eu>.

<https://www.borsaistanbul.com>.

<https://www.fortuneturkey.com>.