



ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA YÖNETİCİLERİN MALİ
HAKLARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşegül ÖZDOĞAN YILMAZ

ANKARA- 2009

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA YÖNETİCİLERİN MALİ
HAKLARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşegül ÖZDOĞAN YILMAZ

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Korkut ÖZKORKUT

Ankara-2009

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
KAMU HUKUKU (İDARE HUKUKU)
ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA YÖNETİCİLERİN MALİ
HAKLARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Korkut ÖZKORKUT

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

Tez Sınavı Tarihi

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR.....	VI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ORTAKLIKTA YÖNETİCİ KAVRAMI, YÖNETİCİLERİN MALİ HAKLARINI AÇIKLAYAN TEORİLER VE MALİ HAKLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ

I. Anonim Ortaklıkta Yönetim Sınıfı.....	10
1. Pay Sahipliği-Yönetici Ayrımının Teorik Temelleri.....	10
A. Vekalet (Pay Sahipliği Mevkiinin Değerinin Artırılması/Pay Sahibi Menfaatlerinin Maksimizasyonu) Teorisi [Agency/Shareholder Value (Wealth) Maximization Theory]	10
B. Menfaat Sahipleri Teorisi (Stakeholder Theory)	16
a. Genel Olarak Teorinin Ele Alınışı.....	16
b. Geliştirilmiş Pay Sahipliği Mevkiinin Değerinin Artırılması Teorisi (Enlightened Shareholder Value Maximization Theory).....	18
2. Anonim Ortaklıkta Yönetici Kavramı.....	20
A. Yönetim Kurulu.....	20
a. Organ Sıfatı.....	20
b. Organizasyon Yapısı.....	22
c. Temel Görevleri.....	25
B. Diğer Yöneticiler.....	28
a. CEO.....	28
aa. Genel Olarak.....	28
bb. CEO Kavramının Hukuki Niteliği.....	33
cc. Türk Hukuku'nda CEO Kavramı.....	39
b. Müdürler.....	42

II. Mali Hakların Teorik Boyutu ve Tarihsel Gelişimi.....	44
1. Profesyonel Yönetim Sınıfının Ortaya Çıkışı ve Mali Hakların Tarihsel Gelişimi.....	44
2. Mali Hakları Açıklayan Yaklaşımlar.....	53
A. Optimal (En Uygun) Sözleşme Yaklaşımı (Optimal Contracting Approach).....	54
B. Yönetimsel Güç/Menfaat Temini Yaklaşımı (Managerial Power/Rent Extraction Approach).....	57
C. İki Yaklaşım Arasındaki Temel Farklılıklar.....	60
a. Yöneticilerin Etkisi Dışındaki Performans Faktörlerinin Ayırıştırılması.....	61
b. Teşvik Mekanizması.....	62
c. Bazı Mali Haklar Kalemlerinin Peçelenmesi (Camouflage).....	64
3. Pay Sahipliği Yapısının Mali Haklara Etkisi.....	70
A. Pay Sahipliği Yapısının Dağınık Olduğu Ortaklıklar.....	70
B. Blok Pay Sahipliği Yapısının Bulunduğu Ortaklıklar.....	72

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI ÜLKE DÜZENLEMELERİNDE VE TÜRK HUKUKUNDA ANONİM ORTAKLIK YÖNETİCİLERİNİN MALİ HAKLARI

I. Yöneticilerin Mali Haklarına İlişkin Yurtdışı Düzenleme ve Uygulamaları.....	73
1. Avrupa Birliği.....	73
A. Genel Olarak.....	73
B. Yönetici Kavramına İlişkin Olarak.....	77
C. Mali Haklar Politikalarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Olarak.....	78
D. Mali Haklar Politikalarının Oylanmasına İlişkin Olarak.....	80
E. Mali Hakların Her Bir Yönetici İçin Kamuya Açıklanmasına İlişkin Olarak.....	81

F. Hisse Senedine Dayalı Mali Hakların Pay Sahipleri Tarafından Onaylanmasına İlişkin Olarak.....	84
G. Mali Haklar Komitelerine İlişkin Olarak.....	86
H. AB Komisyonunun 29.04.2009 Tarihli Kararı.....	87
2. İngiltere.....	88
3. Fransa.....	93
4. Almanya.....	95
II. Türk Hukunda Yöneticilerin Mali Hakları.....	99
1. Türk Ticaret Kanunu'nda.....	99
A. Huzur Hakkı.....	99
B. Ücret.....	100
C. Kazanç Payı.....	101
D. İkramiye	103
2. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda.....	103
3. Sermaye Piyasası Mevzuatında.....	105
A. Mali Haklara İlişkin Olarak.....	105
B. Mali Hakların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Olarak.....	107
C. Kurumsal Yönetim İlkelerinde	109

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKTAKİ YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLAR VE KONTROLÜ

I. Genel Olarak.....	112
II. Mali Hakların Türleri.....	112
1. Maaş (Sabit Ücret)	114
2. Primler.....	114
3. Hisse Senedi Opsiyonları.....	116

A. Genel Olarak.....	116
B. Hisse Senedi Opsiyonlarının Temel Fonksiyonları.....	121
C. Hisse Senedi Opsiyonlarının Kullanılması.....	123
a. Şartlı Sermaye Artırımı Yoluyla.....	123
b. Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesi Yoluyla	127
4. Emeklilik Planları.....	130
5. Diğer.....	130
III. Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesi.....	131
1. Mali Haklar Danışmanları.....	131
2. Mali Haklar Komiteleri.....	132
A. Yapısı ve Oluşumu	132
B. İşleyişi	134
3. Mali Hakların Genel Kurulda Oylanması.....	137
IV. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü	141
1. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Fonksiyonları.....	141
2. Kamuya Açıklanacak Bilgiler	144
V. Pay Sahiplerinin Mali Haklara Karşı Çıkma Yöntemleri	146
1. Payları Elden Çıkarma	147
2. Dava Açma	148
3. Oy Kullanma.....	152
A. Öneri Getirmek Suretiyle	152
B. Hisse Senedi Opsiyon Planlarına Karşı.....	154
C. Diğer Konularda Oy Kullanmak Suretiyle	155
VI. Mali Hakların Belirlenmesine Etki Eden Unsurlar.....	156
1. Şirket Büyüklüğü	156
2. Yönetici Performansı.....	157

3. Yönetim Kurulunun Yapısı.....	157
4. Serbest Piyasa Dinamikleri.....	159
5. Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği.....	159
6. Mahkeme Kararları	160
VII. Yöneticilerin Mali Haklarına İlişkin Sorunlar ve Şirket Skandalları	162
1. Mali Hakların Yöneticiler Tarafından Manipüle Edilmesi.....	162
A. Muhasebe Kalemlerinin Suni Olarak Değiştirilmesi.....	163
B. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Zamanlaması Suretiyle Hisse Senedi Fiyatının Suni Olarak Artırılması ve Azaltılması.....	164
2. Yöneticilerin Mali Haklarına İlişkin Diğer Sorunlar	170
3. Mali Hakların Manipüle Edilmesinin Sonuçları ve Yaşanan Şirket Skandallarındaki Rolü	171
4. Enron Olayı ve Yöneticilerin Mali Haklarının Enron Şirketinin İflasındaki Etkisi.....	172
VIII. Mali Haklar Nedeniyle Ortaya Çıkan Sorunlara Yönelik Çözüm Önerileri.....	177
1. Mali Haklar Komitelerinin Yeniden Yapılandırılması ve Mali Hakları Belirleme Sürecinin Daha Etkin Yönetilmesi.....	179
2. Denetçilerin ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Gözetim Etkinliğinin Artırılması	181
3. Yönetim Kurulu Başkanı ile CEO'nun Farklı Kişiler Olarak Belirlenmesi, Yönetim Kurulu-CEO İlişkilerinin Yeniden Yapılandırılması.....	181
4. Yöneticilerin Şirket Hisse Senetlerine İlişkin Alım-Satımlarının Kamuya Açıklanması.....	183
5. Mali Haklar Komitelerinin Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinden Oluşması.....	183
SONUÇ	186
KAYNAKÇA	193

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMF	: Autorite Des Marches Financier
CEO	: Chief Executive Officer
CFO	: Chief Financial Officer
CMO	: Chief Marketing Officer
DMK	: Devlet Memurları Kanunu
FSA	: Financial Securities Authority of England
ICGN	: International Corporate Governance Network
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	: Organisation for Economic Co-Operation and Development
SEC	: Securities and Exchange Commission of America
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTK.	: Türk Ticaret Kanunu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UK	: United Kingdom (Birleşik Krallık)
vd.	: ve devamı

GİRİŞ

Büyük halka açık anonim ortaklıklarda¹ üst kademe yöneticilerin; özellikle tüm dünyada global bir terim olarak kullanılan ve Türkiye’de genellikle icra kurulu başkanı olarak tanımlanan CEO’ların mali hakları son yıllarda büyük ilgi uyandırmış; konu medyada, düzenleyici otoriteler arasında, iş ve akademik çevrelerde çokça tartışılır olmuştur. Konuya yönelen ilgi esasen kriz dönemlerinde ve son yıllarda başta ABD (Enron, Worldcom, Tyco vs.) olmak üzere pek çok ülkede yaşanan şirket skandalları sebebiyle CEO ücretlerinin yüksekliği, ücret-performans ilişkisi ve ücretlerin şirketlere büyük mali yükler getirdiği hususları üzerinde toplanmıştır².

Murphy, Bebchuk ve Fried, CEO ücretlerine ilişkin artan tartışma ve eleştirileri,

¹ Yöneticilerin mali haklarına ilişkin uygulama ve düzenlemelerin halka açık anonim ortaklıklarda ön plana çıkması ve gelişmesi, halka kapalı ortaklıklarda yöneticilerin aynı zamanda ortaklıkta büyük pay sahiplerinden olmaları nedeniyle profesyonel yönetimin yaygın olmaması ve buna bağlı olarak ortaklıkta pay sahibi olmayan ya da küçük oranda pay sahipliği bulunan profesyonel yöneticilerin ortaklıkla menfaatlerinin uzlaştırılması aracı olarak görülen mali hakların bu fonksiyonuna ihtiyaç duyulmaması nedeniyle, işbu tez kapsamında inceleme ve açıklamalar temel olarak halka açık anonim ortaklıklar esas alınarak yapılmıştır. Bununla birlikte, yeri geldikçe halka kapalı ortaklıklara ilişkin açıklamalara da yer verilmiş, özellikle Türk Ticaret Kanunu’nda yer alan mali haklara ilişkin düzenlemelere yönelik açıklamalar tüm anonim ortaklıklar için yapılmıştır.

Öte yandan belirtmek gerekir ki, halka açıklık oranlarının düşük olduğu anonim ortaklıklarda da durum, halka kapalı anonim ortaklıklardan farklı değildir. Bu tür ortaklıklarda halka açık olmayan kısım büyük pay sahibi/pay sahiplerinin elinde olup, profesyonel yönetim anlayışı gelişmemiş ya da profesyonel yöneticiler mevcut olsa da, büyük pay sahibinin yöneticiler üzerinde etkin bir denetim ve kontrolü mevcuttur.

² Bu noktada belirtmek gerekir ki, CEO kavramı, düzenlemelerde hukuki bir kavram olarak karşımıza çıkmaz. Bu bağlamda ülkemiz mevzuatında böyle bir kavrama yer verilmediği gibi, diğer ülke metinlerinde de bu terim hukuki bir kavram olarak düzenlenmemiştir. Bununla birlikte, şirketlerin iyi yönetimi için hukuki düzenlemelerin yanında yönetim biliminin de ele alınması bir zorunluluktur. İşte CEO kavramı, yönetim biliminin ortaya koymuş olduğu bir kavram olup, kurumsal yönetim düzenlemelerine de yansımıştır. Bu nedenle, hukuki bir terim olarak metinlerde yer alması da işbu tez kapsamında CEO kavramına yer verilmesi gereği doğmuştur. Nitekim bu kavramın doğup geliştiği ABD’de dahi CEO kavramının içeriği, bu konuma bağlanan yetki ve görevler, kanun ya da alt hukuksal düzenlemeler boyutunda düzenlenmemiş; bir taraftan yönetim-kontrol ayrımının kaçınılmaz olarak getirdiği bu konunun ve görevin varlığı tanınırken; bir yandan pay sahiplerinin de korunması amacıyla bu husustaki kurallar daha çok kurumsal yönetim düzenlemeleri ile oluşturulmuştur. **KIRKBRIDE, James/LETZA, Steve:** The CEO in Law and In Practice: A Study of Categorization and Control, Corporate Governance: An International Law Review, Vol.10, No.3, July 2002, s.136.

“Yöneticilerin mali hakları 90’lı yıllardan itibaren üzerinde sıkça tartışılan bir konu haline gelmiş, öyle ki; konu üzerindeki tartışmanın büyüklüğü CEO’ların mali haklarındaki artışın büyüklüğünden bile fazla olmuştur.”

şeklinde ifade etmiştir³.

Görev tanımı ve konumu esasen her bir şirketin yapılanmasına bağlı olarak değişiklik göstermekle birlikte; CEO’nun genel tanımı ve sözlük anlamına bakıldığında, şirket misyonu ve vizyonunu belirler; yatırımcı ve menfaat sahipleri⁴ ile ilgili faaliyetleri, ayrıca üst yönetimin işe alınma ve işe son verme sürecini yürütür. CEO, şirket yönetiminin (management) başı olup, şirkette yönetim kadrosu ile yönetim kurulu arasındaki ilişkiyi sağlayan, şirket işlerine ve geleceğine yön veren kişi konumundadır. CEO, şirketle ilgili olarak yürütülen önemli iş ve işlemlerden yönetim kuruluna raporlama yapar⁵.

CEO’lar, tek kademeli (one-tier) yönetim kurulu yapısının bulunduğu bazı ülkelerde (ABD, Japonya) genellikle aynı zamanda yönetim kurulu başkanı iken, bir kısım ülkelerde ise bu görevler farklı kişilerce yürütülür. İki kademeli yönetim kurulu yapısının olduğu ülkelerde ise, CEO’lar yönetici kurulun (management board) başında iken, gözetim kuruluna (supervisory board) başkanlık etmez. Bu yapıdaki şirketlerde CEO gözetim kuruluna raporlama yapar ve bilgi verir.

³ **MURPHY, Kevin J.:** Executive Compensation, Social Science Research Network Working Paper Series, April 1998, s.2-3, <http://ssrn.com/abstract=163914>, 08.02.2009; **BEBCHUK, Lucian Arye/FRIED Jesse M.:** Executive Compensation As An Agency Problem, Harvard Law School, Discussion Paper No:421, 04/2003, s.1.<http://ssrn.com/abstract=364220>, 10.02.2009.

⁴ Finans akademisyenleri tarafından menfaat sahipleri ifadesi yerine “paydaş” ifadesinin de kullanıldığı görülmektedir. Esasen her iki terim de şirkette menfaati bulunan tüm tarafları ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Ancak işbu tez kapsamında, Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan “menfaat sahipleri” ifadesinin kullanılması uygun bulunmuştur.

⁵ CEO tanımı için bkz. Business Dictionary, <http://www.businessdictionary.com/definition/chief-executive-officer-CEO.html>, 15.03.2009; Management Encyclopedia, http://www.12manage.com/description_chief_executive_officer.html, 14.03.2009.

Ancak şirketlerde CEO ve yönetim kurulu başkanı sıfatlarının birleşmesi her ülkede farklılık göstermektedir. 2005 yılında yapılan bir çalışmaya göre, Almanya, Hollanda, Güney Afrika gibi ülkelerde CEO ve yönetim kurulu başkanlığının şirketlerin tamamında ayrıldığı, İngiltere’de şirketlerin yaklaşık %95’inde yine bu görevlerin farklı kişilerce yürütüldüğü, ABD, Fransa gibi ülkelerde ise iki sıfatın şirketlerin yaklaşık %80’inde birleştiği tespit edilmiştir⁶.

CEO kavramına ülkemizde de son yıllarda sıkça rastlanır olmuş; CEO kavramı mali haklar dışındaki yönleri ile çeşitli zamanlarda gündeme gelmekle birlikte, CEO’ların mali hakları yönünden belirgin şekilde gündeme taşınması, SPKr’nun 2008 yılı sonunda yapmış olduğu ve halka açık şirketlerin kilit yönetici personelinin maaşlarının kamuya açıklanması gereğine ilişkin duyurusu ile olmuştur⁷.

İşte tüm dünyada sıkça yaşanan tartışmalar üzerine, başta CEO’lar olmak üzere halka açık şirketlerde üst kademe yöneticilerin mali hakları üzerine değişik akademik çevrelerce çalışmalar yapılmış, pek çok makale yazılmış ve teoriler geliştirilmiştir. Zira konu, bir taraftan finans ve ekonomi alanlarını, yönetim bilimini, diğer taraftan şirketler hukukunu ilgilendirmektedir.

Öncelikle mali haklar, ekonomi ve finans akademisyenleri tarafından, pay sahipleri ve pay sahiplerince seçilen yönetim kurulu üyeleri arasındaki menfaat çatışmalarının önlenmesinde bir araç olarak görülerek incelenmiş ve konu hakkında farklı teoriler ortaya atılmıştır. Ancak yöneticilerin mali haklarını inceleyen bu teorilerin şirket içi menfaat çatışmalarının önlenmesini açıklamada yetersiz kaldığından bahisle, üst kademe yöneticilerin mali haklarının kamuya açıklanması,

⁶ COOMBES, Paul/WONG, Simon Chiu-Yin: Chairman or CEO- One Job or Two? The Mc Kinsey Quarterly, No.2, 2004, s.44, <http://www.ssrn.com/>, 10.02.2009.

⁷ SPKr’nun 2008/51 no.lu Haftalık Bülteninde yayınlanmıştır.

şirket içinde mali haklar komitelerinin kurulması ve bu komitelerin bağımsız yönetim kurulu üyelerinden⁸ teşekkül ettirilmesi, üst kademe yöneticilerin mali haklarının genel kurulda oylanması gibi şirketler hukukunu ilgilendiren çeşitli öneriler getirilmiş ve bu öneriler, başta ABD olmak üzere bir kısım ülkelerde uygulama şekilleri farklı olabilmekle birlikte hayata geçirilmiştir.

Pay sahipliği yapısının yaygın olduğu (dispersed ownership), diğer deyişle ortaklıkta kontrolü sağlayan payların bir veya birkaç pay sahibinin elinde olmadığı halka açık anonim ortaklıklarda üst kademe yöneticilerin pay sahipliği oranlarının düşüklüğüne (ya da hiç pay sahibi olmamalarına) bağlı olarak bu yöneticilerin şirketle parasal bir menfaat ilişkisinin bulunmadığı, bu nedenle mali hakların; yöneticileri, ortaklık ve pay sahipleri lehine hareket etmeye yönlendirmede teşvik mekanizması olarak ortaya çıktığı; diğer taraftan mali haklar paketleri içindeki kalemlerin bir kısmının sabit olmaması ve hisse senedi fiyatı gibi bazı değişkenlere bağlı olarak belirlenmesi nedeniyle bu değişkenlerin yöneticiler tarafından manipüle edilme (kendi menfaatleri doğrultusunda kötüye kullanılma) olasılığının bulunması, mali haklar paketlerinin şirketlerin başarılı CEO'lar ve diğer profesyonel yöneticilerle çalışmasını sağlayan temel etken olması nedeniyle ücretlerin azaltılmasının şirket aleyhine sonuçlar doğurabileceği ve fakat kötüye kullanmanın önlenmesi ve mali hakların gerek içeriğinin gerek miktarının uygun bir şekilde belirlenmesi için bu hakların kamuya açıklanması, şirket bünyesinde mali haklar komitesinin kurulması, mali hakların genel kurul onayına sunulması gibi

⁸ Bağımsız yönetim kurulu üyesi için tek tip ve genel bir tanım ortaya konulmamıştır. ÖZKORKUT'a göre, bağımsız yönetim kurulu üyesi için uygun bir tanım verilebilmesi doğrudan ona bahsedilen role bağlı bulunmaktadır. Çünkü bağımsız yönetim kurulu üyesinin fonksiyonlarının neler olduğuna yönelik uyuşmazlıklar ve farklı yaklaşımlar mevcuttur. Ancak kurumsal yönetim düzenlemelerinde bu konudaki temel husus bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yönetimi etkin bir biçimde gözetim altında tutmaları ve bu bağlamda yönetimde yer almamalarıdır. Ayrıntılı bilgi için bkz. **ÖZKORKUT, Korkut: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri**, Ankara 2008, s.23 vd.

düzenlemeler yapılması yoluna gidildiği hususları birlikte değerlendirildiğinde, konunun bir taraftan anonim şirketler hukuku, diğer taraftan sermaye piyasası hukuku açısından önem arz ettiği görülmektedir⁹.

Öte yandan, günümüzde halka açık şirketlerin ortaklık yapılarının genelde yaygın bir görünüm arz ettiği, ortaklıkların, pay sahipleri adına yöneticilerce idare edildiği, yöneticilerin (managers) de pay sahipleri adına yönetim kurulu üyeleri tarafından seçildiği ve yöneticilerin mali haklarının, yönetim kurulu ile yöneticiler arasında yapılacak anlaşmalar ile belirlendiği, bu aşamaya gelinceye kadarki süreçte yönetim kuruluna mali haklar komitelerinin öneride bulunduğu, mali haklar komitelerinin genellikle bu konuda uzmanlık, bilgi ve tecrübe sahibi olmamaları nedeniyle danışmanlık firmalarından hizmet satın alındığı, bu firmaların da, anlaşma yapılması üzerine ileride birlikte çalışacakları üst kademe yöneticiler ve CEO'lar ile iyi geçinmek arzusunda oldukları dikkate alındığında, yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarını önlemede bir araç olarak görülen yöneticilerin mali haklarının sadece bu hakların ne şekilde yapılandırılması ve mali haklar paketlerinin hangi kalemlerden teşekkül etmesi gerektiği yönüyle değil, kurumsal yönetim boyutuyla da değerlendirilmesi gerektiği görülmektedir. Zira tüm bu karar alma sürecinde yer alan kişi ve gruplar kendilerinin değil, ortaklığın ve pay sahiplerinin paralarını yönettiklerinden sürecin kötüye kullanımı muhtemeldir¹⁰.

⁹ Bu noktada belirtmek gerekir ki, yöneticilerin mali haklarına ilişkin hususlar esasen ekonomi ve finans bilimini ilgilendiren konular olup, bu konuda hukuki düzenlemelerin yapılabilmesi ve konunun hukuki boyutunun anlaşılabilmesi için mali hakların finansal ayağının da kısaca ele alınması zaruridir. Çünkü halka açık anonim ortaklıkların temel alındığı sermaye piyasası hukuku bizatihi, finans ve ekonomi bilimi ile iç içe geçmiş bir hukuk dalıdır. Bu bağlamda işbu tez kapsamında yöneticilerin mali haklarının hukuki irdelemesinden önce, finansal teorilere de en sade haliyle yer verilmiş; ancak bu konuya ilişkin açıklamalar konunun hukuki boyutunun anlaşılmasına yetecek kadarıyla sınırlı tutulmuştur.

¹⁰ JENSEN, Michael C./MURPHY, Kevin J./WRUCK, Eric G.: Remuneration: Where We've Been, How We Got To Here, What Are The Problems, and How To Fix Them, ECGI Finance

Vekalet teorisine göre, şirketler pay sahiplerinin vekili olan yöneticiler tarafından idare edilmekte, bu noktada mülkiyet-kontrol ayrımı ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler, kendilerinin malik olmadıkları varlıkları yönettiklerinden, pay sahipleri aleyhine ve fakat kendi menfaatlerine yönelik hareket edebilirler. Dolayısıyla, bu kişilerin, pay sahipleri lehine hareket etmelerini sağlayacak teşvik mekanizmalarına ihtiyaç vardır¹¹.

Öte yandan şirketler içinde yaşanan menfaat çatışmalarına bağlı olarak pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki vekalet problemi yanında yönetim kurulu üyeleri ile pay sahipleri arasında ikinci bir tür vekalet problemi olduğu kabul edilir. İlk tür vekalet probleminin (pay sahipleri-yöneticiler) mali haklar paketleri ile; ikinci tür vekalet probleminin (yönetim kurulu üyeleri-pay sahipleri) ise iyi düzenlenmiş kurumsal yönetim politikaları ve uygulamaları ile çözülebileceği, diğer taraftan, kötü kurumsal yönetim politikaları yine kötü hazırlanmış mali haklar sözleşmelerini beraberinde getireceğinden, vekalet problemlerinin çözümünde mali haklar politikaları kadar pay sahibi-yönetici-yönetim kurulu ilişkilerinin de dikkate alınması ve kurumsal yönetim ilkelerine önem verilmesi gerektiği kabul edilmektedir¹².

Esasen profesyonel şirket yöneticilerinin ücretlerinin astronomik rakamlara ulaşması, içeriği, yapısı ve kötüye kullanılması gibi hususlar, halka açıklık oranlarının yüksek, sermaye piyasalarının daha derin ve gelişmiş olduğu ABD ve İngiltere gibi ülkelerde daha çok öne çıkan konulardır. Zira halka açıklık oranlarının yüksek olduğu ve payların tek başına şirketi kontrol etme gücünü elinde tutan bir pay sahibi ve pay sahibi grubunda olmadığı (yaygın pay sahipliği yapısının olduğu)

Working Paper No.44/2004, July 2004, s.21-22,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305, 12.02.2009.

¹¹ Vekalet teorisine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. s.10-16.

¹² JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.3.

şirketlerde –ki ABD ve İngiltere’de genelde görünüm bu şekildedir-profesyonel şirket yöneticilerinin rolleri ve etkileri daha büyük olup, çoğu kez yönetim kurulu başkanı sıfatını da taşıyan CEO’lar şirketin neredeyse tek hakimi haline gelmekte, CEO’ları denetleyen yönetim kurulu üyeleri ise, yine kendilerinin pay sahipliği oranlarının düşüklüğüne bağlı menfaat eksikliği ve CEO seçildikten sonra yönetim kurulu üyeliği seçimlerinde CEO’ların etkin rolü sebebiyle bunları denetlemekte isteksiz davranmaktadırlar¹³.

Bu durumdan da elbette ki en çok pay sahipleri zarar görmektedir. O halde bu yapıdaki şirketlerde olayın mali hakları belirleyen yönetim kurulu ile CEO’lar arasında adeta bir danışıklı dövüşe dönüşmemesi için üst kademe yöneticilerin mali hakları yakından incelenmeli, pay sahiplerinin haklarının ve şirket menfaatlerinin korunması için gerekli düzenlemeler yapılmalıdır.

Ancak pay sahipliği yapısının yaygın bir görünüm arz etmediği (blockholding), payların büyük bölümünün belli bir veya bir grup pay sahibinin elinde bulunduğu, ayrıca halka açıklık oranlarının düşük olduğu şirketlerde-ülkemizdeki halka açık anonim ortaklıklarda genel görünüm budur-yönetim kademesinde CEO’ların, yaygın pay sahipliği yapısındaki şirketlerdeki kadar önem arz etmediği, büyük pay sahiplerinin aynı zamanda ya şirket yönetiminde yer aldığı ya da şirket dışarıdan profesyonel yöneticiler tarafından yönetilse dahi, büyük pay sahibinin yöneticilerin iş ve işlemlerini çok yakından denetlediği, dolayısıyla yöneticileri, şirket ve pay sahipleri lehine hareket etmeye yöneltmek için büyük teşvik mekanizmalarına ihtiyacın azaldığı görülmektedir.

¹³ **GELTER, Martin:** The Dark Side of Shareholder Influence: Toward A Holdup Theory Of Stakeholders In Comparative Corporate Governance, Harvard Law School Discussion Paper No:17, s. 20, <http://ssrn.com/abstract=1106008>, 08.02.2009; CEO’nun yönetim kurulu üzerinde etkisine ilişkin ayrıntılar için bkz. s.10-18.

Bu yapıdaki şirketlerde ise, mali hakların ne şekilde belirleneceği, kamuya açıklanması, pay sahiplerinin onayına sunulması, manipüle edilmesinin önlenmesi gibi hususlardan çok, örtülü kazanç aktarımı¹⁴ gibi şirket varlıklarının çoğunluk ve çoğunluğu temsil eden yönetim kurulu üyelerince azınlık pay sahipleri aleyhine kötüye kullanılması durumuna rastlanmaktadır. Zira, bu şirketlerde yaşanan menfaat çatışmaları yöneticiler-pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarından ziyade hakim pay sahibi-azınlık pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları görünümündedir.

Bu çerçevede, esasen CEO ve diğer üst kademe yöneticilerin mali haklarına ilişkin bahsedilen konuların halka açıklık oranlarının yüksek, pay sahibi yapısının yaygın olduğu şirketler ve bu tür şirketlerin yaygın olduğu ülkelerde şirketler ve sermaye piyasaları hukuku açısından önem arz ettiği, diğer yapıdaki ülkelerde ise konunun görece öneminin azaldığı açıktır.

Ancak sermaye piyasalarının gelişmesi bakımından, sermayenin tabana yayılması temel amacı çerçevesinde ülkemizde de arzulananın halka açıklık oranlarının artması, halka açık şirketlerin belli pay sahibi ya da pay sahibi gruplarınca kontrol edilen aile-patron şirketi profilinden sıyrılmaları olduğu dikkate alındığında, konunun ülkemizin geliştirmekte olan sermaye piyasaları için de önem arz ettiği açıktır.

Konunun incelenmesi hususunda, gerek diğer ülkelerde yöneticilerin mali haklarına ilişkin düzenlemelerin ve kamuyu aydınlatma esaslarının sınırlı olması,

¹⁴ Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Temettü ve Bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlığını taşıyan 15'inci maddesinin son fıkrasında; "halka açık anonim ortaklıkların; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi örtülü işlemlerde bulunarak kârını ve/veya mal varlığını azaltamayacağı," hükme bağlanmıştır.

SPKn'nun 47/A-6 maddesinde, 15'inci maddenin son fıkrasında belirtilen işlemlerde bulunarak kârı ve/veya mal varlığını azaltan tüzel kişilerin yetkililerinin hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılacakları öngörülmüştür.

gerek ABD’de konu hakkında yapılan düzenlemeler, konunun doktrinde tartışılması, şirketlerin düzenlemeleri uygulamalarına yansıtmaları gibi hususlarda öncü (trendsetter) olması nedeniyle ABD düzenleme ve uygulamaları esas alınmıştır¹⁵. Zira 20. yüzyılda ticaret hukuku ve şirketler hukuku düzenlemelerinin çıkış noktası hep ABD olmuş; diğer ülkelerde düzenlemeler genelde ABD hukukundan esinlenerek yapılmıştır. Mali haklar kalemlerinin en önemlilerinden olan hisse senedi opsiyonları ve yöneticilerin mali haklarına ilişkin kamuyu aydınlatma düzenlemeleri bu durumun en belirgin örnekleridir¹⁶.

Ayrıca bir kısım açıklamalar yönetim kurulu üyeleri ve tüm üst kademe yöneticilere ilişkin olarak yapılmakla birlikte, konu esas olarak, konunun ortaya çıkıp geliştiği ABD’de genellikle aynı zamanda yönetim kurulunun da başı olan CEO’lar esas alınarak irdelenmiştir. Zira, CEO dışı üst kademe yöneticilerin ücretleri, bu yöneticilerin mali haklarında CEO kadar hisse senedine bağlı parasal haklar yer almadığından, CEO’lara kıyasen daha sınırlı kalmış, bu nedenle de kamunun, medyanın ve düzenleyici otoritelerin ilgisini fazla çekmemiştir¹⁷. Bu bağlamda konunun irdelenmesi, yönetim kurulu üyelerinin mali hakları (director remuneration) da ele alınarak, icrada görevli yönetim kurulu üyeleri ile yöneticilerin mali hakları (executive remuneration) ekseninde yapılmıştır¹⁸.

¹⁵ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.2.

¹⁶ HILL, Jennifer G. :What We Can Learn from Other Statutory Schemes, Widener University Conference, The Delaware General Corporation Law for the 21st Century, May 2008, s.2, www.lexis.com, 12.02.2009, (What We Can Learn).

¹⁷ HOWELL, Bo James: Executive Fraud and Canada’s Regulation of Executive Compensation, 39 U Miami Inter-American Law Review 111, s.4, www.lexis.com, 07.01.2009.

¹⁸ Bu iki kavram (director-executive remuneration), ABD’deki sermaye piyasası otoritesi olan SEC tarafından, şirketlerden genel kurulda oy kullanılması sürecinde istenen genel kurul vekalet formunda (Proxy statement) ayrı ayrı belirtilecek hususlar arasında sayılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

Anonim Ortaklıkta Yönetici Kavramı, Yöneticilerin Mali Haklarını Açıklayan Teoriler ve Mali Hakların Tarihsel Gelişimi

I. Anonim Ortaklıkta Yönetim Sınıfı

1. Pay Sahipliği-Yönetici Ayrımının Teorik Temelleri

A. Vekalet (Pay Sahipliği Mevkiinin Değerinin Artırılması/Pay Sahibi Menfaatlerinin Maksimizasyonu) Teorisi [Agency/ Shareholder Value (Wealth) Maximization Theory]¹⁹

Bir şirketin sahibi kimdir? Doktrinde bu sorunun genellikle “pay sahipleri” olarak cevaplandırıldığı görülmektedir. Pay sahiplerine ait olan şirket varlıkları, pay sahipleri adına yine pay sahipleri tarafından seçilen yönetim kurulu üyelerince (board of directors) yönetilir. Yönetim kurulu da, şirketin günlük işlerini yürütecek yöneticileri (managers) tayin eder. O halde pay sahiplerine ait varlıklar, pay sahiplerince vekil olarak belirlenen yönetim kurulu üyelerince yönetilmektedir. İşte bu şekilde özetlenebilecek olan şirket teorisi “asıl-vekil modeli” ya da “vekalet teorisi” olarak adlandırılır.

Anılan modelde, pay sahipleri yönetim kurulunu, yönetim kurulu da şirketin günlük işleyişini sağlayacak yöneticileri tayin eder. Bu tabloda yöneticiler yönetim kurulu üyelerinin vekili konumunda olup, şirketin günlük işleyişini sağlayacak

¹⁹ “Agency/Shareholder Value (Wealth) Maximization Theory” olarak adlandırılan teori temelde, şirket yöneticilerinin esas amaçlarının şirket pay sahiplerinin menfaatlerinin en yükseğe çıkarılması, diğer deyişle şirket ortaklarının kazançlarının olabilecek maksimum noktaya getirilmesi ve yöneticilerin bu amaç doğrultusunda çalışmaları gerektiğini ileri sürer ve pratikte neden bu amaçtan sapmalar olduğunu ortaya koyar. Bu bağlamda Türkçeye çevirisinde tam anlamını vermemekle birlikte teorinin yukarıdaki şekilde Türkçeleştirilmesinin uygun olduğu düşünülmüştür.

yöneticileri tayin ederler. Ancak sayılan her bir grubun, şirket işleyişine ilişkin farklılaşan menfaatleri nedeniyle ortaya vekalet problemi çıkmaktadır²⁰.

Her ne kadar zayıf ve karmaşık yönleri bulunduğu gerekçesi ile çeşitli eleştirilere maruz kalsa da, gerek Amerikan ve İngiliz hukukunda, gerek Kıta Avrupası hukukunda şirket teorisine ilişkin hakim görüş, “Vekalet Teorisi” dir.

Bu teorinin ilk temelleri Adam Smith²¹ zamanında atılmış; teori etraflı olarak Berle ve Means tarafından ortaya konulmuştur²². Berle ve Means’ın ortaya koyduğu teori; sonrasında Jensen ve Meckling’in 1976 tarihinde yayınladıkları makale ile geliştirilerek, geniş akademik kitlelere yayılmıştır²³.

Berle ve Means’ın 1932 tarihli “Modern Ortaklıklar ve Özel Malvarlığı” (Modern Corporation and Private Property) adlı eserinde çok ortaklı ve halka açık şirketler incelenerek, bu şirketlerde az ortaklı ve halka kapalı şirketlerden farklı olarak çok sayıda yatırımcının şirkete sermaye koyduğu, ancak mülkiyet pay sahiplerinde olmakla birlikte şirket işlerinin pay sahibi olmayan ya da küçük oranda pay sahipliği bulunan yöneticiler tarafından yürütüldüğü, dolayısıyla bu ortaklıklarda mülkiyet ve kontrol ayrımının (separation of ownership and control) ortaya çıktığı ifade edilmiştir. Berle ve Means, mülkiyet-kontrol ayrımı neticesinde, pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin birbirinden farklılaşması nedeniyle bir menfaat çatışması yaşandığını, yöneticilerin amaçlarının kendi konumlarını korumak olduğunu ve büyük ekonomik varlıklar üzerinde denetimsiz kontrollerinin

²⁰ **BLAIR, Margaret M./ STOUT, Lynn A. :** A Team Production Theory of Corporate Law, Virginia Law Review, Vol.85, No.2, March 1999, s.248-249, <http://ssrn.com/abstract=425500>, 22.01.2009.

²¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Adam Smith’in “Ulusların Zenginliği”, Çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan yay., 2. Baskı, İstanbul, 1985, s.233-238

²² **BERLE, Adolph A./MEANS Gariner C.:** The Modern Corporation and Private Property, With A New Introduction By Murray Weidenbaum&Marc Jensen, New Jersey 1991, s.47-66.

²³ **JENSEN, Michael C./MECKLING, William H.:** The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics (JFE), Vol.3, No:4, October 1976, s.1-72, <http://ssrn.com/abstract=94043>, 25.01.2009.

bulunduğunu ifade etmişlerdir²⁴. Berle ve Means'in adı geçen eseri daha sonra başka yazarlarca değerlendirilmiş; anılan eser üzerine çeşitli makaleler yazılmıştır²⁵.

Vekalet teorisine göre, çok ortaklı modern ortaklıklarda, yöneticilerin, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması (shareholder value maximization) amacından uzaklaştığı, yöneticileri pay sahiplerinin menfaatleri lehine hareket etmeye sevk etmek ve pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılması (aligning the interests of the managers and shareholders) için bir takım teşviklere ihtiyaç olduğu; diğer deyişle uygun teşvikler ve kurallar içeren bir yönetim sistemi benimsenmedikçe, yöneticilerin pay sahiplerinin menfaatlerinin artırılması için çalışmayacakları ve kendi menfaatlerini pay sahiplerinin menfaatlerinin önünde tutacakları kabul edilir²⁶.

Bir şirketin, şirketin %100'üne sahip kişi ve kişilerce yönetilmesi durumunda pay sahibi-yönetici, mülkiyet-kontrol ayrımı ortaya çıkmadığından, bu kişinin kendi malvarlığının değerini artırmak amacıyla kararlar alacağı ve bunun için de ayrıca bir teşvik mekanizmasına ihtiyaç olmadığı açıktır. Ancak yöneticilerin, şirketteki pay oranı azaldıkça, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması için yöneticilere bir teşvik sağlanması ve diğer pay sahiplerinin, yöneticinin bu amaçla hareket edip etmediğini denetlemeleri gerekecektir²⁷. Özellikle yöneticilerin çok küçük oranda

²⁴ **BERLE/MEANS**: age., s.47-66.

²⁵ **JENSEN/MECKLING**: agm., s.5; **MOORE, Marc T./REBÉRIOUX, Antonie**: From Minimization To Exploitation: Re-Conceptualizing The Corporate Governance Problem, Reflexive Governance in the Public Interest (REFGOV) Working Paper No. REFGOV-CG-32, s.5-6, <http://ssrn.com/abstract=425500>, 25.01.2009; **BRATTON, William W.**: Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn, Journal of Corporation Law, Vol.26, No.3, 2001, s.15-16, <http://ssrn.com/abstract=255999>, 27.03.2009; **BAINBRIDGE, Stephen M.**: The Politics of Corporatw Governance: Roe's Strong Managers, Weak Owners, Harvard Journal of Law&Public Policy, Vol.18, Pp.671, s.4-8, <http://ssrn.com/abstract=275172>, 26.03.2009.

²⁶ **DONALDSON, Lex/DAVIS, James H.**: Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, Australian Journal of Management, Vol.16, Issue 1, June 1991, s.50, <http://web.ebscohost.com>, 29.01.2009.

²⁷ **JENSEN/MECKLING**: agm., s.5.

pay sahibi olmaları ya da şirkette pay sahibi olmamaları halinde ise bu denetimin zorunluluğu ve yöneticilerin pay sahipleri lehine hareket etmek için teşvik araçlarına başvurulması gereği belirgin bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

İşte vekalet teorisine göre, çok ortaklı şirketlerde, yöneticilerin pay sahipleri lehine hareket etmeyerek kendi menfaatleri doğrultusunda yapacakları iş ve işlemler nedeniyle doğacak vekalet maliyeti azaltılmalı ve şirketin temel amacı olan pay sahipliği mevkiinin değeri-pay sahiplerinin varlıkları (shareholder value-shareholder wealth) artırılmalıdır²⁸.

O halde, vekalet teorisi, yukarıda da açıklandığı gibi, asıl-vekil ilişkisine dayanır. “Asıl”, bizzat yapamayacağı bir işi gerçekleştirmek üzere, bir “Vekil” tayin eder²⁹. Ancak asıl ile vekil arasındaki bu ilişkide, vekilin işleri asıl adına gerçekleştirirken asılın menfaatine ve vekalet ilişkisine uygun olarak hareket edip etmediğinin denetlenmesi gerekir. Bununla birlikte asıl, vekilin, işleri etkin bir biçimde yürütüp yürütmediğini denetleyecek bir bilgi birikimine sahip olmayabilir ya da vekilin yürüttüğü işlerden elde edilen sonuç vekilin çalışmasının sonucu değil, başka etkenlerin sonucunda ortaya çıkmış olabilir. Sonuç olarak asıl, çeşitli gerekçelerle, vekilin yürüttüğü işleri tam olarak denetleme imkanına sahip bulunmayabilir. Bu durumda; vekilin, asılın amaçlarının ve işlerinin en iyi şekilde sonuçlanması için çalışmasında teşvik mekanizması olacak bir sözleşmeye ihtiyaç vardır³⁰.

²⁸ **BLAIR/STOUT** : agm., s.248-249.

²⁹ **JENSEN/MECKLING**: agm., s.10-12.

³⁰ **BLAIR/STOUT**: agm., s.258-259; Jensen ve Meckling, Berle ve Means’in ortaya attığı mülkiyet-kontrol ayırımına dayalı teoriyi geliştirerek, benimsedikleri sözleşme yaklaşımı ile pay sahiplerini malik (owner) değil, asıl (principle) olarak tanımlamışlardır. Zira buna göre şirket, bir sözleşmeler bütünü olduğundan, sözleşmelerin mülkiyetinden bahsetmek mümkün değildir. **JENSEN/MECKLING**: agm, s.7.

Uygun teşvikler sağlanmadıkça yöneticilerin, pay sahipleri lehine hareket etmediklerini kabul eden vekalet teorisi, yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarının vekalet maliyeti (agency costs) yarattığını kabul eder. Vekalet maliyeti kabaca, asılın bizatihi kendi işlerini yürütmesi ve işleri ile ilgili kendi kararlarını vermesi halinde ortaya çıkacak sonuç ile işlerin vekil tarafından yürütülmesi ve kararların vekil tarafından alınması ile ortaya çıkan sonuç arasındaki maliyet farkıdır. Bu maliyet, asılın, vekilin iş ve işlemlerinin denetimi için katlandığı maliyet (monitoring costs), vekilin, asılın talimatları dışında hareket etmesi halinde asıla ödemesi gerekecek olan tazminattan kaynaklanan maliyet (bonding costs) ve asıl ile vekil arasında menfaat çatışmalarından kaynaklanan ve asıl tarafından katlanılan maliyet (residual loss) toplamından oluşmaktadır³¹.

Vekalet problemi nedeniyle ortaya çıkan vekalet maliyetlerinin azaltılması için gerek şirket içi, gerek şirket dışı bir takım mekanizmalar öngörülmüştür. O halde vekalet maliyetlerinin azaltılmasına yönelik mekanizmalar mali haklar sözleşmeleri, şirket içi denetim etkinliğinin sağlanması (büyük pay sahiplerinin yöneticileri denetlemesi, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin bulunması gibi) gibi iç mekanizmalar olabileceği gibi, sermaye piyasaları, kanun koyucu ve düzenleyiciler, profesyonel yatırımcıların denetimi gibi dış mekanizmalar da olabilir³².

Özetle, vekalet teorisine göre, şirket açık ve zımni sözleşmeler bütünü (nexus of contracts) olup, şirketler hukuku kuralları, şirket ile ilişkili olan tüm tarafların (menfaat sahiplerinin) menfaatlerini korumalıdır. Ancak pay sahipleri dışındaki

³¹ JENSEN/MECKLING: agm., s.5.

³² DEPKEN, Craig A./NGUYEN, Giau X./SARKAR, Salil K.: Agency Costs, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach, Discussion Paper presented at Finance Management Association European Conference, Stockholm, June 2006, s.2, <http://www.belkcollege.uncc.edu/cdepken/P/agencycosts.pdf>, 22.1.2009; HARVEY, Keith D./SHRIEVES, Ronald E.: Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices, Journal of Financial Research, Vol. 24, Issue 4, Winter 2001, <http://web.ebscohost.com>, 29.01.2009.

menfaat sahiplerinin (alacaklılar, çalışanlar, tedarikçiler vs.) menfaatleri her zaman ikinci planda kalmış; bunların menfaatlerinin zaten sözleşmeler ile yeterince korunduğu kabul edilmiştir. Buna göre, pay sahiplerinin asli öneme sahip olmasının nedeni, haklarının sözleşmeler ile yeterince korunmasının mümkün olmaması ve risklere nihai olarak katlanacak olanların pay sahipleri olmasıdır. Bu nedenle, pay sahiplerinin, menfaat sahiplerine kıyasla şirket işlerini denetlemekte en istekli kitle olacağı kabul edilmiştir. Kaldı ki, şirket yöneticilerinin pay sahipleri lehine hareket etmeleri halinde, bunun doğal sonucu olarak diğer menfaat sahiplerinin değerleri de artırılmış olacaktır. Bu mantıktan hareketle, “pay sahiplerinin önceliği” (shareholder primacy) kuralı ortaya çıkmış ve yöneticilerin güven esasına dayalı yükümlülüklerinin lehdarının pay sahipleri olduğu kabul edilmiştir. Sadece bazı hallerde alacaklıların da nihai olarak riske maruz kalanlardan olduğu kabul edilmektedir ki, bu da iflas gibi istisnai hallerde söz konusudur³³.

Bu teoride esas alınan pay sahipliği mevkiinin değerinin “maksimize edilmesi” kavramına ilişkin olarak TTK. Tasarısı (Tasarı)’nın genel gerekçesinde³⁴ “Dünyada ve Özellikle Avrupa’da Ticaret Hukukunu Etkileyen Öğretiler ve Raporlar” başlığı altında yer alan “Kurumsal Yönetim” kısmında, kurumsal yönetimde pay sahiplerinin değeri diye bir kavramın öne çıktığı ve belirsiz bir “maksimizasyon” anlayışının benimsendiği, kurumsal yönetim öğretisinin bu kuralı uyarınca payın değerinin “maksimize edilmesi” ve “maksimizasyonun” payın bilanço ya da borsa (piyasa) değeri ile kâr payında sağlaması gerektiği hususlarına yer verilmiştir.

³³ **GELTER:** agm., s.9-10.

³⁴ Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın Adalet Komisyonunda kabul edilen metni için bkz, <http://www2.tbmm.gov.tr/d23/1/1-0324.pdf>.

Ancak bugün geline nokta kurumsal yönetim ilkelerinde pay sahipleri yanında diğ er menfaat sahipleri de dikkate alınarak, iki farklı menfaat grubunun varlığı kabul edilmektedir. Buna göre kurumsal yönetim bir yandan işletme üst yönetiminin amaca uygun fonksiyonel bir yapılandırılmasını amaçlamakta, yönetim kurulu-yönetici-denetçi üçgeninde denge sağlamayı hedeflemektedir. İşte iç üçgen olarak adlandırılan bu üçgen yanında her bir köşesinde işletme, pay sahibi ve diğ er çıkar gruplarının yer aldığı dış üçgen arasındaki güçler de denkleştirilmelidir³⁵.

B. Menfaat Sahipleri Teorisi (Stakeholder Theory)

a. Genel Olarak Teorinin Ele Alınışı

Menfaat sahipleri teorisine göre, şirket yöneticilerinin, verecekleri kararlarda şirketin tüm menfaat sahiplerinin yararlarını dikkate almaları gerekir. Zira, bir şirketin sadece pay sahiplerinin menfaatlerini dikkate alarak başarılı olması mümkün değildir. Menfaat sahipleri; şirketin durumunu ve başarısını etkileyebilecek ya da şirketin durumundan etkilenebilecek tüm kişiler ve kişi gruplarını ifade eder. Alacaklılar, tedarikçiler, çalışanlar, müşteriler gibi tüm ilgili kişi ve kişi toplulukları menfaat sahipleri kavramına dahildir³⁶.

VELAMURI ve VENKATARAMAN'a göre, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması teorisi ile menfaat sahipleri teorisi arasında birbirine karşıt teoriler değildir. Çünkü, pay sahipleri ve menfaat sahipleri ayrımı önemini kaybetmiştir. Özellikle OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (Corporate Governance Principles) pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması ve menfaat sahipleri teorisinin esaslarını birleştirmiş olup, bu ilkelere özellikle 2004 yılında yapılan

³⁵ PULAŞLI, Hasan: Corporate Governance, (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model, Ankara 2003, s.1-3.

³⁶ JENSEN, Michael C.: Value Maximization, Stakeholder Theory, and The Corporate Objective Function, Amos Tuck School of Business at Dartmouth College, Working Paper No.01-09, October 2001, s.8-9, <http://ssrn.com/abstract=220671>, 25.01.2009.

değişiklik ile, şirket menfaat sahiplerinin korunması için ilkeler sevk edilmiştir. Zira, menfaat sahiplerinin haklarının korunması da şirketin devamlılığının sağlanması amacının elde edilmesinde önemli bir unsurdur. Diğer taraftan şirketin devamlılığı amacını en iyi şekilde pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması teorisi açıklamıştır. O halde kurumsal yönetim ilkeleri ile her iki teorinin esasları bir araya getirilmiştir³⁷.

JENSEN'e göre, menfaat sahipleri teorisinin pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması teorisinin alternatifi değildir. İlk teoride şirketi yönetenlerin tek bir amacı (pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması) elde etmesi beklenirken, menfaat sahipleri teorisi tek bir ortaklık amacı belirlememekte, birden çok amaç benimsenmektedir. Ancak birden çok amaç, amaç olarak kabul edilemez (multiple objective is no objective). Diğer deyişle, menfaatleri ön planda tutulacak bir grup ve tek bir temel amaç bulunmayıp, menfaatleri eşit derecede tatmin edilmesi beklenen birden çok menfaat sahibi bulunduğundan birden çok şirket amacı vücut bulmaktadır³⁸.

Öte yandan, bu menfaat sahiplerinin tatmin edilmesi beklenen menfaatleri de çok zaman birbiri ile çelişen menfaatler olabilmektedir. Örneğin, müşteriler, düşük fiyat, yüksek kalite ve iyi hizmet beklerken; çalışanlar, iyi çalışma koşulları, yüksek ücret ve tatil, sağlık harcamaları ve emeklilik ödemeleri gibi ek mali haklar; şirket tedarikçileri ise düşük risk ve yüksek getiri isterler. İşte menfaat sahipleri teorisi, menfaat sahiplerinin yararının dikkate alınması gerektiğini savunmakla birlikte, söz konusu menfaatler genellikle birbiri ile çelişen ve uzlaştırılması mümkün olmayan

³⁷ VELAMURI, S. Ramakrishna/VENKATARAMAN, Sankaran: Why Stakeholder and Stockholder Theories Are Not Necessarily Contradictory: A Knightian Insight, IESE Business School, University of Navarra, Working Paper No.591, May 2005, s.1-2, <http://ssrn.com/abstract=875810>, 03.02.2009.

³⁸ JENSEN: agm., s.9.

menfaatler olduğundan, bunlardan hangisinin ön planda tutulacağına karar verilmesi gerekecek; diğer deyişle yukarıda da belirtildiği gibi birden fazla amacın şirket amacı olarak belirlenmesi mümkün olmayacaktır³⁹.

b. Geliştirilmiş Pay Sahipliği Mevkiinin Değerinin Artırılması Teorisi (Enlightened Shareholder Value Maximization Theory)⁴⁰

Pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması ve menfaat sahipleri teorilerinin olumsuz yönleri dikkate alınarak, “Geliştirilmiş Pay Sahipliği Mevkiinin Değerinin Artırılması Teorisi” (Enlightened Shareholder Value Maximization Theory) ortaya atılmıştır.

Bu teori menfaat sahipleri teorisinin esaslarını kabul etmekle birlikte, ortaklık kararlarının verilmesi ve gerekli seçim ve tercihlerin yapılmasında ortaklık uzun dönem değerinin artırılmasını (maximizing long term value) ortaklık temel hedefi olarak esas alarak, birden çok amaç belirleyen klasik menfaat sahipleri teorisinin sorunlarını ortadan kaldırmaktadır.

PICHET’e göre, menfaat sahipleri teorisinin tamamen kabul edilmesi mümkün değildir; zira bu teori kurumsal yönetim anlayışının özüne terstir. Teorinin tamamen kabulü halinde, yöneticiler ve şirket çalışanları da şirket menfaat sahiplerinden olmaları nedeniyle kendi yararlarını ön plana çıkararak, pay sahiplerine karşı olan yükümlülüklerini göz ardı edebileceklerdir⁴¹.

Ortaklık değeri, pay sahipliği mevkiinin değerinden farklıdır. Zira ortaklık değeri, pay sahipleri yanında ortaklıkla ilgili diğer kişilerin; alacaklıların, imtiyazlı

³⁹ JENSEN: agm., s.13.

⁴⁰ Teorinin adındaki “enlightened” sözcüğünün sözlük anlamı “aydınlatılmış” olup, söz konusu ibare esasen “Pay Sahipliği Mevkiinin Değerinin Artırılması” ve “Menfaat Sahipleri” teorilerinin geliştirilerek yeni bir teori yaratıldığını ifade etmek amacıyla kullanıldığından, “enlightened” sözcüğünün karşılığı olarak “geliştirilmiş” ifadesinin kullanılması uygun görülmüştür.

⁴¹ PICHET, Eric: Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests Should Be Served by the Supporters of Corporate Governance?, Social Science Research Network Working Paper Series, September 2008, s.10-11, <http://ssrn.com/abstract=1262879>, 08.02.2009.

pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin değerini de içermektedir. Pay sahipleri değerinin artırılması esas alındığında, bu durum şirket değerinin artırılması sonucunu doğurmayabilir, bilakis değer azalmasına bile yol açabilir. Örneğin pay sahipleri lehine ve alacaklılar aleyhine alınmış olan kararlar, pay sahipliği mevkiinin değerini artırırken, diğer menfaat sahiplerinin değerini ve dolayısıyla toplam ortaklık değerini azaltacaktır. Teori, ortaklığın en uygun amaç olan uzun dönem ortaklık değerinin artırılmasını temel hedef olarak belirlemekte, iyi yapılandırılmış mali haklar paketlerinin yöneticileri ortaklığın uzun vadedeki değerini artırmaya teşvik edici bir unsur olduğunu kabul etmektedir⁴².

Öte yandan belirtmek gerekir ki, bu teorilerin uygulanmasındaki farklılık hukuk sistemlerindeki farklı yapının da bir sonucudur. Zira, Anglo Amerikan sisteminde (ABD ve İngiltere), sermaye piyasaları çok gelişmiş ve şirket payları, bir pay sahibi ya da pay sahibi grubunun tek başına ortaklığı kontrol edemeyeceği şekilde çok sayıda pay sahibine dağılmıştır. Dolayısıyla, bu sistemde pay sahiplerinin şirket işlerini kontrol etme olanağı ve gücü düşük olduğundan, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması amacı ön plana çıkmıştır. Diğer taraftan Kıta Avrupası'nda, sermaye piyasaları daha az gelişmiş ve pay sahipliği Anglo Amerikan sisteminden farklı olarak yaygın değil, daha blok bir yapı sergilemektedir. Büyük pay sahiplerinin de, şirket işlerini yakından denetlemeleri ve yönetim üzerindeki güç ve etkileri daha belirgindir. Bu durumun bir sonucu olarak Kıta Avrupası'nda menfaat sahiplerinin yararlarının Anglo Amerikan sistemine göre daha fazla dikkate alındığı söylenebilir⁴³.

⁴² JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.17.

⁴³ GELTER: agm., s.20-21.

İşte pay sahipliği yapısının yaygın olduğu Anglo-Amerikan hukuk sisteminde pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve vekalet probleminin çözülmesi amacıyla şirket yöneticileri için teşvik niteliğinde mali haklar sözleşmeleri hazırlanması zorunlu hale gelmiştir. Oysa Kıta Avrupası'nın tipik blok pay sahipliği yapısında bankalar, kurumsal yatırımcılar, aileler ve diğer şirketler, şirket içinde hakim ortak olarak ortaya çıktığından, bilgiye kolaylıkla erişmekte ve yöneticilerin performansını değerlendirmekte, böylelikle hakim ortağın denetim gücü nedeniyle şirket yöneticilerine menfaat aktarılması olasılığı ve buna bağlı olarak teşvik amacıyla mali haklar paketlerine duyulan ihtiyaç azalmaktadır⁴⁴.

2. Anonim Ortaklıkta Yönetici Kavramı

A. Yönetim Kurulu

a. Organ Sıfatı

Anonim şirket, kanunen kişilik tanınan, bu sıfatla hak ve yükümlülükler yüklenen bir tüzel kişidir. Sermaye ortaklıklarında ve özellikle anonim ortaklıklarda kişi ortaklıklarından farklı olarak birbirini tanımayan pek çok pay sahibi bir arada bulunur. Burada malvarlığının sahibi tüzel kişidir. Dolayısıyla ortaklık faaliyeti tüzel kişinin organları marifetiyle yerine getirilir. Genel kurul karar organı, yönetim kurulu geniş anlamda idare ve temsil organı, denetçiler de denetim organıdır⁴⁵.

Sözleşme teorisine dayanan bir görüşe göre, anonim ortaklıklar, tüm ortaklığın toplandığı genel kurul tarafından idare edilir. Anonim ortaklık iradesi o kurulda oluşur; bu iradenin uygulanması için vekalet veya temsil ilişkisi çerçevesinde bazı kişi ve gruplar seçilir; bunlara da yöneticiler veya yönetim kurulu

⁴⁴ **BRAENDLE, Udo C./NOLL Juergen:** Alignment of Interests: Alternative Corporate Governance Through Penalties, Social Science Research Network Working Paper Series, November 2004, s.3-4, <http://ssrn.com/abstract=523082>, 10.02.2009.

⁴⁵ **POROY, Reha (TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin):** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Sekizinci Bası, İstanbul 2000, s.289.

ve denetçiler denir. Tamamen zıt diğer bir görüşe göre ise, anonim ortaklık örgütü içinde üç organ başlı başına birer varlık olarak bulunur ve yetkileri aralarında bölüşür. Hatta organların başlı başına varlık olmaları konusunda daha da ileri gidilerek, onlara ayrı tüzel kişilik izafe etmeyi düşünenler bile olmuştur.

İsviçre ve Türk sistemleri bu iki uç görüş arasında yer alır. Organlara ayrı kişilik tanınmaya kadar gidilmemiştir. Yönetim kurulu ve denetçilerin seçimi ve denetimi genel kurula verilmekle beraber, bu organların da münhasır yetkileri bulunmaktadır⁴⁶.

Bu bağlamda Türk hukuk doktrinininde, yönetim kurulu ile şirket arasındaki ilişkilerin hukuki niteliğine ilişkin olarak baskın görüş vekalet akdi olup, şirketin yetkili organı genel kurulun kararı icap, diğer tarafın zımni veya açık kabulü ile karşılıklı irade beyanları ile sözleşme kurulmuş olur⁴⁷.

Nitekim Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 09.11.1984 tarih ve E.5003/K.5397 sayılı kararında diğer hususlar yanında,

“ ... Dosyadaki yazılara, mahkeme kararında belirtilip Yargıtay kararında benimsenen gerektirici sebeplere, şirket yönetim kurulu üyesi ile şirket arasında bir vekalet sözleşmesinin oluşmasına, BK'nın 386/3. maddesi gereğince sözleşmede hüküm varsa veya teamül gerektiriyorsa vekile ücret verilmesi gerekmesine, TTK. 'nın 333. maddesinin de bu hususu teyit etmesine....”

şeklinde hüküm kurulmuştur⁴⁸.

⁴⁶ **POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU):** age., s.290; Ayrıca bu konuda doktrindeki farklı görüşler için bkz. **ÖZKORKUT:** Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, Ankara 1996, s.7-18 (İptal).

⁴⁷ **ÇEVİK, Orhan Nuri:** Anonim Şirketler, Gözden Geçirilmiş, Genişletilmiş 2. Baskı, Ankara 1979, s.608.

⁴⁸ **ERİŞ, Gönen:** Türk Ticaret Kanunu, Ticari İşletme ve Şirketler, 2. Cilt, 4. Baskı, Ankara 2007, s.1820-1821 (Türk Ticaret Kanunu).

Türk hukukunda, yönetim kurulu anonim ortaklığın zorunlu organlarından biri olup, TTK. md.435 hükmü uyarınca yokluğu anonim ortaklık için fesih sebebi teşkil etmektedir. Yönetim kurulu bir kurul organ niteliğindedir. Ancak kanunun aradığı belli yetersayıda üyenin bir araya gelmesi ile işlem yapabilme yeteneği kazanır. Yönetim kurulunun üçüncü şahıslarla yaptığı işlemler doğrudan doğruya tüzel kişinin hukuk sahasında hüküm ve sonuçlarını meydana getirir.

Organ sıfatını haiz yönetim kurulunun bu niteliği temsilci niteliğinden farklılık göstermektedir. Organ tayininde ortaklar ortaklığı temsil etme hakkını organa naklettikten sonra ortaklık adına hak kazanılması ya da mükellefiyetlerin yerine getirilmesi bakımından hiçbir faaliyette bulunamazlar. Oysa temsil ilişkisinde, temsilci tayin eden kişiler, temsilciye yerine getirmesi için devrettikleri bütün işler üzerinde doğrudan doğruya tasarrufta bulunabilirler; temsilci temsil olunan kişiyi bertaraf edemez⁴⁹.

TTK. md.317 uyarınca anonim ortaklığın yürütme ve temsil organı olan yönetim kurulu daimi organ niteliği taşır. Ortaklığın tüzel kişilik kazanmasından başlayarak, sona ermesine kadar ve hatta belli bir ölçüde tasfiyenin bitimine kadar ortaklığın yönetimi ve temsili yönetim kuruluna aittir⁵⁰.

b. Organizasyon Yapısı

Şirketlerin yönetim yapısı farklı hukuk düzenlerinde birbirinden farklı nitelikler gösterir. Bu bağlamda, bir kısım ülkelerde tek kademeli yönetim kurulu yapısı mevcutken, bir kısım ülkelerde iki kademeli yönetim yapısı yer alır İki kademeli kurul yapılarında yönetici kurul (management board/executive board)

⁴⁹ **EKİNCİ, Hüseyin:** Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu, Adalet Dergisi 22. sayı, Ankara 2009. s.17, <http://www.hukuki.net/hukuk/index.php?article=493>, 28.04.2009.

⁵⁰ **POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU):** age, s.292.

ortaklığın günlük işleyişini yürütür; gözetim kurulu (supervisory board) ortaklık yönetiminin gözetim ve bir nevi denetim işini yerine getirir.

Tek kademeli sistemlerde yönetim kurulu genellikle icracı ve icracı olmayan üyelerden oluşur. İracı üyeler şirketin doğrudan yönetim ve işleyişini yürütürken, icracı olmayan üyeler şirketin günlük işleyişi ve yönetimi içinde yer almaz, daha çok gözetim görevini yerine getirir; ancak şirkette hayati önem arz eden iş ve sözleşmelerde (major transactions) yönetime ve kararlara dahil olur. Bu tür bir yapıda icracı yönetim kurulu üyeleri, şirketin günlük işlerini yürüten yönetim kadrosunu ve şirket çalışanlarını tayin eder.

İki kademeli kurul modelinde ise gözetim kurulu hiçbir koşulda (önemli iş ve sözleşmeler dahil) şirket yönetimine dahil olmaz. Zira bunun içindir ki, yönetici kurul ve gözetim kurulu birbirinden tamamen ayrılmıştır. İki kademeli yönetim kurulu yapılarında, tek kademeli yapılarda ortaya çıkan, icracı olan yönetici kurul üyelerinin çoğunlukla şirket yönetim kademesinden gelmesi ve şirket yönetim kademesini de yönetici kurulun⁵¹ seçmesi nedeniyle adeta yönetim kurulunun kendi kendini denetlemesi durumu engellenmektedir⁵².

İki veya tek kademeli olsun, hukuk sistemlerinin çoğunda yönetim kurulu, genel kurul tarafından seçilen üyelerden oluşan yönetim organıdır. Bu şekilde seçilen yönetim kurulu üyelerinin bu sıfatı, ölüm, genel kurul tarafından azil, istifa gibi nedenlerle sona erer. Bu nedenler hemen hemen tüm hukuk düzenlerinde ortaktır. Diğer taraftan bazı hukuk sistemlerinde, yönetim kurulunun çoğunlukla alacağı bir karar ile yönetim kurulu üyeliği sıfatına son verilmesine imkan tanınmıştır. Yönetim

⁵¹ Bu konuda bilgi için bkz. dipnot no.62.

⁵² **GLAUB, Tien:** Convergence and Divergence in a Two-Tier Board Model for U.S. Corporate Governance, Unpublished Papers, The John Marshall Law School, Chicago, 2009, s.5-6, http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=tien_glaub, 15.04.2009.

kurulu üyeliğine bu şekilde son verme yetkisinin tanındığı sistemlerde genellikle yönetim kuruluna haklı sebep ve gerekçe gösterme zorunluluğu da getirilmiştir.

Yönetim kurulunda görev yapan üyelerin şirket yönetiminde yer alması ve şirkette önemli ölçüde pay sahipliği bulunması gibi durumlarda bu tür üyeler şirket içinden (inside directors), şirket yönetim kademesinden gelmemesi ya da şirkette önemli ölçüde pay sahipliği bulunmaması halinde ise dışarıdan yönetim kurulu üyesi (outside directors) olarak adlandırılmaktadır⁵³.

Türk hukukunda, TTK. md.312 uyarınca yönetim kurulu en az 3 üyeden oluşur; üye sayısı için herhangi bir üst sınır öngörülmemiştir. Dolayısıyla, yönetim kurulu üye sayısı ortaklık esas sözleşmesi ile serbestçe belirlenebilir. Yine esas sözleşme ile asgari ve azami sayılar verilerek, bu aralıkta kalmak kaydıyla üye sayısını takdir yetkisi genel kurula verilebilir. Uygulamada yönetim kurulu üye sayısı genellikle tek sayı olarak belirlenmektedir⁵⁴.

Anonim ortaklıklarda organları seçme yetkisi yukarıda da ifade edildiği gibi genel kurula aittir. Yönetim kurulu üyeleri en çok 3 yıl için seçilebilirler. Esas sözleşmede aksi öngörülmemişse tekrar seçilmeleri mümkündür (TTK. md.314).

Mevcut TTK. uyarınca ancak gerçek kişiler yönetim kurulu üyesi olabilir⁵⁵. Pay sahibi olan tüzel kişiler ise yönetim kurulu üyesi seçilemezler, ancak kendi temsilcilerini üye seçtirebilirler. Yönetim kurulu üyeleri ilke olarak pay sahipleri arasından seçilir. Pay sahibi sıfatı taşımayan şahsın yönetim kuruluna üye seçilmesi halinde, göreve başlayabilmek için pay sahibi niteliği kazanması, yani en az bir paya

⁵³ **ÖZKORKUT:** Bağımsız, s.4.

⁵⁴ **POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU):** age, s.292.

⁵⁵ TTK. Tasarısının 359. maddesinin ikinci fıkrası ile tüzel kişilerin yönetim kurulu üyesi olabilmelerine olanak tanınmıştır. Ancak anılan hüküm gereği tüzel kişi ile birlikte, tüzel kişi adına, tüzel kişi tarafından belirlenen, sadece bir gerçek kişi de tescil ve ilân olunur; ayrıca tescil ve ilânın yapılmış olduğu, şirketin internet sitesinde hemen açıklanır. Tüzel kişi adına sadece, bu tescil edilmiş kişi toplantılara katılıp oy kullanabilir.

sahip olması aranmaktadır. TTK. md.275 gereğince, devlet, vilayet, belediye gibi kamu tüzel kişilerinin yönetim kuruluna temsilci göndermeleri halinde, tüzel kişinin ve temsilcinin pay sahibi sıfatı taşıması zorunluluğu yoktur.

TTK.'nda yönetim kurulu üyelerinin ehliyeti konusunda açık bir hüküm bulunmamakla beraber, Sermaye Şirketlerinin Genel Kurul Toplantıları ve Bu Toplantılarda Bulunacak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Komiserleri Hakkında Yönetmelik (Komiser Yönetmeliği)'in md.15/b hükmü gereği yönetim kurulu üyesi olabilmek için fiil ehliyeti şartı aranmıştır.

Yönetim kuruluna üye seçilecek kimsenin memur (DMK md.28/Komiser Yönetmeliği md.15/b) ya da şirkette aynı zamanda denetçi olmaması gerekir (TTK. md.347/Komiser Yönetmeliği md.15/e).

c. Temel Görevleri

Yönetim kurulunun rolü ve sorumlulukları her bir şirketin yapısı ve faaliyet konusuna göre değişiklik gösterir. Bununla birlikte, pek çok hukuk düzeninde ortaklık yönetim ve temsiline ilişkin bir takım ortak görev ve yükümlülükler öngörülmüş; ayrıca yönetim kurulu üyeleri için sadakat ve özen yükümlülüğü, ortaklıkla işlem yapma ve rekabet yasağı getirilmiştir.

Türk hukuku yönünden ise, anonim ortaklıkta ortaklığın idare ve temsili yönetim kuruluna aittir (TTK. md.317). Yönetim kurulu gerek iç ilişkide ortaklara karşı, gerek dış ilişkide üçüncü kişilere karşı ortaklığı temsil eder. Dolayısıyla, esas sözleşmede ortaklık yönetim ve temsilin bölünmesi (TTK. md.319) konusunda bir hüküm yer almıyor ise, ortaklığın yönetim ve temsili yönetim kurulunca yerine getirilir. Ancak ortaklığın yönetim ve temsili yasada yer alan hüküm çerçevesinde devredilmiş olsa dahi, yasanın yönetim kuruluna yüklediği görevler (genel kurulu

toplantıya çağırmak, bilanço düzenlemek gibi) yine yönetim kurulu tarafından kullanılır.

Yönetim kurulunun görevleri TTK.'nın muhtelif maddelerinde açıklanmıştır. Öte yandan esas sözleşme ile de yönetim kuruluna kanunda belirlenenler dışında başkaca yetkiler verilebilir⁵⁶.

Bu çerçevede yönetim kurulunun görevlerinin, yönetim ve temsil görev ve yetkisi, ortaklık defterlerinin tutulması, genel kurulun toplantıya çağırılması ve genel kurul kararlarının yürütülmesi, bilançonun ve kar-zarar hesabının düzenlenmesi, TTK. md.324 uyarınca ortaklık malvarlığının azalması halinde öngörülen görevler, sermaye artırımı ve azaltımı halindeki görevler, ortaklığın sona ermesi ve tasfiyesindeki görevler ile tescil ve ilan görevi olarak sınıflandırılması mümkündür⁵⁷.

Bu bağlamda yönetim kurulu, tutulması gereken yevmiye defteri, defteri kebir, envanter defteri ve karar defteri dışında anonim şirket tarafından tutulması gerekli diğer defterleri tutmak zorundadır (TTK. md.325,326,428).

Öte yandan yönetim kurulu, bilanço ile kâr ve zarar cetvelinin düzenlenmesi, yıllık raporun düzenlenmesi ve kâr dağıtımı önerilerinin hazırlanması yönetim kurulunun görevleri arasındadır (TTK. md.327). Yine genel kurulun toplantıya çağırılması, gündemin hazırlanması, ilanı, toplantı sırasında ortakların ortak sıfatlarının tespiti görevleri yönetim kuruluna verilmiştir (TTK. md.365-366, 375-378, 389).

Diğer taraftan yukarıda da ifade edildiği gibi, genel kurul kararlarının yürütülmesi, genel kurul kararlarının iptalinin istenilmesi, sermayenin arttırılması veya azaltılması ile ilgili formalitelerin yerine getirilmesi, tahviller ile ilgili

⁵⁶ **ERİŞ:** Türk Ticaret Kanunu, s.218.

⁵⁷ **ÇAMOĞLU (POROY/TEKİNALP):** age, s.293-294.

görevlerin yerine getirilmesi, izahnamenin düzenlenmesi, yayınlanması ve ilanı, genel kurulun toplantıya çağırılması, genel kurulca verilecek kararın mahkemenin onayına sunulması, gerektiğinde tahvil senetleri genel kurulunun toplantıya çağırılması ve bu toplantıdan önce dolaşımdaki tahvillerin bir listesinin görülebilecek bir yere asılması ile memur ve müstahdemlerin tayini ve azli konusundaki yetki esas sözleşmeyle genel kurula verilmemişse yönetim kuruluna aittir. Ayrıca, kanunun emrettiği durumlarda tescil ve ilanın yaptırılması da yönetim kuruluna düşer.

Söz konusu görevlere ilaveten, ortaklık malvarlığı esas sermayenin yarısı oranında azalmışsa, yönetim kurulu durumu derhal genel kurula bildirmek, ortaklığın aciz halinde bulunduğu şüphesi varsa hemen bir ara bilanço düzenlemek ve yine durumdan genel kurulu haberdar etmek zorundadır. Ortaklığın aktifleri borçlarına yetmiyorsa, yönetim kurulu mahkemeye başvurarak iflasını istemek zorundadır.

TTK.'da düzenlenen anılan yetki ve görevlere ilave olarak, SPKn (Sermaye Piyasası Kanunu) ile de yönetim kuruluna bir takım yetki ve görevler verilmiştir. Şöyle ki; SPKn'nın "Kayıtlı Sermaye" başlıklı 12. maddesinde, hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıkların, Kuruldan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilecekleri, bu halde ortaklığın esas sermayesinin çıkarılmış sermaye olacağı ve bu tutarın sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından TTK.'da esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın artırılabilceği hükme bağlanmıştır.

Anılan madde uyarınca, kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda yönetim kurulunun; imtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması, pay

sahiplerinin yeni pay almak haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi mümkün olup, bunun için yönetim kurulunun esas sözleşme ile yetkili kılınması şarttır.

Yönetim kurulunun bu maddedeki esaslar çerçevesinde aldığı kararlar aleyhine, TTK. md.381/I hükmünde sayılan hallerde yönetim kurulu üyeleri, denetçiler veya hakları ihlal edilen pay sahipleri, kararın ilanından itibaren otuz gün içinde anonim ortaklık merkezinin bulunduğu yer ticaret mahkemesinde iptal davası açabilirler.

SPKn'nun 13. maddesi ile de, tahvil ve diğer borçlanma senedi ihracında yönetim kuruluna yetki verilmiştir. Anılan maddede tahvil ihracına ilişkin ayrıntılara yer verilmiş, maddenin son fıkrasında ise, tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç yetkisinin, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebileceği, bu takdirde TTK. md.423 ve 424 hükümlerinin uygulanmayacağı düzenlemesine yer verilmiştir. Böylelikle, esas sözleşmeye konulacak bir hükümle genel kurulun yetkisinde olan tahvil ve diğer borçlanma senetlerini ihraç yetkisi yönetim kuruluna verilebilmektedir⁵⁸.

B. Diğer Yöneticiler

a. CEO

aa. Genel Olarak

CEO, sözlük anlamına bakıldığında, görev tanımı ve konumu her bir şirketin yapılanmasına bağlı olarak değişiklik göstermekle birlikte; genel olarak bir şirkette yönetimin başı olarak görev yapan ve yönetim kurulu tarafından belirlenmiş olan şirket strateji ve politikalarını hayata geçiren kişidir.

⁵⁸ ÖZKORKUT: İptal, s.81.

CEO'lar, şirket misyonu ve vizyonunu belirlemek yanında yatırımcı ve menfaat sahipleri ile ilgili faaliyetleri, ayrıca üst yönetimin işe alınma ve işe son verme sürecini yürütür. Ayrıca şirkette yönetim kadrosu ile yönetim kurulu arasındaki ilişkiyi sağlayan, şirket işlerine ve geleceğine yön veren kişi konumundadır. Şirketle ilgili olarak yürütülen önemli iş ve işlemlerden yönetim kuruluna raporlama yapar⁵⁹.

Bununla birlikte belirtmek gerekir ki, CEO hukuki olarak tanımı yapılmış, mevzuat ile yetki, görev ve sorumlulukları çizilmiş bir kavram değildir. Ancak uygulamada şirket içinde üstlendikleri önemli rol ve kurumsal yönetim ilkelerine yansımaları nedeniyle doğrudan hukuki bir yaklaşım olmamakla birlikte, finans ve yönetim bilimi kavramı olarak karşımıza çıkan CEO'nun, yöneticilerin mali haklarına ilişkin bu çalışmada incelenmesi gereği doğmuştur.

CEO ile yönetim kurulu başkanı sıfatlarının genellikle birleştiği Anglo-Amerikan hukukunda, CEO kavramının daha çok uygulamanın doğurduğu bir kavram olduğu, hukuken tanınmış ve tanımlanan, kendisine hukuki sonuç bağlanan bir terim olmadığı; bu kavramın hukuki karşılığının ise “murahhas üye” (managing director) olarak görülebileceği kabul edilmektedir⁶⁰.

Esasen murahhas üyelik kavramının hukuken tanınması da zaman içinde olmuştur. Murahhas üyelik, ek yetkilerle donatılmış, bu nedenle daha fazla mali hak tanınan yönetim kurulu üyeliği olarak görülmüş; yönetim kurulu üyeliğinden tamamen farklı bir konum olarak addedilmemiştir. Ancak sonraları bu görevi yerine

⁵⁹ CEO genel tanımı için bkz. Business Dictionary <http://www.businessdictionary.com/definition/chief-executive-officer-CEO.html>, 15.04.2009; Management Encyclopedia, http://www.12manage.com/description_chief_executive_officer.html, 15.04.2009.

⁶⁰ Ancak hemen belirtmek gerekir ki, bu nitelendirme, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduğu durumlar içindir. CEO'nun yönetim kurulunda yer almaması halinde şirket ile ilişkisi sözleşmeye dayanmakta olup, murahhas müdür gibi muhtelif nitelendirmeler yapılması mümkündür. Öte yandan, CEO'nun hukuki niteliğine ilişkin ayrıntılar için bkz. s. 34-40.

getiren yönetim kurulu üyelerine ek sorumluluklar verilebilmesi için, bu görevin hukuken düzenlenmesi yoluna gidilmiştir. Bu noktada, murahhas üyelerin temsilci olarak kabul edilerek bu hükümlerin uygulanması düşünülmüş, ancak temsilcilik hükümlerinin bir taraftan uygulama ile bağdaşmayacağı, diğer taraftan çok basit kalacağı gerekçesi ile murahhas üyeliğin ayrıca düzenlenmesi gerektiği kabul edilmiştir⁶¹.

Uygulamaya bakılacak olursa, CEO'lar, tek kademeli (one-tier) yönetim kurulu yapısının bulunduğu bazı ülkelerde (ABD, Japonya) aynı zamanda yönetim kurulu başkanı iken, bir kısım ülkelerde ise bu görevler farklı kişilerce yürütülür. İki kademeli yönetim kurulu yapısının olduğu ülkelerde ise, CEO'lar yönetici kurulun (management board) başında iken, gözetim kuruluna (supervisory board) başkanlık etmez. Bu yapıdaki şirketlerde CEO gözetim kurulu başkanına raporlama yapar ve bilgi verir⁶².

⁶¹ **KIRKBRIDE /LETZA:** agm., s.136-138.

⁶² İki kademeli yönetim yapısının bulunduğu sistemlerde (Almanya) yönetici kurulun görevi şirketi yönetmek ve işleyişini sağlamak, gözetim kurulunun görevi ise yönetici kurul üyelerini tayin etmek, denetlemek ve gerektiğinde görevlerine son vermektir. Gözetim kurulu şirket yönetiminden değil, yönetici kuruldan ve bu kurulun kararlarının şirket stratejisi, esas sözleşme ve mevzuata uygunluğunun gözetim ve kontrolünden sorumludur. Gözetim kurulu doğrudan şirket yönetimine dahil olamaz. Bununla birlikte, esas sözleşme ile bazı yönetici kurul kararlarının gözetim kurulu onayına sunulması zorunluluğu getirilebilir. Öte yandan, bu modelde de gözetim kurulunun fonksiyonunu ne denli etkin olarak yerine getirdiği hususu tartışmalıdır.

Zira özellikle, mahkemelerin özen borcunun yerine getirilmiş ve iyi niyetle hareket edilmiş olması halinde yönetici kurul üyelerinin sorumluluğuna hükmetmedikleri, uygulamada yönetici kurul üyelerinin sorumluluğuna hükmedilen durumların şirketle rekabet yasağına aykırılık ve şirket malvarlığını kendi menfaatleri doğrultusunda kötüye kullanma gibi fiillerle sınırlandırılmış olduğu, öte yandan yönetici kurul üyelerinin sorumluluğuna hükmedilmesi halinde zincirin bir parçası olarak gözetim kurulu üyelerine de yönetici kurulu yetersiz denetleme nedeniyle sorumluluk atfedilme olasılığı sebebiyle gözetim kurulunun sorumluluk davası açmakta isteksiz olduğu görülmektedir. Diğer taraftan bir çok şirket, eski yönetici kurul üyelerinin tecrübelerinden faydalanmak üzere onlara gözetim kurulunda üyelik önermektedir. Özellikle yönetici kurul başkanının, bu görevinden sonra çoklukla gözetim kurulu başkanlığı görevine getirildiği görülmektedir. **HOPT, Klaus J./LEYENS Patrick C.:** Board Models in Europe; Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy, ECGI Working Paper Series In Law, Working Paper No.18/2004, January 2004, s. 5-6, <http://ssrn.com/abstract=487944>, 08.11.2009.

Mali hakların teorik temelleri ve tarihsel gelişiminin anlatıldığı bölümlerde açıklandığı üzere⁶³ CEO'nun ortaklıktaki rolü uygulamada, hukuken üstlendiği rolden daha güçlü olmuş ve şirketler fiilen pay sahipleri tarafından seçilen yönetim kurulu üyeleri tarafından değil, yönetim kurulunun seçtiği CEO tarafından yönetilir olmuşlardır. Yönetim kurulları ise nispeten pasif bir konum işgal eder hale gelmişlerdir.

Bu somut durumun gerekçelerine de muhtelif başlıklar altında yeri geldikçe yer verilmiştir. Özetlemek gerekirse; yönetim kurulu üyelerinin şirket içinden gelen kişiler olması (inside directors) olması ve bu kişilerin gelecekteki kariyerleri için şirketin en başı konumundaki CEO'lar ile iyi geçinme arzuları; şirket dışından olan yönetim kurulu üyelerinin (outside directors) ise yine CEO tarafından bir liste halinde önerilmesi sebebiyle bu üyelerin de CEO ile çatışma ortamına girmemeleri, bu şekilde yönetim kurulunun adeta tek taraflı olarak CEO'nun iradesi ile belirlenmesi nedeniyle, şirketin yönetimi tamamen CEO'nun ellerine kalmakta, ayrıca yönetim kurulu toplantılarının gündemini hazırlayıp toplantıların akışını kontrol etmesi CEO'yu tek yönetici, yönetim kurulunu da bir dekor haline getirmektedir.

Zira mevzuatta böyle bir yetki tanınmasa da uygulamada ABD'de, CEO'nun yönetim kurulu üyelerini belirleme sürecini yönettiği görülmektedir. Bu durum doktrinde, pay sahipleri tarafından seçilen ve şirketteki diğer yöneticileri seçmesi, denetlemesi, başarılarını değerlendirerek gerektiğinde görevlerine son vermesi beklenen yönetim kurulu üyelerinin, bu yöneticiler; diğer bir deyişle yönetimin başı

⁶³ Bkz. s.10-18.

olan CEO'nun yönetim kurulu üyesi adaylarının belirlenmesindeki fiili etkisi nedeniyle etkisiz kaldıkları şeklinde vurgulanmıştır⁶⁴.

Konuya ilişkin olarak, ABD Fortune 500 şirketi⁶⁵ baz alınarak CEO'ların yönetim kurulu üyelerini belirleme sürecindeki etkilerini inceleyen söz konusu çalışmada, şirketlerin %25'inde CEO'ların yönetim kurulu aday gösterme komitesinde yer aldıkları, şirketlerin %22'sinde aday gösterme komitesinin mevcut olmadığı, ancak CEO'nun da dahil olduğu tüm yönetim kurulunun aday gösterme faaliyetini yürüttüğü, şirketlerin %53'ünde ise CEO'nun şeklen aday gösterme sürecinin dışında kaldığı; bununla birlikte aday gösterme komitelerinin CEO'nun görüşünü ya da adayları belirledikten sonra onayını aldığı tespit edilmiştir⁶⁶.

İşte bu yapıda CEO'nun kontrolsüz gücü nedeniyle ortaya çıkan sakıncalar öğretide tartışma konusu yapılmış; yönetim kurulunun konumunu güçlendirmeye yönelik çabalar ve bu doğrultuda şirket içi gözetim mekanizmasının iyileştirilmesine yönelik çalışmalar artmış, özellikle kurumsal yönetim düzenlemelerinde bu hususa önemle yer verildiği görülmüştür⁶⁷.

Öte yandan, CEO'nun gücünün sınırlandırılmasına ilişkin bir kısım öneriler getirilmiş ve bunlar kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında hayata geçirilmeye çalışılmış olup, aşağıda söz konusu önerilere ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

Diğer taraftan ABD'de, Enron, WorldCom gibi skandallar sonrasında bir tepki yasası olarak yürürlüğe konulduğu kabul edilen Sarbanes Oxley Yasasında, CEO'nun denetimsiz gücünü engelleyebilmek amacına yönelik olarak;

⁶⁴ SIVDASANI, Anil/YERMACK, David: CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis, Newyork University Center for Law and Business, Working Paper 98-015, February 1998, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=169528, 04.11.2009.

⁶⁵ Fortune 500, en yüksek net ciroya sahip, 500 şirketin sıralı listesidir. Bu liste, her yıl Fortune dergisi tarafından hazırlanır ve yayınlanır.

⁶⁶ SIVDASANI/YERMACK:agm., s.6-7.

⁶⁷ PULAŞLI, Hasan: Anonim Şirketler Hukukunda CEO'nun Hukuki Durumu, Batider Haziran 2007, Cilt XXIV, Sayı:1, Ankara 2007, s.25-26.

- Şirket yöneticilerinin, şirket çalışanlarının ya da onların lehine hareket eden kişilerin, bağımsız denetçileri ya da yeminli mali müşavirleri finansal tabloların denetimi işlerinde etkilemeleri ve yanıltmaları yasaklanmış (Section 303)

- Şirket üst düzey yöneticilerine yapılan ücret ve maaş ödemelerinin geçici olarak dondurulması hususunda SEC'nin yetkili olması

- Yönetim kurulu üyeleri, CEO ve CFO⁶⁸ gibi üst düzey yöneticilerin SEC'de tescil edilmiş şirketlerdeki görevlerini sona erdirmek hususunda SEC'nin yetkili olabilmesi

gibi düzenlemeler getirilmiştir⁶⁹.

bb. CEO Kavramının Hukuki Niteliği

CEO'nun hukuki duruma ilişkin olarak yukarıda, bu konunun, hukuki tanımlaması yapılmış, mevzuat ile yetki, görev ve sorumlulukları çizilmiş bir görev olmadığı, ancak uygulamada şirket içinde üstlendikleri önemli rol ve kurumsal yönetim ilkelerine yansımaları nedeniyle doğrudan hukuki bir yaklaşım olmamakla birlikte, finans ve yönetim bilimi kavramı olarak karşımıza çıkan CEO'nun, yöneticilerin mali haklarına ilişkin bu çalışmada incelenmesi gereği doğduğu, doktrinde CEO kavramının daha çok uygulamanın getirdiği bir kavram olduğunun kabul edildiği, bu kavramın hukuki karşılığının ise “murahhas üye” (managing director) olarak görülebileceğinin ortaya konulduğu hususlarına yer verilmiştir⁷⁰.

Nitekim Amerikan mahkemeleri şirket CEO'larının yargılandığı bir kısım davalarda CEO ve murahhas üye görevinin pratikte ve hukuki olarak aynı konum

⁶⁸ CFO, “Chief Financial Officer” teriminin kısaltması olup, Şirket içinde mali işlerden sorumlu en yetkili kişiyi ifade eder.

⁶⁹ **PULAŞLI:** age, s.37; Sarbanes Oxley Act, http://www.sarbanes-oxley.com/displaysection.php?level=2&pub_id=Sarbanes-Oxley&chap_id=PCAOB3&message_id=24. 20.04.2009.

⁷⁰ Bkz. s.30-33.

olarak değerlendirilmesi gerektiğine hükmetmişlerdir. Ancak yinelemek gerekirse, mahkeme kararlarına yansımakla birlikte CEO kavramına hukuki metinlerde yer verilmemiş; hukuki metinlerde Murahhas Üye kavramı yer almış olup, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduğu hallerde -ki Anglo-Amerikan ülkelerinde genellikle durum budur- hukuki nitelendirmesi doktrinde ve yargı içtihatlarında Murahhas Üye olarak yapılmıştır⁷¹.

İşte mahkemelerin hukuki anlamda ve uygulamada Murahhas Üyelik ile eşdeğer gördükleri CEO'luk konumunun, bu göreve getirilen kişilere yasal olarak ek yetkiler vermediği, sadece şirket içinde yönetsel olarak bir unvan sağladığı, bir başka ifade ile ayrıntıları, yetki ve görevleri yasa ya da benzer hukuksal düzenlemeler ile belirlenmiş bir CEO konumunun bulunmaması nedeniyle bu göreve seçilen kişilerin de otomatik olarak bu hak ve yetkileri haiz bir duruma gelmediği Anglo-Amerikan hukukunda yargı kararları ile kabul edilmiştir. CEO'nun eş değer tutulduğu Murahhas Üyelik (managing director) kavramı ise, yönetim kurulu üyeliği (director) ile yöneticilik (manager) kavramını birleştiren bir görevdir. Dolayısıyla, Murahhas Üye esasen bir yönetim kurulu üyesidir; bu sıfat yanında yönetici (manager) sıfatı tanınan ek yetki ve haklar, bu yönetim kurulu üyesi ile yapılan sözleşmenin kapsamı içinde belirlenmektedir⁷².

İşte, Amerikan hukukunda yasa ya da diğer hukuksal düzenlemelere yansımayan, bu düzenlemeler ile ek yetki ve görevler verilmeyen Murahhas Üyelik (ve buna eş değer görülen CEO) konumunun ve pratikte bu görevdeki kişilerin otorite, etki ve “nüfuzunu” açıklayacak yaklaşımlar geliştirilmiştir⁷³.

⁷¹ **KIRKBRIDE /LETZA:** agm., s.137.

⁷² **KIRKBRIDE /LETZA:** agm., s.138; Ayrıca Murahhas Üye, Murahhas Müdür ve Müdürler arasındaki farklılıklar için bkz. s. 43-45.

⁷³ Türk hukukuna ilişkin olarak ise, TTK. md.319 ile Murahhas Üyelik açıkça düzenlenmiştir.

Bunlardan ilki yönetim kurulu ile Murahhas Üye arasındaki *vekalet ilişkisine dayanan yaklaşımdır*. Buna göre, Murahhas Üyenin yetkisi, yönetim kurulu ile arasındaki ilişkiden kaynaklanmaktadır. Yönetim kurulu kendi içinden bir üyeyi Murahhas Üye olarak görevlendirir; öte yandan yönetim kurulu her zaman için bu yetkiyi geri alabilir. Ancak yukarıda da açıklandığı gibi Murahhas Üyelik, içinde, hem yönetim kurulu üyeliği hem de yöneticilik görevlerini barındırır. Yönetim kurulunun, üyenin Murahhaslık sıfatına son vermesi halinde, şirket ile Murahhas Üye arasında yöneticilik konumuna yönelik bir hizmet akdi var ise, Murahhas Üyenin bu sözleşmeden doğan hakları saklıdır.

Vekalet yaklaşımına göre, yönetim kurulu, yetkilerinin bir kısmını veya tamamını devrederek, kendi içinden bir üyeyi Murahhas Üye olarak belirler. Bu yetki devrinin içeriği yine yönetim kurulunun iradesine göre belirlenir. Dolayısıyla Murahhas Üyelik ya da CEO'luk, kendisine hukuki düzenlemeler ile yetkiler verilen bir konum değil, yetkileri yönetim kurulunun iradesi ile belirlenen ve içeriği her bir Murahhas Üyelik konumu için farklı olarak belirlenebilecek bir görevdir⁷⁴.

Vekalet yaklaşımının ekonomi bilmindeki yansıması da yukarıda açıklandığı üzere vekalet teorisi ile olmuştur. Teori aynı çıkış noktası ile, mülkiyet kontrol ayrımı sonucu yöneticilerin, şirket ortakları lehine hareket etmeyerek kendi menfaatlerini ön plana çıkarabilecekleri, bunun için de teşvik mekanizmalarına

⁷⁴ **KIRKBRIDE/LETZA:** agm., s.139; Ayrıca, Türk hukukunda da benzer bir düzenleme mevcuttur. TTK'nin 319. maddesinde, "Vazifelerin Azalar Arasında Taksimi" düzenlenmiştir. TTK'nin 319. maddesi hükmüne göre; "Esas mukavelede idare ve temsil işlerinin idare meclisi azaları arasında taksim ediliş edilmeyeceği ve taksim edilecekse bunun nasıl yapılacağı tespit olunur. İdare meclisinin en az bir azasına şirketi temsil salahiyeti verilir. Esas mukavele ile temsil salahiyetinin ve idare işlerinin hepsini veya bazılarını idare meclisi azası olan Murahhaslara veya pay sahibi olmaları zaruri bulunmayan müdürlere bırakabilmek için umumi heyete veya idare meclisine salahiyet verilebilir."

ihtiyaç duyulduğunu, performansa dayalı mali hakların da bunların başında geldiğini savunur⁷⁵.

Konuya ilişkin bir diğer yaklaşım da “*ikinci şahsiyet*” (*alter ego*) yaklaşımıdır. Bu yaklaşım kaynağını ceza hukukundaki gelişmelerden almış olup, şirket ile şirket yetkilileri arasındaki ilişkiye yönelik tartışmaların bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Zira tüzel kişilere yıllar boyunca, tutukluluk gibi tedbirler ve hürriyeti bağlayıcı cezalar uygulanmamıştır. Bu durumda sorumluluğun ve cezanın yöneltileceği kişilerin tespiti için şirketin karar ve iradesini ortaya koyanın belirlenmesi gerekmektedir.

Bu konuda bir İngiliz Mahkemesinin 1944 yılında verdiği bir kararlarda⁷⁶,

“ ... bir şirketin, bir iş/işlemin doğru, yanlış ya da yanıltıcı nitelikte olup olmadığını anlaması ve dolayısıyla o iş/işlem nedeniyle sorumlu olup olmadığını tespiti noktasında, şirket yönetim kurulu üyeleri ya da üst düzey yöneticileri şirket adına işlem yapan kişiler diğer deyişle şirketin vekili durumunda olsalar da, aslında vekilden daha öte bir konumdadırlar. Zira bir şirket hareket etmek, konuşmak, düşünmek gibi insansı yetilere sahip olmayıp, bunu ancak sayılan kişiler aracılığıyla gerçekleştirebilmektedir....”

hususlarına hükmedilmiştir⁷⁷.

Bu durumda, şirketin eli olan kişinin, şirketin iradesini dış dünyaya yansıtanın kim olduğunun tespiti gerekir. Burada da, şirketin günlük işleyişinin kontrolünü elinde bulundurma ya da belli kişi ya da kişilerin talimatına tabi olmamak anlamında şirket içinde bir başka kişiye karşı sorumlu olmama gibi kriterler esas

⁷⁵ **KIRKBRIDE/LETZA:** agm., s.140.

⁷⁶ R v. ICR Road Haulage Ltd; DPP v. Kent and Sussex Contractors; Moor v. Brester, **KIRKBRIDE/LETZA:** agm., s.141.

⁷⁷ **KIRKBRIDE/LETZA:** agm., s.141.

alınmıştır. Söz konusu yaklaşım, bu konuda vekalet teorisine alternatif olarak geliştirilmiş bulunan temsil teorisi (stewardship theory)⁷⁸ tarafından esas alınmaktadır.

Ancak belirtmek gerekir ki bu yaklaşım daha çok yöneticilerin, şirket işleri nedeniyle cezai sorumluluklarının belirlenmesinde kullanılmış; örneğin şirketin ürettiği bir ürün sebebiyle ortaya çıkan ölüm ya da yaralanmalar gibi durumlarda kimin sorumlu olduğu noktasında bu yaklaşıma başvurulmuştur. Fakat zamanla yöneticilerin, sırf şirketin tepe noktasındaki kişiler olmaları nedeniyle ağır cezai müeyyidelere maruz kalmaları, küçük şirketlerde sorumluluğun belirlenmesinin nispeten kolay olmasına karşın büyük şirketlerde sorumluluğun çeşitli kişilere, yöneticilere ve bölümlere dağıtılması sebebiyle somut olaya yönelik olarak sorumlu yöneticilerin tespitinin güçleşmesi ve anılan yaklaşımın uygulanması ile ulaşılan sonucun her zaman adil bir sonuç olmayabileceği noktasından hareketle, özellikle ceza hukuku alanındaki sorumlulukların belirlenmesinde, salt konumları nedeniyle

⁷⁸ Bu teoriye göre, pay sahipleri ile yöneticiler arasında bir menfaat çatışması yoktur. Yönetimin amacı, iki taraf arasında maksimum etkinlik ve koordinasyonu sağlayacak mekanizma ve yapıyı bulmaktır. Yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda hareket edecekleri bir veri olarak kabul edilemez. Yöneticilerin davranışları, pay sahiplerinin menfaatleri dikkate alınarak şekillenir. Bu teori, yöneticilerin menfaatlerinden ziyade tarafların amaçlarını esas alır ve ön plana çıkarır. Yöneticilerin söz konusu “amaçları”, pay sahiplerinin menfaatleri “maksimize” edilince en yüksek noktaya ulaşır. O halde, yöneticilerin amaçlarının gerçekleşmesinde hedef ve kriter pay sahipliği mevki değeri maksimumdur. **PASTORIZA, David/ARINO, Miguel A.:** When Agents Become Stewards: Introducing Learning in The Stewardship Theory, 1st IESE Conference “Humanizing The Firm & Management Profession” Barcelona, IESE Business School, June 30-July2 2008, s.5-6, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295320, 01.11.2009.

Söz konusu teori Donaldson ve Davis tarafından geliştirilmiş olup, teoriye göre şirket yöneticilerinin ve CEO’ların performans değişiklikleri şirket içi organizasyondan ve bu organizasyon ve yapının yöneticiye en etkin çalışma olanağını sağlayıp sağlamadığı hususlarından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, CEO’nun şirket ve pay sahipleri için en iyi performansı göstermesi, onun güçlü bir konumunun olmasına bağlıdır. Dolayısıyla CEO’nun şirkette aynı zamanda yönetim kurul başkanı olması, bu amacın gerçekleşmesinde önemli bir etkidir. **DONALDSON, Lex/DAVIS, James H.:** agm., s.51-52.

yöneticilerin sorumluluğuna gidilmesi yerine, cezayı gerektiren eylemde bireysel sorumluluğu bulunan kişi ve çalışanların da belirlenmesi gerektiği kabul edilmiştir⁷⁹.

Anılan yaklaşım esasen şirket tüzel kişiliğinin varlığını kabul etmeke, mahkeme kararında belirtildiği gibi gerçek kişilere ait olan yetilerin şirket organları tarafından yerine getirildiğini ortaya koymaktadır. Bu açıdan alter ego yaklaşımının tüzel kişilikle ilgili teoriler arasında yer alan gerçeklik teorisine yaklaştığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Gerçeklik teorisine göre, gerçek kişilerin maddi anlamda organları (el, ağız, göz vs.) bulunmamakla birlikte tayin ettikleri ya da seçtikleri organları vardır. Teoriye göre, hak ve yetkileri bu organlar aracılığıyla kullanılır. Tüzel kişinin organları tıpkı gerçek kişinin organları gibidir⁸⁰.

Ancak gerçek kişilerin hak sahibi olabileceklerini kabul eden varsayım teorisine göre ise, kanun koyucu pratik nedenlerle gerçek kişi olmadıkları halde insan ve mal topluluklarına bir varsayım olarak kişilik tanıyabilir. Dolayısıyla tüzel kişilik devletin izniyle kurulabilir ve devlet kişi birliklerini de uygun gördüğü şekilde düzenler⁸¹.

Sonuç olarak şirket yöneticilerinin şirket işleri sebebiyle sorumluluklarına yönelik iki temel teori ve yaklaşım vardır. Birinci yaklaşım yukarıda açıklandığı gibi vekalet yaklaşımı olup özetle, mülkiyet-kontrol ayrımını esas alan bu teori CEO'ların "vekil" olduğunu kabul eder; ancak CEO'ların iş ve işlemlerinin etkin denetimi için yönetim kurulu başkanlığı ve CEO sıfatlarının ayrılması gerektiğini savunur.

⁷⁹ KIRKBRIDE/LETZA: agm., s.141-142.

⁸⁰ GÜRİZ, Adnan.: Hukuk Başlangıcı, Ankara 2009, s.200-201.

⁸¹ GÜRİZ: age., s.200.

Alter ego yaklaşımını esas alan temsil teorisi ise, şirketlerin güçlü bir liderliğe ihtiyaçları olduğunu savunur ve yönetim kurulunun kollektif sorumluluğunu destekler.

Görüldüğü üzere CEO konumu, yasa ile öngörölmüş, yetki ve sorumlulukları yasa ile çizilmiş, diğör deyişle yasada tarif edilmiş bir görev değildir. CEO konumu, yetki, görev ve sınırları daha çok şirket esas sözleşmesi ile çizilmiş bir mevkiidir. Ancak uygulamada CEO'ların şirket iş ve işlemlerini yönlendirmeleri, şirket yönetimindeki aktif ve etkin rolleri nedeniyle bu alanın düzenlenmesi gerektiğı kabul edilmekte, her ne kadar bugüne kadar yasa ile düzenleme yapılmasa da kurumsal yönetim düzenlemeleri ile CEO konumuna yönelik hükümler konulmakla, aslında bu görevi düzenleme yönünde irade oluştuğı görölmektedir⁸².

cc. Türk Hukuku'nda CEO Kavramı

Konuya Türk hukuk sistemi açısından bakıldığında ise, TTK. uyarınca anonim şirketlerde temsil ve idare yetkisi yönetim kuruluna bırakılmış olup, bu görev yönetim kurulu tarafından kurul olarak birlikte icra olunur. Ancak bu husus, tüm yönetim kurulu üyeleri tarafından birlikte temsil sistemini değil, esas sözleşmede aksine hüküm olmadıkça çift imza sistemini ifade eder (TTK. md.321/3).

Öte yandan, esas sözleşmede hüküm olmak kaydıyla yönetim ve temsil görevlerinin üyeler arasında bölünmesi mümkün olup, temsil yetkisinin yönetim kurulu üyesi olmayan müdüre verilmesi halinde yönetim kurulu üyelerinden en az birisinin temsil yetkisine sahip olması zorunludur (TTK. md.319/I). Bu halde murahhas müdürün tek yetkili olmasına TTK. olanak tanımamıştır.

⁸² KIRKBRIDE/LETZA: agm., s.143.

Bununla birlikte, şirketi temsil yetkisinin dışarıdan birine (murahhas müdür) değil de, bir yönetim kurulu üyesine (murahhas ye) bırakılması halinde bu üyenin aynı zamanda şirketin günlük işleyişini yürüten yönetimin başında olmasında herhangi bir hukuki engel bulunmamaktadır⁸³.

Konuya TTK. Tasarısı açısından bakıldığında ise, Tasarının 367. maddesinde, esas sözleşmeye konulacak bir hükümle yönetim kurulunun düzenlenecek bir i yönetmeliğe göre yönetimi kısmen veya tamamen bir veya birkaç yönetim kurulu yesi ya da nc kişiye devretmeye yetkili kılınabileceği ngrlmştır. Bu halde, şirket yönetiminin detayları, özellikle görev tanımları ile kimin kime bağlı ve bilgi sunmakla yükümlü olduğu bu i yönetmelikle düzenlenir.

Söz konusu düzenleme esasında yönetim kurulunun yönetim ve temsil haklarını mutlaka bizzat kullanması gereken bir organ olmadığı, bir gözetim organı olarak da çalışabileceğini ortaya koymaktadır.

Öte yandan Tasarıya göre, yönetimin ayrıntıları yönetim kurulu tarafından yapılacak bir teşkilat yönetmeliği ile düzenlenir. Teşkilat yönetmeliğinin kimin tarafından onaylanacağı hususunda açıklık bulunmamakla birlikte, gerekçede kaynak İsviçre hukukunda yetkinin çoğu kez yönetim kurulunca kullanıldığı ifade edilmiştir. Zira, esas sözleşmede yönetimin devrine ilişkin hükme yer verilmekle meşruiyet sağlandığından, yapılan örgüt yönetmeliğinin mutlaka genel kurulda onayı şartı aranmamaktadır. İşte bu şekilde şirket işlerinin yönetimi (management) devredilmekte, ancak kesin bir çizgi ile ayrıma gidilmeyerek yönetim kurulu dışında şirket yönetimi diye bir organ da oluşturulmamaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki bu

⁸³ öte yandan belirtmek gerekir ki, CEO'nun genel müdür olarak tanımlanmasında bir sakınca bulunmamakla beraber, hukuki bir nitelendirme yapılması gerektiğinden Türk hukukunda genel müdürün murahhas ye mi, murahhas müdür m olduğu hususu üzerinde durulmuştur.

devir kural olarak temsil yetkisinin devrini içermez; bunun ayrıca ve açıkça belirtilmesi gerekir⁸⁴.

İşte yönetimin bir bütün olarak bir veya birkaç yönetim kurulu üyesi ve hatta üçüncü bir kişiye devrine olanak tanıyan Tasarıdaki bu düzenleme, şirketlerin esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve ayrıntıları bir teşkilat yönetmeliğinde düzenlenmek kaydıyla yönetimin CEO olarak nitelendirilebilecek bir müdüre devrine imkan tanır görünümündedir.

Öte yandan Tasarı'nın 375. maddesinde, yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkilerine yer verilmek suretiyle organlar arası görev ayrımı yapılmış; güç yönünden denklik kabul edilerek, genel kurulun tüm kararları alma yetkisi ile donatıldığına ilişkin salt yetki teorisi reddedilmiştir⁸⁵.

Maddede sayılan söz konusu görev ve yetkiler devredilemeyeceği gibi yönetim kurulundan alınamaz. Yönetim kurulu bu görev ve yetkileri murahhaslara, şirket yönetimine, bir komiteye ya da müdürlere devredemeyeceği gibi genel kurul da yönetim kurulunun bu görev ve yetkilerine el koyamaz, yönetim kurulu bu yetkilerden feragat edemez.

Bu bağlamda, Tasarının anılan maddesinde yer verilen yetkilerin CEO'ya devri de mümkün değildir. Bunun dışında yönetim yetkisinin bölünmesi ve murahhaslara bırakılmasına ilişkin olarak yukarıda anlatılanlar geçerlidir.

Sonuç olarak, yönetim kurulu başkanlığı, murahhas üyelik ve CEO görevlerin şirket esas sözleşmesi ile ya da Tasarının kanunlaşması halinde teşkilat

⁸⁴ Tasarı, s.113.

⁸⁵ Tasarı, s.113.

yönetmeliğinde düzenleme yapılması kaydıyla birleşmesine engel bir durum yoktur. Fakat yönetim kurulunun devredilemez yetkileri mevcut olmaya devam eder⁸⁶.

Diğer taraftan, Tasarıda, TTK.'da olmayan bir düzenlemeye yer verilerek, anonim şirketin tek ortaklı ve yönetim kurulunun tek kişiden oluşmasına olanak tanınmıştır (Tasarı md.338). Bu durumda, anonim şirketin tek ortağının hem yönetim kurulu başkanı hem de şirket yönetimi (management)'nin başında olması mümkün olabilir. Ancak bu durumun, geçerli olduğu hukuk sistemlerinde eleştirildiği de ortaya konulmuştur⁸⁷.

b. Müdürler

Teşkilat ve faaliyeti geniş olan anonim şirketlerde yönetim kurulunun şirket işlemlerini bilfiil idare etmesi imkansız hale gelmektedir. Bu nedenle şirket işlerinin yürütülmesi hususunun müdürlere tevdi edilmesi gereği doğmuştur.

TTK.'nda iki tip müdür düzenlenmiştir. Bunlardan ilki olan murahhas müdür, yönetim kurulunun sahip olduğu yetkileri haizdir. Murahhas müdüre ilişkin düzenlemeye, “Vazifelerin azalar arasında taksimi” başlıklı TTK.'nun 319. maddesinde yer verilmiş olup, buna göre,

“Esas mukavelede idare ve temsil işlerinin idare meclisi azaları arasında taksim edilip edilmeyeceği ve taksim edilecekse bunun nasıl yapılacağı tesbit olunur. İdare meclisinin en az bir azasına şirketi temsil salahiyeti verilir.

Esas mukavele ile temsil salahiyetinin ve idare işlerinin hepsini veya bazılarını idare meclisi azası olan murahhaslara veya pay sahibi olmaları zaruri bulunmayan müdürlere bırakabilmek için umumi heyete veya idare meclisine

⁸⁶ PULAŞLI: agm, s.58-59.

⁸⁷ PULAŞLI: agm, s.60-61.

salahiyet verilebilir. Bu gibi kayıtlar bulunmadığı takdirde 317 nci madde hükmü tatbik olunur.”

Buna karşın, anonim şirkette alelade müdürlere ilişkin düzenlemeler TTK.’nın md.342-346 hükümleri arasında sevk edilmiştir. Alelade müdür, kanunun, pay sahipleri ve üçüncü kişilerin menfaatleri bakımından yönetim kurulunun yetki kapsamı dışındaki, şirket işlerini yönetim kurulunun emir ve talimatı altında yürüten kişilerdir. Genellikle günlük cari işleri yürütürler⁸⁸.

Bu bağlamda, TTK.’nın md.342-346 hükümlerinde düzenlenen müdürler, TTK.’nın 319. maddesinde düzenlenen müdürlerden farklıdır. Şöyle ki; Murahhas müdürlerin tayin edilebilmesi için esas sözleşmede bu yönde bir hüküm bulunması gerekir. Oysa ortaklık işlerinin günlük icrası için yönetim kurulunca seçilen müdürler için böyle bir hükme ihtiyaç yoktur; yönetim kurulu tarafından seçilip, azledilebilirler.

Diğer taraftan, Murahhas müdürler idare ve temsil yetkisine sahiptir. Oysa ortaklığın günlük işlerini yürüten müdürlerin böyle bir yetkisi bulunmamaktadır. Sadece işlerinin gerektirdiği ölçüde temsil yetkisine sahiptirler.

Müdürler, yönetim kurulunca tayin edilseler dahi, ortaklıkla yapacakları, hizmet ya da vekalet akti niteliği taşıyan bir sözleşme çerçevesinde görev yaparlar. Doktrinde özellikle alelade müdürler ile şirket arasındaki ilişkinin bir hizmet ilişkisi olduğu ve yetkilerinin de ticari mümessilin yetkileri gibi olduğu kabul edilmektedir. Diğer taraftan bu yetkinin sınırlandırılması da mümkündür⁸⁹.

Müdürler, yönetim kurulunun gözetim ve talimatı altında olmakla birlikte, TTK. md.346 uyarınca kural olarak yönetim kurulu üyeleri, müdürlerin iş ve

⁸⁸ ÇEVİK: age, s.704-705.

⁸⁹ ÇEVİK: age, s.706-707.

işlemlerinden sorumlu değildir. Bununla birlikte yönetim kurulu müdürlerin seçiminde özen göstermek ve işlerine nezaret etmekle yükümlüdürler. Dolayısıyla yönetim kurulu üyeleri ancak bu özen yükümlülüğünü yerine getirmemeleri halinde sorumlu olurlar⁹⁰.

Öte yandan, TTK. md. 342 hükmü ile müdürler yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen hükümlere tabi kılınmıştır. Buna göre,

“ ... müdür, kanun veya esas mukavele yahut iş görme şartlarını tesbit eden diğer hükümlerle yükletilen mükellefiyetleri, gereği gibi veya hiç yerine getirmemiş olması halinde idare meclisi azasının mesuliyetlerine ait hükümler gereğince şirkete, pay sahiplerine ve şirket alacaklarına karşı mesul olur. Bu esasa aykırı bir şartın esas mukaveleyle konması veya müdürün idare meclisinin emri ve nezareti altında bulunması mesuliyeti bertaraf edemez.”

Şirket müdürlerinin zamansız istifaları nedeniyle anonim şirketin zarara uğraması halinde, şirket bu zararın tazminini müdürden isteyebilir. Ancak bu iddia ile aleyhine dava açılacak olan müdür yönetim kurulu üyeleri arasından tayin edilmiş ise, o zaman böyle bir müdür aleyhine dava açılabilmesi için genel kurul tarafından bu yönde bir karar alınmış olması gerekir⁹¹

II. Mali Hakların Teorik Boyutu ve Tarihsel Gelişimi

1. Profesyonel Yönetim Sınıfının Ortaya Çıkışı ve Mali Hakların Tarihsel Gelişimi

Eski şirketler hukuku doktrininde, yönetim kurulu üyelerinin bu görevleri için herhangi bir ödemeye hak kazanmadıkları kabul edilmekte idi. Zira endüstrileşme

⁹⁰ ÇAMOĞLU (POROY/TEKİNALP): age, s.342.

⁹¹ DOĞANAY, İsmail: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, 4. Bası, Birinci Cilt, İstanbul 2004, s.982, s.1011-1014.

döneminin başında neredeyse tüm şirketler küçük bir grup ortak tarafından yönetilmekte olup (closely-held corporation), şirket yöneticileri de büyük pay sahipleri idi. Dolayısıyla şirket yöneticilerinin bu görevlerinin kendi yatırımlarını koruma ve artırma arzusundan kaynaklandığı kabul edilmekteydi ve bunun için de yönetim kurulu üyelerine herhangi bir parasal hak sağlanması gereksiz görülüyordu.

1899 yılında Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin bir kararında,

“ ... şirket çalışanları, şirketteki işleri için bir paraya hak kazanırlar, çünkü hiç kimse karşılıksız olarak zamanını ve emeğini başkalarına ayırmaz. Ancak yönetim kurulu üyelerinin görevleri karşılığında elde edecekleri menfaat onların sahip oldukları paylardadır. Bu nedenle yönetim kurulu üyeleri ücretsiz olarak hizmet verir ... ”

hükmüne yer verilmiştir.

Benzer biçimde, Delaware Yüksek Mahkemesi 1922 tarihli bir kararında, alt mahkemenin kararını onayarak, mevzuatta ve şirket esas sözleşmesinde hüküm olmadığı ya da şirket ortakları tarafından aksi kabul edilmediği sürece yönetim kurulu üyelerinin bu görevleri nedeniyle herhangi bir tazminata hak kazanmayacaklarına hükmetmiştir.

Görüldüğü üzere, anılan dönemde, yönetim kurulu üyeleri için, şirket ile ortaklık ilişkisi ya da diğer sebeplerle menfaat bağı bulunması ve bu menfaatin yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmasına temel etken teşkil ettiğinin kabul edilmesi sebebiyle, bu görevleri nedeniyle ayrı mali haklar öngörülmemiştir. Ancak bu durumda bile yönetim kurulu üyelerine katıldıkları toplantılar için ödenen huzur hakkı, imtiyazlı payları öncelikle alma hakkı gibi bir takım menfaatler tanınmıştır. Bununla birlikte, yönetim kurulu üyeliğinde temel güdü söz konusu menfaatler değil,

yöneticilerin ortaklıkta önemli ölçüde pay sahibi olmaları ve yatırımlarının ne şekilde yönlendirildiğini yakından izlemek istemeleri olmuştur⁹².

20. yüzyıl gerek ekonomik gerekse siyasi anlamda büyük gelişmelere sahne olmuş; teknolojik gelişmeler yanında, Almanya'nın birleşmesi, Sovyetler Birliği'nin dağılması, Sovyetler Birliği destekli rejimlerin sona ermesi (Polonya, Çekoslovakya, Bulgaristan, Romanya vs.) ile kapitalizm dünyaya egemen olmuş ve global ticaret ön plana çıkmıştır⁹³.

20. yüzyıl ile birlikte şirketler de önemli bir büyüme göstermişlerdir. Şirketler, bir avuç girişimci tarafından kontrol edilen ve yönetilen yerel işletmeler olmaktan çıkmış, ulusal ve büyük firmalar haline gelmişlerdir. Faaliyetleri artan ve yaygınlaşan şirketlerin profesyonelce yönetilmesi ihtiyacı profesyonel bir yönetim sınıfının doğuşunu da beraberinde getirmiştir.

Şirketlerin büyümesi ve faaliyet alanlarının genişlemesi sermaye ihtiyacını doğurmuş, bu da şirketlerin ortak sayısının artmasına, ortak profiline bölgesel ve az sayıda olmak yerine her yerden ve çok sayıda olacak şekilde değişmesine ve şirketlerin binlerce ortaklı büyük yapılar haline dönüşmelerine yol açmıştır. Bunun sonucu olarak da artık belli bir pay sahibi ya da pay sahibi grubunun tek başına şirketi kontrol etme olanağı azalmış; yıllarca süregelen büyük pay sahiplerinin yönetim kurulu üyesi olma geleneği ortadan kalkarak, şirketler profesyonel yöneticilerce yönetilmeye başlamıştır. Yönetim kurulu üyeleri listeler halinde yöneticiler tarafından aday gösterilmiş; teorik olarak pay sahiplerinin temsilcileri olan yönetim kurulu üyeleri esasen şirket yöneticilerinin temsilcileri olmuşlardır. Bu

⁹² **ELSON, Charles M.:** Director Compensation and The Management-Captured-Board-The History of A Symptom and Cure, Southern Methodist University Law Review, September/October 1996, s.4-6, <http://www.lexis.com>, 27.10.2008.

⁹³ **JENSEN/MURPHY/WRUCK:** agm, s.23-24.

şekilde göreve gelen yönetim kurulu üyeleri ya şirkette pay sahibi olmamışlar ya da pay sahipliği oranları oldukça düşük kalmış; yönetim kurulu üyeliği pay sahipliği ilişkisinden değil, şirket yönetimi ile yakın ilişkilerden kaynaklanmıştır.

Şirketlerin büyümeleri ve mülkiyet-kontrol ayrımının belirginleşmesi ile, pay sahipleri birer yatırımcı profiline bürünmüşler, yönetim kurulu sandalyeleri pay sahipleri gruplarınca değil, ya yönetimden gelen kişiler ya da yönetimin aday gösterdiği ve ortaklıkla iş ya da ortaklık ilişkisi bulunmayan kişilerce doldurulmuştur. Etkileri artan yöneticiler de, güçlü, bağımsız ve kendilerini denetleyecek yönetim kurulu üyeleri istememişlerdir⁹⁴.

ABD’de 20. yüzyıl ile birlikte ortaya çıkan bu gelişmelere paralel olarak konuya ilişkin ilk düzenlemeler de bu dönemde yapılmıştır. 1939 yılında SEC yöneticilerin mali haklarına ilişkin ilk düzenlemelerini yapmıştır⁹⁵.

Yönetim kurulu üyeleri yukarıda ifade edildiği üzere, şirkette pay sahibi olmamaları nedeniyle şirketle doğrudan bir menfaat ilişkileri bulunmamakla birlikte, yasal sorumluluklarından dolayı kendilerinden zamanlarının önemli bir kısmını şirket işlerine ayırmaları beklendiğinden, yönetim kurulu üyelerine bu faaliyetleri nedeniyle sembolik değil, iş ve emeklerine uygun ölçüde mali haklar tanınması gereği doğmuştur.

Bir başka anlatımla, şirketle mali menfaat ilişkisi bulunmayan yönetim kurulu üyelerinin şirket işlerine hasrettiği zaman ve emeklerinin karşılığının ödenmesi gereği ortaya çıkmıştır. Zira artık büyük sermayeli ve çok ortaklı hale gelen bu şirketleri yönetmek için eski zamanlarda olduğu gibi toplantı başına ödenen cüzi

⁹⁴ ELSON: agm, s.6.

⁹⁵ JOHNSON, Tracy Scott: Pay for Performance, Delaware Journal of Corporate Law, Winter 1995, s.2, www.lexis.com, 15.11.2008.

Ücretler için önemi ve ağırlığı yanında çok k kalmış; yönetim kurulu üyelerine gerçek bir ücret ödenmesi gereği doğmuştur.

Yönetim kurulu ödeme sistemindeki bu yapısal değişiklik, yönetim kurulu üyelerinin artık büyük pay sahipleri arasından değil, ortaklıkta pay sahibi olmayan ve ortaklıkla maddi menfaat ilişkisi bulunmayan kişiler arasından seçilmesi durumunun bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Yönetim kurulu üyelerinin ödemelerinin iyileştirilmesini gerektiren bir başka neden ise yasal sorumlulukları olmuştur. Pek çok yönetim kurulu üyesinin malvarlığı, şirket işleri nedeniyle kendilerine açılan davalar sebebiyle ölümlerinden sonra dahi haczedilmiştir.

Bir diğer neden de, yüksek ödeme alan yönetim kurulu üyelerinin bu ödemeleri hak etmek için daha iyi performans gösterecekleri olgusunun kabul edilmiş olmasıdır.

Uygulamada yönetim kurulu ödemelerinde geleneksel yapıdan farklı olarak önemli gelişmeler yaşansa da, yönetim kurulu üyelerine bu görevleri nedeniyle ödeme yapılması gerektiği hususunun yasalara yansıması biraz zaman almıştır. Nitekim Amerika’da MBCA’da yapılan değişiklikler ile yönetim kurulu üyelerinin kendi mali haklarını belirlemelerine imkan tanınmıştır. Bu şekilde yasaya “aksi esas sözleşme ile belirlenmedikçe, yönetim kurulu yeleri mali haklarını belirlemeye yetkilidir.” şeklinde bir ibare eklenmiştir.

Bu düzenleme ile, yönetim kurulu üyelerine ödeme yapılmasına karşı çıkan onlarca yıllık gelenek bozulmuştur. Model yasayı takip ederek kendi yasalarını düzenleyen pek çok eyalet yasalarına yönetim kurulu üyelerinin mali haklarını belirleyebileceği yönünde hüküm eklemiş olup, bu konuda açık bir düzenleme

yapmayan eyaletlerde dahi yönetim kurulu üyelerine görevleri sebebiyle ödeme yapılmayacağı hususunda herhangi bir yasağa yer verilmemiştir.

Bu değişiklikler, ortaklık işleri için büyük emek ve zaman harcamaları beklenen üstelik de ortaklıkta pay sahibi olmamaları nedeniyle herhangi bir parasal menfaati bulunmayan yönetim kurulu üyelerine bu görevleri nedeniyle ödeme yapılması gereğini açıkça ortaya koymuştur.

Yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemelerdeki bu değişiklik sadece ödemelerin miktarındaki artışta değil, mali hakların niteliğinde de yaşanmıştır. Bir kısım şirketler tarafından; yönetim kurulu üyelerine nakit ödeme yanında, hayat sigortası, seyahat sigortası, sağlık sigortası, yönetim kurulu üyelerinin belirlediği derneklere bağışlar (charity) gibi ek mali haklar tanınmaya başlanmıştır.

Sonuç olarak iki unsur yönetim kurulu üyelerine tanınan mali hakların miktar olarak yükselmesinde ve niteliklerinin değişmesinde temel rol oynamıştır. İlki yukarıda da açıklandığı gibi yasal nedenlerdir. Zira, 70'li yıllarda yönetim kurulu üyelerinin yasal sorumlulukları daha çok gündeme gelmeye başlamış, şirketlerde, pay sahipleri, şirket menfaatleri doğrultusunda hareket etmedikleri gerekçesi ile yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava açmaya yönelmişlerdir. Bu durum, yönetim kurulu üyelerine şirket tarafından sorumluluk sigortası yaptırılması ya da sigorta primlerinin ücrete yansıtılması gereğini doğurmuştur. Nitekim ABD'de 1985 itibarıyla büyük şirketlerin %85'i yönetim kurulu üyelerine sorumluluk sigortası yaptırmıştır.

Mali haklarda yaşanan köklü değişikliklere ilişkin ikinci etken ise, bağımsız yönetim kurulu ve bağımsız yönetim kurulu üyeliği kavramının yasal ve akademik olarak ön plana çıkması olmuştur. Ortaklığın en iyi şekilde yönetilmesini sağlamak

için yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetimi üzerinde etkin denetim yapmalarını teminen bağımsızlıklarının sağlanması gerektiği kabul edilmiştir. Amerikan Hukuk Enstitüsünün (the American Law Institute) 1980’li yıllarda ortaya koyduğu Kurumsal Yönetim Projesinde yönetim kurulunun yapısının şirket yönetiminden bağımsız olacak şekilde oluşturulması gerektiği öngörülmüştür. Yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetimi içinden seçilmesi ya da şirkete finansal ya da hukuki danışmanlık gibi hizmetler sağlayarak şirketle menfaat ilişkisi içine girmesi halinde bağımsızlıklarının ortadan kalkacağı kabul edilmiştir. O halde, ortaklıkla hiçbir bağı bulunmayan kişilerin yönetim kurulu üyesi olarak zamanlarını ve emeklerini ortaklık işlerine en iyi şekilde vermeleri için bunun karşılığında onlara iyi düzeyde mali haklar tanınması gerektiği kabul edilmiştir.

ABD’de, 80’li yılların ortasına kadar yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüklerini yerine getirmedikleri gerekçesi ile açılan davaların pek azında yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna hükmedilmiştir. Zira yönetim kurulu üyeleri, benzer durumdaki normal ihtiyatlı bir kişinin hareket edeceği şekilde hareket ettiğini ortaya koymakla özen yükümlülüğünü yerine getirmiş olduğunu ispat etmiş sayılmıştır. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyeleri şahsi menfaatleri için hareket etmediği ve aldığı kararların ortaklık menfaati doğrultusunda olduğu kanaatiyle hareket ettiği sürece özen yükümlülüğünü yerine getirmiş kabul edilmekte idi.

O halde “iyi niyet” çerçevesinde hareket eden, ve görevini yerine getirirken şahsi menfaat amacı gütmeyen yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna hükmedilmesi mümkün olmuyordu.

Ancak 1985 yılında Delaware Mahkemesi’nin Smith v. Van Gorkom davasında verdiği bir kararla yönetim kurulu üyelerinin özen borcunun ağırlaştırıldığı

görülmektedir. Anılan dava, Trans Union adlı şirketin pay sahipleri tarafından, şirketin olması gerekenden daha düşük bir fiyatla satılması yönünde karar aldıklarından bahisle yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna hükmedilmesi istemiyle açılmıştır. Mahkeme, yönetim kurulunun çok kısa bir sürede satış kararı aldığı ve bu kararı alırken dışarıdan konusunda uzman kişilerden finansal tavsiye almadığı tespitlerine ulaşmış ve yönetim kurulu üyeleri, şirketin satışı için ödenen miktar ile şirketin satılması gereken değer arasındaki farkı pay sahiplerine ödemekle karşı karşıya kalmıştır.

Bu kararın etkileri özellikle şirket birleşmelerinin artmaya ve rekabetçi global ekonominin kendisini göstermeye başladığı 80’li yıllarda büyük olmuştur. Yönetim kurulu üyelikleri “sıcak, kaynayan koltuk” olarak görülmüş, şirketler iyi yönetim kurulu üyeleri ile çalışmak veya var olanları devam etmeye ikna etmek için yüksek mali haklar paketleri sunmak durumunda kalmışlardır.

İşte önceleri, görevlerinin tek karşılığı şirkete yaptıkları yatırımın büyümesinden ibaret olan pay sahibi yönetim kurulu üyelerinin, şirketlerin büyümesi ile iş kapsamlarının genişlemesi ve sorumluluklarındaki artışların bir sonucu olarak mali hakları da büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu durumda da, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların miktarı ve niteliğinin ortaklık menfaati için en iyisi olup olmadığı, bu durumun ortaklığa zarar verip vermediği tartışılmaya başlanmıştır⁹⁶.

Hızla artan yönetici ücretleri 90’lı yıllardan itibaren özellikle ABD’de ve dünyada yaşanan ekonomik durgunluklar ve medyanın etkisi ile daha yakından incelenmeye başlanmış, ancak ücretlerdeki yükseliş sürmüştür⁹⁷. Bununla birlikte 90’lı yıllarda hızla yükselen yönetim kurulu üyeleri ve CEO’ların mali haklarının,

⁹⁶ **ELSON** : agm, s.7-12.

⁹⁷ **JOHNSON**: agm, s.2.

2000’li yıllarda ortaya çıkan şirket skandalları ile birlikte (Enron, Arthur Andersen, KPMG, Lucent, WorldCom, Tyco, HealthSouth, Xerox vs.) düşme eğilimine girdiği görülmüştür⁹⁸⁹⁹.

Gerçekten de, 90 lı yıllarda hızla artan yönetici ücretleri 2000 li yılların başında en üst noktasına ulaşmıştır. Zira bu dönemlerde ekonomideki iyi gidişe bağlı olarak yatırımcılar ve pay sahipleri gerek genel ekonomi gerek şahsi ekonomik durumlarına ilişkin geleceğe dair iyimser beklentileri nedeniyle yöneticilerin mali hakları ile fazla ilgilenmemişlerdir.

Ancak 2001 yılını takiben ekonomide yaşanmaya başlanan durgunluğun üst noktalara ulaşması ve patlayan şirket skandalları iyi kurumsal yönetim ve bunun bir parçası olarak yöneticilere sağlanan mali haklar, pay sahiplerinin zihinlerini meşgul eder hale gelmiştir¹⁰⁰.

Anılan gelişmeler ışığında yakın zamanda mali hakların miktarlarına bakıldığında, ABD’nde en büyük 500 şirketin CEO’larının ortalama mali hakları 2007 yılı itibariyle 15.6 milyon \$’a kadar yükselmiş, bu rakam 2008 yılında ortalama 12.8 milyon \$ olmuştur¹⁰¹.

CEO’ların ücretlerinin yapısına bakıldığında ise, özellikle ABD şirketlerinde ücretlerin büyük bölümünün hisse senedine dayalı mali haklardan oluştuğu, sabit

⁹⁸ **JENSEN/MURPHY/WRUCK:** agm, s. 24.

⁹⁹ Şirket skandalları pek çok ülkede yaşanmıştır. ABD yanında, İngiltere’de Independent Insurance ve Marconi; İrlanda’da Elan; Almanya’da Kirch; Hollanda’da Royal Ahold ve Avustralya’da One.Tel ve HIH Insurance şirketlerinin batışları önemli muhasebe ve kurumsal yönetim skandallarına konu olmuştur. **HILL, Jennifer G.:** Regulatory Responses to Global Corporate Scandals, Wisconsin International Law Journal, Vol.23, 2005, s.3, <http://ssrn.com/abstract=886104>, 28.12.2008, (Regulatory Responses).

¹⁰⁰ **BRAUNSTEIN, Jaclyn:** Challenging Executive Compensation in the US and the U.K., Brooklyn Journal of International Law, 2004, s.9, www.lexis.com

¹⁰¹ http://www.forbes.com/2008/04/30/ceo-pay-historic-lead-bestbosses08-cx_sd_0430flash.html, 30.04.2008.

ücretlerin ise toplam miktar içinde oransal olarak oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir.

Örneğin Coca-Cola CEO'su Muhtar Kent'e ilişkin haberde, Wall Street Journal gazetesinin yaptırdığı bir araştırmaya göre, Coca-Cola'nın CEO'sunun 2008 yılındaki 18 milyon 880 bin dolarlık geliriyle ABD'de en çok kazanan 17'nci CEO olduğu, *çıplak maaşının 1.1 milyon dolar olduğu, 4.5 milyon dolar ikramiye ve 10.28 milyon dolarlık hisse senedi alma hakkının* bulunduğu ifade edilmiştir. Aynı haberde, en fazla kazanan CEO olarak belirlenen CEO'nun *çıplak maaşının 484 bin dolar olmasına rağmen toplamda 10.4 milyon dolarlık gelirinin* bulunduğu belirtilmekte; anılan örnekler de hisse senedine dayalı ve diğer değişken mali hakların toplam mali hakların en büyük bölümünü oluşturduğunu açıkça ortaya koymaktadır¹⁰².

2. Mali Hakları Açıklayan Yaklaşımlar¹⁰³

Yöneticilere sağlanan mali hakları açıklayan iki temel yaklaşım bulunmaktadır: Optimal Sözleşme Yaklaşımı ve Yönetimsel Güç Yaklaşımı.

Söz konusu yaklaşımlar, mali hakların amacı ve fonksiyonlarına yönelik olarak birbirlerinden farklı bakış açıları getirmekle birlikte, esasen her bir yaklaşım mali hakları değişik yönleri ile açıklayarak, konunun daha iyi aydınlatılmasını sağlamaktadır. Mali haklar, bazı yönleri ile optimal sözleşme yaklaşımı ile iyi bir şekilde ortaya konmuş iken, mali haklar paketlerinin bir kısım öğeleri ancak

¹⁰² <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/11370822.asp?gid=254>, 29.04.2009.

¹⁰³ Burada teori ifadesi yerine yaklaşım ifadesinin kullanılmasının nedeni, esasen her iki yaklaşımın da vekalet teorisi çerçevesinde ortaya çıkan yaklaşımlar olmasıdır. Her iki yaklaşım vekalet teorisini ve yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarını kabul eder ve fakat ilk yaklaşım mali hakları bu menfaat çatışmalarının çözülmesinde bir araç olarak görürken, ikinci yaklaşım mali hakları bir vekalet maliyeti ve başlı başına bir menfaat çatışması olarak açıklar. Bir başka ifade ile, gerek optimal sözleşme yaklaşımı, gerek yönetimsel güç yaklaşımı vekalet teorisinin temel tezlerini esas alır, ancak ilk yaklaşım yöneticilerin mali haklarını vekalet teorisi ile açıklanan vekalet probleminin çözümü, ikinci yaklaşım ise sebeplerinden biri olarak ortaya koyar.

yönetimsel güç yaklaşımı ile açıklanabilmektedir. Bu nedenle iki yaklaşımı birbiri ile tamamen karşıt yaklaşımlar olarak görmek doğru değildir¹⁰⁴.

Diğer taraftan; yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarını ortadan kaldıracak, yöneticilerin iyi çalışmalarını ödüllendirirken, başarısızlıklarını da yansıtacak ideal bir mali haklar sözleşmesinin ne şekilde olması gerektiğini tam olarak ortaya koyan tek bir yaklaşımın mevcut olmadığını da kabul etmek gerekir¹⁰⁵.

A. Optimal (En Uygun) Sözleşme Yaklaşımı (Optimal Contracting Approach)

Halka açık anonim ortaklıklarda¹⁰⁶ yöneticilerin mali haklarını açıklayan yaklaşımlarda hakim görüş, mali hakları, yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarını önleme mekanizması olarak açıklayan “Optimal Sözleşme Yaklaşımı”dır.

Yukarıda da açıklandığı gibi, yöneticiler ile pay sahipleri arasında bir menfaat çatışması vardır - ki; bu vekalet problemi olarak adlandırılmaktadır- yöneticiler, kendiliğinden pay sahiplerinin lehine hareket etmezler. Bu nedenle, yöneticileri pay sahipleri lehine hareket etmeye yöneltmek için bir takım teşvik mekanizmalarına ihtiyaç vardır. İşte, şirket adına yönetim kurulu ile yöneticiler arasında yapılacak iyi düzenlenmiş bir mali haklar anlaşması, yöneticileri pay sahipleri lehine hareket etmeye teşvik etmede önemli bir mekanizma niteliğindedir¹⁰⁷.

Anılan yaklaşım mali haklar paketlerine ilişkin olarak iki temel esasa dayanır:

¹⁰⁴ **BEBCHUK/FRIED:** agm, s.1.

¹⁰⁵ **BRATTON, William W.:** The Academic Tournament over Executive Compensation, Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, by Lucian Bebchuk and Jesse Fried, California Law Review, Vol.93, No.5, 2005, s.1, <http://ssrn.com/abstract=678165>, 28.01.2009.

¹⁰⁶ Vekalet problemi, yukarıda da açıklandığı gibi, halka açıklık oranları yüksek anonim ortaklıklarda ortaya çıkan bir sorun olup, buna ilişkin açıklamamalar, halka kapalı ve halka açıklık oranları düşük olan ortaklıklar için geçerli değildir.

¹⁰⁷ **CORE, John E./GUAY, Wayne R./ LARCKER, David F.:** Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey, FRBNY Economic Policy Review, April 2003, s.23, <http://ssrn.com/abstract=276425>, 28.01.2009.

- Mali haklar, menfaatleri birbirleri ile farklılaşan pay sahipleri ile şirket yöneticilerinin menfaatlerini uzlaştırma amacı taşır.

- Menfaatlerin uzlaştırılması amacına yönelik olarak mali haklar paketlerinin performansa dayalı şekilde hazırlanması gerekir¹⁰⁸.

Bu yaklaşım, mali hakların; yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaatlerin uzlaştırılması amacını gerçekleştirmesi için, yöneticiler ile pay sahipleri adına yönetim kurulu üyeleri arasında eşit koşullar altında yapılacak bir anlaşma (arm's length bargaining¹⁰⁹) sonucu belirlenmesi gerektiğini kabul eder¹¹⁰.

Buna göre, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması amacıyla, pay sahipleri adına yönetim kurulu üyeleri ile yöneticiler ve başta CEO ile yapılacak anlaşmanın hükümleri, tarafların pazarlık gücü, vergi mevzuatı ve diğer ilgili mevzuat ile belirlenen kurallar ve sınırlamalar çerçevesinde şekillenir¹¹¹.

Ancak uygulamada genelde tarafların eşit koşullar altında ve hiçbir menfaat gütmeksizin anlaşma yaparak mali hakları belirlediklerine rastlanmaz. Şöyle ki;

Nasıl şirket yöneticilerinden kendiliğinden, herhangi bir teşvik olmadan şirket ve pay sahiplerinin menfaati için çalışmaları beklenemez ise, yönetim kurulu üyelerinden de bu şekilde hareket etmeleri beklenemez.

¹⁰⁸ **BRUCE, Alistair/BUCK, Trevor/BRIAN, G. M. Main:** Top Executive Remuneration: A View From Europe, Journal of Management Studies, Vol.42, Issue 7, November 2005, s.1494, <http://ssrn.com/abstract=857671>, 20.11.2008.

¹⁰⁹ Arm's length bargaining teriminin tam bir Türkçe karşılığı bulunmamaktadır. Bazı yerlerde arm's length transaction; piyasa şartlarında muvazaasız işlem olarak Türkçeye çevrilmiştir. <http://www.sozlukturkce.com>, Ancak bir anlaşmanın arm's length bargaining (bargaining sözcüğünün Türkçe karşılığı pazarlık-anlaşmadır) sonucu ortaya çıktığının söylenebilmesi için anlaşmanın taraflarının aralarında herhangi bir kontrol ilişkisi bulunmaması, tarafların eşit şartlar altında bulunması gerekir. www.small-business-dictionary.org.

¹¹⁰ **BAINBRIDGE, Stephen M.:** Executive Compensation: Who Decides?, University of California, Los Angeles School of Law, Law&Economics Research Paper Series, Research Paper No:05-3, s.12, <http://ssrn.com/abstract=653383>, 17.12.2008.

¹¹¹ **GÜMBEL, Alexander:** Managerial Power and Executive Pay, Oxford Journal of Legal Studies, Vol.26, Issue 1, 2006, s.223, <http://ssrn.com/abstract=916290>, 10.11.2008.

Yönetim kurulu üyeleri yeniden seçilmek ve görevlerine devam etmek isterler. Zira büyük şirketlerdeki yönetim kurulu üyeliği iyi bir maaş, sosyal çevre ve prestij sağlar. Şirket yöneticilerinin ve yönetimin başındaki CEO'nun yönetim kurulu üyeliğine aday göstermedeki rolü dikkate alındığında, yönetim kurulu üyeleri CEO'ları memnun edecek şekilde hareket eder ve onlarla ters düşmek istemezler. Pratikte halka açık büyük şirketlerde genellikle yönetim kurulu üyeliği için adaylar liste halinde CEO'lar tarafından belirlenmekte, pay sahiplerinin aralarında anlaşarak bu listeyle rekabet edebilecek bir liste ortaya koymaları ise çok ufak bir olasılık olmaktadır. O halde yönetim kurulu üyesi olarak seçilmek, CEO'lar tarafından yapılan listede yer almaktan geçmektedir. Bu durum, yönetim kurulu üyelerini CEO'lar ile iyi geçinmeye ve onları memnun etmeye itmekte; yönetim kurulu üyeleri, mevzuata aykırı olmadığı ve kabul edilebilir olduğu sürece diğer üst kademe yöneticilerin ve CEO'ların mali haklar paketlerini onların arzuları doğrultusunda şekillendirmektedir¹¹².

Diğer taraftan, CEO ile ters düşmek yönetim kurulu üyeleri için kötü bir ün yaratmakta ve bu kişilere başka şirketlerin yönetim kurulu üyeliği teklif etme olasılığı azalmaktadır. Bunun yanı sıra, CEO'lar ile iyi geçinmek, yönetim kurulu üyelerinin

¹¹² Bu noktada halka açık anonim ortaklıklarda ortaya çıkan güç boşluğu sorununa değinmek gerekir. Zira pay sahiplerinin genel kurula katılmak ve oy kullanmaktaki isteksizlikleri, şirket yönetiminin oluşturulması ve denetlenmesinde de pay sahiplerinin etkisizliğini beraberinde getirmektedir.

Gerçekten de, günümüzde halka açık anonim ortakların karşılaştıkları önemli sorunlardan bir tanesi güç boşluğudur. Halktaki payların sermayeye oranının büyüdüğü, dağılma ve yayılmanın fazlalaştığı hallerde bu sorun ile mutlaka karşılaşmaktadır. Toplantı yerinin uzaklığı, katılmanın masraflı ve zahmetli olması, günlük mesleki uğraşından zaman kalmaması, ortaklık işlerinin fazla teknik bilgiyi gerektirmesi, bilanço ile kar ve zarar hesabının uzmanlar dışındaki kişilere karışık ve anlaşılmasız gelmesi, birkaç oyun etkisizliği ve kararlaştırılanı değiştiremeyeceği düşüncesi katılmama sebeplerinin önde gelen birkaç tanesidir. Ortaklıkların büyüdüğü ve ünlerinin yayıldığı, dağıtılan kârın tatmin edici ve düzenli olduğu hallerde genel kurula katılma ve oy kullanma yönündeki bu isteksizlik daha da artmaktadır. İşte bu durum güç boşluğuna ve boşluğun daha da büyümesine yol açmaktadır. Güç boşluğu bir çok sakıncalar yaratmaktadır. **TEKİNALP, Ünal:** Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Oluşan “Güç Boşluğu” Sorununa İlişkin Çeşitli Çözümler, Öneriler ve Eleştiri, Prof. Dr. Hüseyin Nail Kubalı'ya Armağan, İstanbul 1975, s.467-468.

kendi mali hakları açısından da önem arz etmektedir. Çünkü yönetim kuruluna ödenecek ücretler ve diğer parasal haklara ilişkin taslakların CEO'lar tarafından hazırlandığı bir gerçektir.

Öte yandan, yönetim kurulu üyelerinin genellikle yönetim kurulu üyeliği yaptıkları şirketlerde çok küçük oranlarda pay sahipliği bulunmaktadır. Bu durumun da yönetim kurulu üyelerinin şirket işleri ile ilgili olarak CEO'ları yakından denetleme ve onlarla ters düşme güdülerini azalttığı muhakkaktır.

Son olarak, yönetim kurulu üyeleri CEO'lar hakkında esasen şirket insan kaynakları ve şirket danışmanlarının kendilerine sunmuş oldukları bilgi ile sınırlı olarak bilgi sahibi olmaktadır ki, bu sayılan kişilerin de ileride kendilerinin üstü olacak ve menfaat ilişkisine girecekleri muhtemel CEO ile iyi ilişkiler içinde bulunmak arzusunda olmaları nedeniyle, CEO'lar lehine bilgi aktarımı ve önerilerde bulunacakları bir gerçektir¹¹³.

Tüm bunlar yanında, yönetim kurulu aralıklı olarak toplanan ve temelde CEO tarafından kendilerine aktarılan bilgi ile yetinen görünüşte bir yönetim organı haline gelmiş, şirkete ilişkin kontrol tamamen CEO'nun elinde olmuştur¹¹⁴.

B. Yönetimsel Güç/Menfaat Temini Yaklaşımı (Managerial Power/Rent Extraction Approach)

Mali hakları açıklayan teorilerden ilki olan optimal sözleşme yaklaşımı; yukarıda ayrıntılı olarak ifade edildiği üzere, pay sahipleri adına mali haklara ilişkin sözleşme hükümlerini belirleyen yönetim kurulu üyelerinin pay sahipleri ve şirket menfaatine hareket ettiği, bu şekilde ortaya çıkan mali haklar sözleşmelerinin optimal/ideal nitelikte sözleşmeler olduğu ve bu sözleşmelerin pay sahipleri ile

¹¹³ BEBCHUK/FRIED: agm, s.3-5.

¹¹⁴ PULAŞLI: agm, s.25.

yöneticiler arasındaki vekalet problemini yeterli düzeyde çözdüğü esaslarına dayanmaktadır.

Bu yaklaşım, yöneticilerin mali haklarının açıklanması konusunda doktrinde geniş bir destek bulmuş olmakla birlikte, uygulamada ortaya çıkan mali haklar paketlerinin niteliğini ve etkisizliğini açıklamakta yetersiz kalmıştır. Bu nedenle mali hakların açıklanmasına ilişkin olarak başka bir yaklaşım daha getirilmiştir¹¹⁵.

Bebchuk ve Fried tarafından ortaya atılan yönetsel güç yaklaşımı, optimal sözleşme yaklaşımındaki gibi vekalet problemini esas alır ve mülkiyet-kontrol ayırımından kaynaklanan vekalet maliyetini şirket yönetimindeki temel problem olarak kabul eder.

Ancak bu yaklaşım, optimal sözleşme yaklaşımından farklı olarak ve onun aksine, yöneticilere sağlanan mali hakları (ve bunları belirleyen mali haklar sözleşmelerini) yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki vekalet problemini çözecek bir araç olarak (remedy) değil, ayrı bir maliyet (agency cost) olarak kabul eder. Bu yaklaşım, yöneticilere sağlanan mali hakların yüksekliğini değil; yöneticilerin, kendi konumlarını kullanarak ve konumlarından faydalanarak yüksek ücretler belirlenmesini sağlamaları hususunu eleştirir¹¹⁶.

Bu yaklaşıma göre, mali haklar paketleri ve bunları belirleyen anlaşmalar esasen şirketlerdeki yönetim kadrosuna, şirketin diğer menfaat sahipleri aleyhine menfaat sağlama amacı taşıyan araçlardır. Yöneticiler de, ellerindeki yetkileri, kendi menfaatlerini artırmak amacıyla kullanırlar¹¹⁷.

¹¹⁵ SHEEHAN, Kym: A Model of The Outrage Constraint, SSRN Working Paper Series, November 2007, s.4, <http://ssrn.com/abstract=999496>, 18.9.2008.

¹¹⁶ BAINBRIDGE: agm, s.12.

¹¹⁷ BRUCE/BUCK/BRIAN: agm., s.1495.

Optimal sözleşme yaklaşımı başlığı altında da açıklandığı üzere, halka açıklık oranlarının yüksek olduğu halka açık anonim ortaklıklarda, CEO'lar, şirket yönetim kurulu üzerinde, dolayısıyla kendi mali haklarının belirlenmesinde büyük bir kontrol gücüne sahiptir. Bu nedenle, yüksek kademe yöneticilerin ve özellikle CEO'ların mali haklarını belirleyen anlaşmalar, tarafların tamamen eşit koşullar altında yaptıkları ve pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması amacını güden anlaşmalar olmaktan çıkmakta, optimal bir sözleşme niteliğinde olmadığı gibi, yöneticilerin büyük rakamlar kazanmalarını ve yüksek menfaatler temin etmelerini sağlayan araçlar haline gelmektedirler. Bu nedenle mali haklar sözleşmelerini, optimal sözleşme yaklaşımındaki gibi, pay sahipleri (pay sahipleri adına yönetim kurulu üyeleri) ile yöneticiler arasında eşit koşullar altında ve karşılıklı müzakereler ve pazarlıklarla ortaya çıkan; pay sahipleri ile yöneticilerin menfaat çatışmalarını uzlaştıran (optimal) bir anlaşma olarak tanımlamaya imkan yoktur¹¹⁸.

Pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki mali hakları belirleyen anlaşmaların optimal anlaşma niteliğinde olabilmesi için, pay sahipleri adına anlaşmayı yapan yönetim kurulu üyelerinin tamamen pay sahiplerinin menfaatlerini dikkate alarak hareket etmesi gerekir. Aksi halde yapılacak anlaşma optimal modelden uzaklaşacaktır. Uygulamada, mali hakları belirleyen anlaşmaların optimal modelden uzaklaştığı, yönetim kurulu üyelerinin de tamamen yüksek kademe yöneticilerin ve özellikle CEO'ların etkisinde hareket ettikleri gözlenmektedir¹¹⁹. Bu nedenle

¹¹⁸ **WEISBACH, Michael S.:** Optimal Executive Compensation vs. Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Journal of Economic Literature, Vol.XLV, June 2007, s.420-421, <http://ssrn.com/abstract=939785>, 17.10.2008.

¹¹⁹ Yönetim kurulu üyelerinin hangi ekonomik gerekçeler ile pay sahipleri değil, yöneticiler lehine hareket ettikleri hususuna yukarıda optimal sözleşme yaklaşımı başlığı altında yer verilmiştir.

anlaşmalar pay sahipleri lehine mali hakları en uygun şekilde belirleyen anlaşmalar olmayıp, yöneticiler lehine en iyi şartları belirleyen anlaşmalar olmaktadır¹²⁰.

Bebchuk ve Fried'e göre, CEO'ların ve diğer yüksek kademe yöneticilerin etkisi altındaki yönetim kurulu ile yöneticiler arasında yapılacak mali haklar sözleşmelerinde tarafların dilediklerince ve sınırsızca hareket etmelerinin önünde bir takım engeller ve kısıtlamalar bulunmaktadır. Bunların başında, kamu baskısı olarak ifade edilebilecek (public outrage costs)¹²¹ maliyetler gelmektedir. Buna göre, yöneticilere sağlanacak parasal hakların belirlenmesinde, yapılacak anlaşmaların şirket ile ilişkili kişiler üzerinde yarattığı etkinin de önemli olduğunu kabul etmek gerekir. Şirket ile ilişkili kişiler ve özellikle pay sahiplerinin, parasal hakları belirleyen anlaşmanın iyi olduğuna kanaat getirmemeleri halinde yönetim kurulu üyeleri yöneticilerin mali haklarına ilişkin önerdikleri miktarları kabul etmekte isteksiz ve yöneticiler de bunları teklif etmekte tereddütlü olacaklardır. Oysa başta pay sahipleri ve hatta medya da dahil olmak üzere diğer kişi ve grupların iyi bulduğu ve destekledikleri anlaşmalarda, anlaşma hükümleri pay sahiplerinin menfaatlerinden çok yöneticilerin lehine dahi olsa anlaşmaların yapılmasının daha kolay olduğu görülmektedir.

C. İki Yaklaşım Arasındaki Temel Farklılıklar

Esasen her iki yaklaşım arasındaki fark çok basittir: Optimal sözleşme yaklaşımına göre mali haklar, CEO'ları ve diğer yöneticileri şirkette kalmaya ikna edecek düzeyde ve emeğinin karşılığı olacak şekilde belirlenir. Yönetimsel güç yaklaşımına göre ise yöneticilerin mali hakları olabilecek en yüksek şekilde belirlenir;

¹²⁰ WEISBACH: agm., s.422.

¹²¹ Outrage'in sözlük anlamı haksız saldırıdır. Buradaki outrage costs teriminin, pay sahipleri aleyhine haksız, diğer deyişle olması gerekenin üzerinde belirlenen ücretler nedeniyle doğan maliyet olarak tanımlanabileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

bunun önündeki sınır ise belirlenen miktarın şirket ile ilişkili kişiler ve kamu üzerindeki etkisidir¹²².

Bununla birlikte iki yaklaşımın temel mahiyet farklılığı yanında belli diğer bazı hususlardaki farklılıklarının ayrıca ortaya konulmasında fayda vardır.

a. Yöneticilerin Etkisi Dışındaki Performans Faktörlerinin Ayırıştırılması

Optimal sözleşme yaklaşımında tereddüt doğuran bir husus, yöneticilerin iradesine bağlı olmayan ve performansı etkileyen bazı faktörlerin mali haklar paketlerinden ayıklanmamış olmalarıdır. Bu nedenle yöneticiler, kendilerine bağlı olmayan sebeplerle (piyasadaki genel gidişin iyi olması, hisse senedi fiyatlarının yöneticilerin performansı dışındaki çeşitli sebeplerle yükselmesi) hisse senedi opsiyonlarından büyük menfaatler elde edebilmektedirler.

Ancak 2000’li yıllarda şirketlerde yaşanan genel kriz ve piyasadaki kötüleşme üzerine, yöneticilerin bu durumdan olumsuz olarak etkilenmelerinin önlenmesi için opsiyon fiyatlarının düşürülmesi, yani opsiyonların yeniden fiyatlandırılması yoluna gidilmiştir. Zira piyasanın genel durumunun kötü olduğu zamanlarda bu durumun, yöneticilerin iradesi dışında ve performanslarına bağlı olmadan geliştiği kabul edilmiş; bununla birlikte aksi durumda, yani yöneticilerin iradesi dışında piyasadaki iyi gelişmelerde, opsiyon fiyatları korunmuş yani opsiyon fiyatlarının yükseltilmesi yoluna gidilmemiştir¹²³.

Dolayısıyla, yöneticilere tanınan hisse senedi opsiyon planlarındaki en büyük sorun, bunların, piyasadaki genel olumlu gelişmelere yani şirket ve yöneticilerin

¹²² WEISBACH: agm., s.423; Öte yandan, bazı yazarlara (Murphy, Weishbach) göre, yönetsel güç teorisinin en zayıf yönlerinden biri de “outrage costs” ya da “public outrage costs” olarak tanımlanan kamu etkisinin ne olduğunun tam olarak ortaya konulamamasıdır. Zira burada, kamunun neden CEO'ların ücretleri üzerinde etkili olduğu, neden yine çok yüksek olan sporcu ücretleri ya da sanatçı ücretleri üzerinde kamu etkisinin olmadığı, kamu etkisinin şirket verimliliğini ne şekilde etkilediği, konu hakkında medyanın rolünün ne olduğu hususları tam olarak açıklığa kavuşturulmamıştır.

¹²³ WEISBACH: agm, s.424.

performansından bağımsız nedenlere bağılı olarak hisse senedi fiyatında meydana gelen artışları ayırtıramamalarıdır. Zira, iyi performans göstermeyen yöneticiler dahi, sektörde ve piyasadaki olumlu gelişmelere bağılı olarak hisse senedi fiyatındaki artıştan yararlanarak yüksek kazançlar elde etmektedirler.

İşte hisse senedi opsiyon planlarının, yöneticilerin performansına bağılı hisse senedi fiyat artışlarını, performansdan bağımsız olanlarla ayırt edecek şekilde düzenlenmesi hususunda bir takım öneriler getirilmiştir. Akademik çevrelerde önerilen çözümlerden bir tanesi, opsiyonu kullanma fiyatının belli bir endekse bağlanmasıdır. Bu durumda örneğin baz olarak sektör endeksi seçilmiş ise, hisse senedi fiyatı yükselmiş olsa dahi sektördeki ortalama artışın üzerinde bir artış göstermediğinde, yöneticiler hisse senedi opsiyonu kullanamayacak ve performanslarından bağımsız olarak ortaya çıkan bu artış sebebiyle büyük kazançlar elde edemeyeceklerdir.

İşte Bebchuk ve Fried'e göre yöneticilerin mali haklarına ilişkin olarak uygulamadaki bu durumun optimal sözleşme yaklaşımı ile açıklanması mümkün olmayıp, ancak yönetimsel güç yaklaşımı ile açıklanması mümkündür¹²⁴.

b. Teşvik Mekanizması

Optimal sözleşme yaklaşımına göre, mali haklar kalemlerinden olan hisse senedi opsiyonları, yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarından doğan vekalet problemini çözmede önemli bir mekanizmadır.

Ancak bu opsiyonların, vekalet problemini çözme fonksiyonunu, ancak opsiyonların belli bir süre elden çıkarılmasının önlenmesi halinde yerine getirebileceğini kabul etmek gerekir. Şayet bu opsiyonların elden çıkarılması ya da

¹²⁴ BEBCHUK/FRIED: agm., s.15.

vadeli işlem sözleşmelerine konu edilmesi imkan dahilinde ise, yöneticiler, hisse senedi fiyatının düşüşü nedeniyle yüklenecekleri zararı ortadan kaldıracabileceklerinden, mali haklar paketlerinin en önemli kısmı olan opsiyonlar, teşvik fonksiyonunu yerine getiremeyecektir¹²⁵.

Ayrıca, hisse senedi opsiyon sözleşmeleri, hisse senedi opsiyonu verilen yöneticilerin, bu opsiyonu kullanarak şirket hisse senetlerini aldıktan sonra bunların belli bir süre elden çıkarılmasını yasaklayabilir. Bu halde, halen hisse senedini elinde bulundurması nedeniyle yöneticilerin şirketin değerini ve hisse senedi fiyatını yükseltmek için çalışmaya devam edecekleri kabul edilir. Ancak bu durum, yöneticilerin likiditelerini ve hisse senetlerini elden çıkararak başka yatırımlar yapma haklarını kısıtladığından genellikle böyle bir sınırlamaya gidilmediği görülmektedir. Çok az sayıda şirket, hisse senedi opsiyonu kullanılarak alınan hisse senetlerinin bir kısmının belirli bir süre elde tutulması yönünde sözleşmeye hükümler koysa da, belirlenen miktar hisse senedinin elde tutulmadığı, diğer deyişle söz konusu sözleşme hükmüne aykırı davranıldığı durumlarda caydırıcı cezai şartlar öngörülmediğinden, böyle bir kısıtlamanın da pratik bir değeri bulunmamaktadır. Bu nedenle uygulamada, yöneticilerin hisse senedi opsiyonlarını kendilerine opsiyonu kullanmak için tanınan süre sona ermeden kullandıkları ve çok kısa sürede bu hisse senetlerini elden çıkardıkları görülmektedir.

Yöneticiler, almış oldukları hisse senetlerini ne zaman elden çıkaracakları hususunda özgür bırakıldıklarından, bu durum içerden öğrenenlerin ticaretine imkan tanımaktadır. Bunu engellemek için hisse senetlerinin belli bir süreç içinde ve belli bir plan dahilinde elden çıkarılması sözleşme ile öngörülebilir.

¹²⁵ WEISBACH: agm, s.425

Bir başka alternatif de, sözleşme ile, yöneticilerin hisse senetlerini satacakları yönünde kamuya açıklama yapma yükümlülüğü öngörülerek, hisse senedi satışları ile olağanüstü kazançlar elde edilmesinin önlenmesidir. Ancak uygulamada bu türden hükümlerin sözleşmelere konulduğuna nadiren rastlandığı görülmektedir.

Bu durumda, içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek için gerekli önlemleri almadığı gerekçesi ile sorumlu tutulmak istemeyen şirketler, hisse senedi opsiyonlarının kullanılması ya da alınan hisse senetlerinin satılması için sözleşme ile önceden belli bir zaman aralığı belirleyebilir.

Fakat bu halde dahi, şirketle ilgili bilgilere önceden sahip olan yöneticiler, sözleşme ile belirlenen zaman aralığı içinde kalmak kaydıyla, şirket hisse senedinin fiyatının düşüşüne neden olacak bilgiler kamuya açıklanmadan hisse senetlerini elden çıkarabilirler. Nitekim Enron olayında, şirketin mali krizi kamuya açıklanmadan ve hisse senedi fiyatında büyük düşüşler yaşanmadan önce yöneticilerin hisse senetlerini elden çıkardıkları görülmüştür.

İşte tüm bu uygulamaların optimal sözleşme yaklaşımı ile açıklanması mümkün değildir. Zira bu yaklaşım esas alınır ise, pay sahiplerinin menfaatleri gereği yöneticilerin ellerindeki hisse senetlerini elden çıkarmalarının engellenmesi gerekir ki, uygulamada bu duruma rastlanmamaktadır. İşte bu uygulama, ancak yönetimsel güç yaklaşımı ile açıklanabilmektedir¹²⁶.

c. Bazı Mali Haklar Kalemlerinin Peçelenmesi (Camouflage)

Yönetimsel güç yaklaşımına göre, yöneticilerin mali haklarını belirleyen anlaşmaların şirket ile ilgili kişilerde yarattığı etki (public outrage) nin sonucu olarak mali hakların bir kısmının örtülmesi, peçelenmesi (camouflage) yoluna gidilmektedir.

¹²⁶ BEBCHUK/FRIED: agm., s.17-19.

Bunun amacı, yöneticilerin mali haklarının pay sahipleri ve şirket ile ilgili diğer kişilerde olumsuz bir etki yaratılmasının önlenmesi ve mali hakları uygun, kabul edilebilir ve makul göstermektir. Zira, çok yüksek ya da kötü olarak düzenlendiği etkisi yaratan mali haklar paketlerinde azaltıma ve değişikliğe gidildiği gözlemlenmiş olup, yöneticiler tarafından bu etki ortadan kaldırılmak istenmektedir¹²⁷.

İşte yöneticilerin mali haklarının belirlendiği anlaşmaların gerek şirket içinde gerek şirket dışında yarattığı etkinin bu anlaşma hükümlerinin belirlenmesinde oynadığı rol sebebiyle ortaya çıkan bir kısım mali hakların örtülmesi arzusu, mali haklara ilişkin kamuyu aydınlatma gereğini beraberinde getirmiştir¹²⁸.

Bebchuk ve Fried'e göre yöneticilerin mali haklarına ilişkin pratikte rastlanılan bazı uygulamalar mali hakların örtülmesi hususunu ortaya koymaktadır: Güç ve parasal haklar arasındaki ilişki, mali haklar danışmanları, yöneticilerin şirketten borçlanması (ödünç) ve yöneticilere şirketten ayrılırken tanınan tazminatlar.

Güç ve parasal haklar arasındaki ilişki yaklaşımı, yöneticilerin şirket işlerindeki gücünün yönetim kurulu üyelerinden fazla olduğunu kabul ederek, bu durumu aşağıdaki gibi açıklar¹²⁹:

Yönetimsel güç yaklaşımına göre, yöneticilerin güçlü olduğu şirketlerde kendilerine sağlanan mali haklar yüksek ve performansdan bağımsız olmaktadır. Buna göre, yönetim kurulu zayıf ya da etkisiz ise, şirket yönetimi dışından büyük pay sahibi yok ise (büyük pay sahipleri aynı zamanda şirkette yönetici konumunda iseler), kurumsal pay sahibi sayısı az ise ve yöneticiler şirket el değiştirmeleri hallerine karşı korunmakta ise yöneticilerin şirket içinde güçlü oldukları kabul edilir.

Şöyle ki;

¹²⁷ SHEEHAN: agm., s.5-6.

¹²⁸ BEBCHUK/FRIED: agm., s.75-76.

¹²⁹ SHEEHAN: agm., s.4-5.

Yönetim kurulunun zayıf ya da etkisiz; ayrıca yönetim kurulu üye sayısının fazla olduğu şirketlerde, yönetim kurulunun kendi içinde anlaşarak CEO'ya karşı koyması güçtür. Ayrıca şirket dışından olan (şirket yönetim kademesinden gelmeyen) yönetim kurulu üyelerinin CEO tarafından aday listesine konulduğu hallerde, bu kişilerin CEO'ya karşı duydukları sadakat borcu, yine şirket dışından seçilen yönetim kurulu üyelerinin birden fazla şirkette yönetim kurulu üyesi olarak görev yaptığı hallerde yönetim kurulunun CEO'ya karşı bir tavır alması güçleşmektedir.

CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğu şirketlerde CEO ücretlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Bir diğer husus ise yönetim kurulu içindeki mali haklar komitesinin yapısı olup, bu komite üyelerinin şirketteki pay sahipliği CEO ücretleri ile ters orantılı olmaktadır. Komite üyelerinin pay sahipliği oranı arttıkça CEO ücretlerinin daha düşük olduğu gözlemlenmektedir.

Şirkette yönetim kadrosunda yer alanlar dışında büyük pay sahibi yok ise, şirket yöneticilerinin ücretlerinin daha yüksek olduğu görülmekte, şirkette, şirket yönetiminde yer almayan büyük bir pay sahibinin var olduğu hallerde ise, bu büyük pay sahibinin şirket işlerini ve yönetimi denetlemekteki arzusu yöneticilerin ücretlerini azaltmaktadır¹³⁰.

Kurumsal pay sahibi sayısı az ise, yine şirket yöneticilerinin ve başta CEO'nun daha güçlü ve ücretlerinin daha yüksek olduğu görülmekte; ancak büyük pay sahipliği bulunan kurumsal pay sahiplerinin gerek CEO, gerekse yönetim kurulunu yakından izlemesi ve gözetimi nedeniyle yöneticilerin mali haklarının bu yapının mevcut olmadığı şirketlere göre daha düşük olduğu gözlenmektedir.

¹³⁰ BEBCHUK/FRIED: agm., s.77

Öte yandan, yöneticiler şirket el değiştirmeleri hallerine karşı korunmakta ise, CEO ücretlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumun optimum sözleşme yaklaşımı ile açıklanması mümkün değildir. Zira bu yaklaşıma göre, şirket yöneticilerinin durumları şirket el değiştirmesi hallerinde korunuyor ise, diğer deyişle yöneticilerin görevleri daha sağlam ve görevlerine son verilme olasılığı daha az ise, şirket tarafından yöneticilere ödenecek risk primi ve dolayısıyla toplam ücretlerin de daha düşük olması gerekir¹³¹.

Mali haklar danışmanlarına ilişkin olarak; büyük halka açık şirketlerin yöneticilerinin mali haklarının belirlenmesi sürecinde danışmanlık hizmeti aldıkları görülmektedir. Optimal sözleşme yaklaşımında, bu hizmet, bu konuda uzman şirketlerin bilgi ve tecrübelerinden faydalanılması için alındığı şeklinde açıklanabilir. Ancak durum her zaman böyle değildir. Zira mali haklar konusunda danışmanlık hizmeti, mali haklar konusunda yöneticiler ile en uygun şartları haiz sözleşmeler yapmaktan öte, yöneticilere sağlanan ve çok zaman eleştirilere konu olabilecek düzeyde yüksek olan mali hakların yasal zemine oturtulması ve haklılığının ortaya konulması amacıyla alınmaktadır.

Bahsi geçen danışmanlık hizmeti, şirketlerin insan kaynakları bölümleri tarafından ilgili şirketlerden alınmaktadır. Bu birimler daha sonra kendilerinin başında olacak CEO'lar ile iyi geçinmek isterler. Bu nedenle CEO'ların mali haklarını daha dar olarak belirleyen bir danışmanlık şirketinden gerek o şirketin gerekse başka şirketlerin insan kaynakları birimlerinin ileride hizmet alımı yapmak istemeyecekleri açıktır.

¹³¹ BEBCHUK/FRIED: agm., s.78

Kaldı ki, mali haklar konusunda danışmanlık hizmeti veren şirketler, kendilerinden bu hizmeti alan şirketlere başka hizmetler de vermektedirler ki, bu nedenle şirketin en tepe noktasında olan CEO'lar ile onların da iyi geçinmek isteyecekleri muhakkaktır¹³².

Gizli ödemelere yönelik olarak ise, genel olarak şirketlerde, yöneticilerin parasal haklarının şeffaf olmadığı, tamamının açıklanmadığı ve bu hakların performansa bağlı olmadığı görülmektedir. İşte yöneticilere yapılan ödemelerin gerek performanslarının üzerinde olması, gerekse tamamın açıklanmaması için bir takım peçeleme yöntemlerine başvurulmaktadır. Emeklilik planları çerçevesinde yapılan ödemeler, danışmanlık ücreti altında yapılan ödemeler ve emeklilik sonrası sağlanan gelirler bu peçeleme yöntemlerinden bazılarıdır.

Söz konusu peçeleme yöntemlerinden bir başkası da yöneticilerin şirketten borçlanmasıdır. Yöneticilerin şirketten borçlanabilmesi 2002 yılında yürürlüğe konulan Sarbanes Oxley Yasası ile yasaklanmıştır. Ancak yasanın kabulünden önce ABD'deki 1500 büyük şirketin %75'inin yöneticilere borç verdiği tespit edilmiştir. Bugün bankalar dışındaki şirketlerin yöneticilerine borç vermesi kanun gereği mümkün değildir.

Yasadan önce, şirketin yöneticilerine verdiği borç karşısında aldığı faiz piyasadaki faiz oranlarına eşit ya da bu oranın üzerinde ise, bunun kamuya açıklanması gerekmiyor idi. Ancak SEC'nin anılan kuralında piyasadaki faiz oranı kavramının ne şekilde belirleneceği hususunda açıklık yoktu. Nitekim çöküşü ile büyük bir skandal yaratan WorldCom şirketinin CEO'suna %2.15 oranı üzerinden 400 milyon dolar civarında borç verdiği ve bu oranın piyasa oranlarının altında

¹³² BEBCHUK/FRIED: agm, s.78-79.

olmadığı gerekçesi ile borçlanma ilişkisini açıklamadığı tespit edilmiştir. Oysa anılan dönemde piyasada borçlanma faiz oranının %5'ler civarında olduğu belirlenmiştir. Ancak bu durum adı geçen şirketin büyük muhasebe hileleri ile çöküşünden sonra anlaşılmış, bundan önce anılan husus incelenmemiştir.

Diğer taraftan, şirketin hisse senetlerini satın almak üzere şirket yöneticilerine verilen borçların, şirket hisse senedinin satın alınmasından sonra fiyatının düşmesi halinde silinmesi durumlarına rastlanmıştır. Webvan adlı şirketin iflasından sonra, şirketin CEO'suna şirket hisse senetlerini satın almak üzere ödünç verdiği, ancak hisse senetlerinin satın alınmasından sonra fiyatında büyük düşüş meydana gelmesi nedeniyle bu borcun silindiği tespit edilmiştir.

İşte şirketlerin mali tablolarında yöneticilere sağlanan parasal haklar arasında yansıtılması zorunlu olmayan bu gibi unsurlar, yöneticilere sağlanan mali hakların bir kısmının kamufle edilmesi için kullanılmış, ancak muhasebe kurallarının açıklıklarından yararlanılarak yapılan bu gibi işlemler şirketlerin mali krizler yaşaması ve iflaslarından sonra anlaşılabilmiştir¹³³.

Ayrılma tazminatları hususunda ise, pek çok şirkette, görevden ayrılan CEO'lara ayrılma tazminatı öngörülmüştür. CEO, şirketi iyi yönetemediği için yönetim kurulu tarafından görevine son verilmiş olsa dahi bu tazminatların verildiği görülmektedir.

Ayrılan CEO'lara, şirketi kötü yönetmiş ve hatta görevine son verilmiş olsa dahi bir ayrılma primi verilmesi optimal sözleşme yaklaşımı ile açıklanamamaktadır. Zira bu prim şirketi iyi ya da kötü yönetmiş olduğuna bakılmaksızın verildiğinden, iyi ve kötü yöneticiler arasında farkı ortadan kaldırmaktadır. Şirketi iyi yönetemediği

¹³³ BEBCHUK/FRIED: agm., s.79-81.

için yönetim kurulunca görevine son verilen bir CEO'ya sözleşme ile öngörülen diğer haklar yanında bir de ayrılma primi verilmesi, kötü yöneticilerin haksız olarak ödüllendirilmesi anlamına gelmektedir.

Bununla birlikte, bu gibi ek mali hakların olmaması halinde şirketi yönetecek kötü bir CEO'nun verdiği kararlarda oluşacak zararların maliyeti, ayrılma primlerinin yaratacağı maliyetten daha fazla olabileceğinden, olumlu işlevinin olduğunu da söylemek mümkündür. O halde ayrılma primlerinin fonksiyonu ne olursa olsun, bunların ancak yönetsel güç yaklaşımı ile açıklanabileceği ortadadır¹³⁴.

Sonuç olarak, yöneticilerin şirket içinde güçleri ve yetkileri kendi mali haklarının belirlenmesinde oldukça etkilidir. Dolayısıyla, yöneticilere sağlanan parasal haklar sadece yöneticiler ile pay sahiplerinin menfaatlerini uzlaştıracı ve vekalet problemini çözen bir araç olarak görülmemelidir. Zira yöneticilerin parasal hakları başlı başına vekalet problemine vücut veren bir unsur olarak da karşımıza çıkmaktadır.

O halde, yöneticilerin şirket içindeki güçleri ve yönetim kurulu üzerindeki etkileri, mali haklarının optimal sözleşmelerde olması gerekenin çok üzerinde gerçekleşmesi sonucunu doğurmaktadır. Ancak bu durum da, şirkette kurumsal pay sahiplerinin varlığı, yönetim kurulu üyelerinin şirket içinden ya da dışından olması gibi etkenlere bağlı olarak farklılık göstermektedir¹³⁵.

3. Pay Sahipliği Yapısının Mali Haklara Etkisi

A. Pay Sahipliği Yapısının Yaygın Olduğu Ortaklıklar

Pay sahipliği yapısının yaygın olduğu, diğer deyişle şirket kontrolünü sağlayacak payların bir ya da birkaç pay sahibinin elinde olmadığı ortaklıklarda, pay

¹³⁴ BEBCHUK/FRIED:agm., s.81-82.

¹³⁵ BEBCHUK/FRIED:agm., s.89.

sahiplerinin şirket işlerini denetleme yönünde bir istekleri ve bu denetimi gerçekleştirecek olanakları da bulunmamaktadır. İşte pay sahiplerinin denetim eksikliği yöneticileri, şirket işlerine ilişkin olarak alacakları kararlarda kendi menfaatleri lehine hareket etmeye yöneltebilir. Bu nedenle, pay sahipliği yapısının yaygın olduğu ortaklıklarda, yöneticileri pay sahipleri lehine hareket etmeye sevk edecek teşvik mekanizmalarına ihtiyaç vardır. Dolayısıyla, bu türden ortaklıklarda vekalet problemi daha belirgin ve vekalet maliyeti daha fazladır¹³⁶.

Pay sahiplerinin, yöneticileri denetleme dereceleri şirketteki pay sahipliği yapısına bağlı etki göstermektedir. Pay sahibi sayısının az ya da pay sahipliği yapısının blok olduğu şirketlerde, pay sahipleri yönetimi denetlemekte daha istekli ve etkin davranmakta, pay sahipliği yapısının yaygın olduğu şirketlerde ise, bir ya da birkaç pay sahibi şirket payları üzerinde kontrol gücüne sahip olmadığından, yöneticileri denetlemeleri güç olduğu gibi, pay sahipleri de bu fonksiyonu yerine getirmekte isteksizdirler. Bu durum da, yukarıda ifade edildiği üzere, vekalet maliyetini artırmaktadır¹³⁷.

Bununla birlikte bir kısım yazarlar, blok pay sahipliği yapısının bulunduğu ortaklıklarda, hakim pay sahiplerinin ortaklık işlerini yakından takip edip yöneticileri sıkı bir biçimde denetleyebileceği gibi, kendi menfaatleri doğrultusunda hareket ederek şirket varlıklarını kendileri lehine harcayabileceklerini, dolayısıyla vekalet problemi nedeniyle doğan maliyet ile pay sahipliği yapısı arasında tam bir korelasyon bulunmadığını, zira blok pay sahipliği yapısında da hakim ortağın şirket

¹³⁶ **FERRARINI/ MOLONEY:** agm., s.2-3.

¹³⁷ **RAMSAY, Ian M.:** Directors and Officers' Remuneration: The Role of the Law, Journal Of Business Law, July 1993, s.366, <http://ssrn.com/abstract=928807>, 15.02.2009.

varlıklarını azınlık aleyhine kötüye kullanma olasılığının mevcut olduğunu ileri sürerler¹³⁸.

İşte blok pay sahipliği yapısının bulunduğu ortaklıklarda, yukarıda açıklanan türden bir vekalet maliyeti ortaya çıkmamakla birlikte, hakim ortağın gücünü azınlık aleyhine kullanmasının ortaklık toplam değerini düşürdüğü kabul edilmektedir¹³⁹.

B. Blok Pay Sahipliği Yapısının Bulunduğu Ortaklıklar

Blok pay sahipliği yapısının bulunduğu, diğer bir ifade ile ortaklıkta kontrolü sağlayan payların bir veya birkaç hakim ortağın elinde olduğu ortaklık yapılarında, pay sahiplerinin yöneticiler üzerindeki denetimleri daha etkin olduğundan vekalet maliyeti daha azdır. Zira bu türden ortaklıklarda, hakim ortak yöneticilerin şirket işlerine ilişkin karar ve işlemlerini denetlemekte daha arzulu olduğu gibi, denetimi gerçekleştirmek için gerekli imkanlara da (bilgi ve belgelere ulaşma kolaylığı vs.) daha fazla sahiptir. İşte hakim ortaklar eliyle gerçekleştirilen denetim, vekalet maliyetini azaltmaktadır.

Öte yandan, pay sahiplerinin yöneticileri denetleme arzularının ve imkanlarının olmadığı, pay sahiplerince yöneticiler üzerinde etkin bir denetim mekanizmasının kurulamadığı, yaygın pay sahipliği yapısının bulunduğu ortaklıklarda yöneticileri pay sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda hareket etmeye sevk etmek için bir teşvik mekanizmasına ihtiyaç duyulmakta; bu teşviki sağlamak üzere de daha fazla maliyet getiren mali haklar sözleşmesi yapılması gerekmektedir. Ancak böyle bir teşvik mekanizması ihtiyacı blok pay sahipliği yapısındaki ortaklıklarda daha az ve önemsizdir¹⁴⁰.

¹³⁸ **DEPKEN/NGUYEN/SARKAR:** agm., s.3.

¹³⁹ **DEPKEN/NGUYEN/SARKAR:** agm., s.7.

¹⁴⁰ **FERRARINI/MOLONEY:** agm., s.4.

II. BÖLÜM

YABANCI ÜLKE DÜZENLEMELERİNDE VE TÜRK HUKUKUNDA ANONİM ORTAKLIK YÖNETİCİLERİNİN MALİ HAKLARI

I. Yöneticilerin Mali Haklarına İlişkin Yurtdışı Düzenleme ve Uygulamaları

1. Avrupa Birliği

Yöneticilerin mali haklarına ilişkin yurtdışı uygulamalarında, Avrupa Birliği (AB) düzenlemeleri ile İngiltere, Fransa ve Almanya düzenlemelerine yer verilmiş; baştan itibaren yapılan açıklamalarda, konunun doğup geliştiği ABD hukukunun esas alınması nedeniyle ABD mevzuat ve uygulamaları ayrıca anlatılmamıştır.

A. Genel Olarak

AB mevzuatında yöneticilerin mali haklarına ilişkin 2 temel düzenleme bulunmaktadır.

Bunlardan ilki AB Komisyonunun “Borsa Şirketleri Yöneticileri İçin Uygun Mali Haklar Rejiminin Benimsenmesi” ne ilişkin 2004/913 sayılı Tavsiye Kararıdır. Konuya ilişkin ikinci düzenleme olan Komisyonun 2005/162 sayılı Tavsiye Kararı ise borsa şirketlerinin icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulunda oluşturulan komiteleri düzenlemektedir.

AB 2004 yılında, daha önce 21 Mayıs 2003 tarihinde kabul edilmiş olan Şirketler Hukuku Eylem Planı (Company Law Action Plan) çerçevesinde yöneticilerin mali haklarına ilişkin uygun bir sistem getirilmesi için yukarıda belirtilen 2004/913 sayılı Tavsiye Kararını yayınlamıştır.

Bağlayıcı nitelikte olmayan hükümler getiren Tavsiye Kararı, ülkelerin dört alanda gerekli tedbirleri içeren düzenlemeler yapmalarını öngörmektedir:

- Şirketlerin Mali Haklar Politikalarının Kamuya Açıklanması
- Şirketlerin Mali Haklar Politikalarının Pay Sahiplerince Oylanması
- Mali Hakların Her Bir Yönetici Bazında Kamuya Açıklanması
- Hisse Senedine Dayalı Mali Hakların Pay Sahipleri Tarafından Onaylanması

Anılan konularda düzenleme yapılmasını öngören hükümlerin bağlayıcı olmaması, tek bir modelin farklı ülkelerde uygulanmasının uygun olmayabileceği ve iyi sonuçlar vermeyeceği yaklaşımının sonucudur. Bu yaklaşıma bağlı olarak AB ülkeleri bazında yapılan bir çalışmada, Tavsiye Kararının her ülkenin düzenlemelerine farklı şekillerde yansıtıldığı, Tavsiye Kararında yer alan bir kısım unsurların ise ne yasada yer aldığı ne de bu unsurlara en iyi uygulama esasları ya da kotasyon kuralları içinde yer verildiği görülmüştür¹⁴¹.

Nitekim doktrinde de, AB içerisinde yöneticilerin mali haklarına ilişkin mevzuatın uyumlaştırılması sürecinde uyumlaştırmanın daha çok kamuyu aydınlatma düzenlemelerini esas alması gerektiği, zira AB üyesi ülkelerde şirketlerin ortaklık yapılarının (yaygın, blok pay sahipliği yapısı) farklılık gösterdiği, farklı ortaklık yapılarına bağlı olarak da ortaya çıkan menfaat çatışmaları ve bunlara yönelik çözümlerin farklılaştığı, bu nedenle, uyumlaştırma konusunda esneklik sağlanarak, uyumlaştırmanın kamuyu aydınlatma boyutuna ağırlık verilmesi gerektiği savunulmuştur¹⁴².

İlk olarak mali haklar politikalarının kamuya açıklanması konusuna bakıldığında, İngiltere, Hollanda ve İrlanda düzenleme (gerek zorunlu gerekse uy,

¹⁴¹ **JACKSON Eugenia:** Executive Remuneration – A Pan-European Perspective, SSRN Working Paper Series, July 2006, s.7-9, <http://www.ssrn.com>, 08.12.2008.

¹⁴² **FERRARINI/MOLONEY:** agm., s.2.

uymazsan açıkla esasına dayalı kurumsal yönetim ilke ve kodlarında yer alanlar) ve uygulamalarının kamunun aydınlatılması konusunda daha ayrıntılı ve iyi olduğu; Finlandiya, Almanya, Fransa, Belçika, İtalya, Danimarka, Portekiz ve İspanya gibi ülkelerde ise mali haklar politikalarının kamuya açıklanması hususunda Tavsiye Kararındaki bazı unsurlar mevcut olmakla birlikte, bir takım eksikliklerin bulunduğu, Avusturya, Yunanistan ve Lüksemburg'da ise mali haklar politikalarının kamuya açıklanması konusunun diğer ülkelerdeki düzenleme ve uygulamalara göre geride kaldığı tespit edilmiştir.

Tavsiye Kararında sıralanan diğer konularda da ülkeler benzer profiller göstermişlerdir. İşte, bir kısım ülkelerdeki şirketlerde, mali haklara ilişkin anılan Tavsiye Kararında yer verilen hususların uygulanamamasının nedenleri genel olarak; gerekli yasal düzenlemelerin yapılmamış olması, mevcut düzenlemelerin net ve ayrıntılı olmaması ile mevcut düzenlemelerin uygulanmamasının yaptırım gücünden yoksun olması şeklindedir¹⁴³.

Mali haklar politikalarının ve mali hakların pay sahiplerinin oyuna sunulması hususunda ise durum daha kötüdür. Zira yalnızca İngiliz ve Hollanda şirketlerinin tamamında, yöneticilerin mali haklar *politikalarına* ilişkin olarak pay sahiplerinin onayı aranmakta olup, bir kısım Yunan, İtalyan ve Danimarka şirketlerinde bu hususların genel kurul gündemine madde olarak konulduğu, bunun dışındaki ülkelerde mali haklar politikalarının genel kurul gündeminde dahi yer almadığı tespit edilmiştir.

Hisse senedine dayalı mali hakların pay sahiplerinin oyuna sunulması hususunda ise, üye ülkelerin çoğunluğunda hisse senedine dayalı olarak verilecek

¹⁴³ JACKSON: agm., s.8-9.

mali haklar sermaye artırımını gerektirdiğinden, zorunlu olarak pay sahiplerinin oyu gerekmektedir. Ancak bu oylamanın esasen yöneticilerin mali haklarına ilişkin pay sahiplerinin fikir ve onaylarının alınması anlamı taşımadığı açıktır. Yalnızca Fransa’da pay sahiplerinin oylaması, pay sahiplerinin onayı olarak kabul edilmekte ve yöneticilere hisse senedi opsiyonu verilmesi sermaye artırımını gerektirmese dahi pay sahiplerinin olumlu oyu aranmaktadır¹⁴⁴.

AB ülkelerinin çoğunda yasal olarak hisse senedine dayalı mali hakların verilmesinde sermaye artırımını ya da esas sözleşme değişikliği gerektiğinden, pay sahiplerinin konuya ilişkin onayı niteliğinde olmamakla birlikte mali haklar dolaylı olarak pay sahiplerince oylanmaktadır. Ancak bu durum İngiltere ve İrlanda’da farklılık göstermektedir. Zira bu ülkelerde şirket sermayesine ilişkin tüm hususların, hisse senedine dayalı haklardan ayrı olarak ele alınması gerekmektedir. Ayrıca mevcut hisse senedine dayalı mali haklar planlarında yapılacak değişiklikler ve bunlara ilişkin olarak kamuya yapılacak açıklamalar bu ülkelerde kotasyon kuralları ya da en iyi uygulama kodları içinde düzenlenmiş olup, yasal zorunluluk şeklinde düzenlenmemiştir.

Anılan AB Tavsiye Kararından sonra, en iyi uygulama kodlarında hisse senedine dayalı mali hakların pay sahiplerinin oyuna sunulmasını öngören ülke düzenlemelerinde artış olmuştur. İngiltere yanında İrlanda, Hollanda, İsveç, Portekiz, Avusturya, Danimarka ve Belçika’da en iyi uygulama kodlarında hisse senedine dayalı mali hakların pay sahiplerinin onayına sunulması tavsiye ve önerilerine yer verilmiştir.

¹⁴⁴ FERRARINI/MOLONEY: agm., s.17.

Ülkeler bazında yapılan çalışmada, AB Komisyonunun mali haklara ilişkin tavsiye kararının uygulanırılığının, bu esasları kendi mevzuatlarında (yasada veya kotasyon şartı olarak alt düzenlemelerde) bağlayıcı olarak kabul eden ülkelerde; bu esasları uy-uymazsan açıkla esasına dayanarak düzenleyen ülkelerden daha iyi olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte AB üyesi ülkelerin genelinde, tavsiye kararında yer alan hususların uyulması zorunlu kural ve ilkeler olarak değil, uy-uymazsan açıkla esasına dayalı kurallar olarak benimsendikleri görülmektedir¹⁴⁵.

Mali haklara ilişkin anılan AB Tavsiye Kararında, şeffaflığın ve pay sahiplerinin kontrolünün artırılmasını hedefleyen Şirketler Hukuku Eylem Planına da uygun olarak, AB üyesi ülkeler nezdinde mali haklar ve bunların kamuya açıklanması hususunda da uyumlaşmanın artırılmasını amaçlamakta olup, bu amaca yönelik olarak pay sahiplerinin yöneticilerin mali haklarının neler olduğu ve mali haklar-performans ilişkisi hususunda ayrıntılı olarak bilgilendirilmeleri ve hisse senedine bağlı mali hakların pay sahiplerinin oyuna sunulması öngörülmektedir.

Öte yandan, AB Komisyonunun mali haklara ilişkin düzenlemeleri tavsiye niteliğinde olmakla birlikte, kamuyu aydınlatma düzenlemelerindeki gelişme ve pay sahiplerinin daha iyi aydınlatılması ile, pay sahiplerinin şirketler üzerindeki baskı gücünün artacağı ve bunun sonucu olarak şirketlerin artık pay sahiplerince olumlu bakılmayan mali haklar politikalarını uygulayamayacakları fikri hakim olmuştur¹⁴⁶.

B. Yönetici Kavramına İlişkin Olarak

Tavsiye kararı mali haklara yönelik olarak yönetici kavramını şirket yönetim (administrative) ve denetim (supervisory) organlarının her bir üyesi ve şirket yönetiminde yer alan kişiler şeklinde tanımlamıştır (2004/913, Article 2.1).

¹⁴⁵ JACKSON: agm., s.10.

¹⁴⁶ JACKSON: agm., s.11-12.

Bu bağlamda, anılan tavsiye kararlarının ülkeler bazındaki değerlendirmesinde, farklı ülkelerdeki farklı şirket yapıları ve yönetim kurulu yapılanmalarının dikkate alınması, tavsiye kararındaki hususların icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri yanında, şirketin üst kademe diğer yöneticileri bazında da değerlendirilmesi gerektiği kabul edilmektedir.

Dolayısıyla tek kademeli yönetim kurulunun olduğu şirket yapılarında icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin, ikili kurul yapısı olan şirketlerde ise hem yönetici kurul, hem de gözetim kurulu üyelerinin; diğer taraftan şirkette yönetim kurulu üyesi olmamakla birlikte üst kademe yönetici niteliğindeki kişilerin mali haklarının kamuya açıklanması beklenmektedir. O halde Tavsiye Kararı kapsamında bir taraftan yönetici kurul ya da gözetim kurulu üyesi sıfatını haiz kişilerin mali haklarının açıklanması beklenirken, diğer yandan bu sıfatı haiz olmasa bile şirket yönetiminin (management) üst kademesinde görev yapan kişilerin mali haklarının kamuya açıklanması beklenmektedir¹⁴⁷.

C. Mali Haklar Politikalarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Olarak

2004/913 sayılı Tavsiye Kararının 3.1 maddesine göre, menkul kıymetleri borsalar ya da diğer organize piyasalarda işlem gören şirketler, mali haklar politikalarını içeren bir beyanı kamuya açıklamak zorundadır. Söz konusu beyanın şirketin yıllık raporunda ya da muhasebe kayıtlarında yer alması, ayrıca şirketin internet sitesinde de yayınlanması gerekmektedir.

Mali haklar beyanının, şirketin izleyen mali yıl ya da uygunsa yıllardaki mali haklar politikalarını ortaya koyması ve şirket tarafından önceki yılın politikalarının ne şekilde uygulandığını değerlendirmesi beklenmektedir. Söz konusu beyanda, bir

¹⁴⁷ JACKSON: agm, s.17.

önceki yıla göre mali haklar politikalarında bir değişiklik öngörülüyor ise, bu hususun ayrıca ortaya konulması gerekmektedir (Article 3.2)

Beyanın asgari olarak aşağıdaki hususları içermesi gerekir (Article 3.3):

- Mali hakların sabit ve değişken kalemlerinin mali hakların bütünü içindeki yeri

- Mali haklar-performans ilişkisi

- Primlere ilişkin temel kriterler ve bu kriterlerin esas alınma gerekçesi ile diğer gayrinakdi mali haklar

- Emeklilik ödemeleri ile ilgili olarak sağlanan mali hakların temel nitelikleri.

Mali haklar beyanlarında sayılanların yanı sıra, yöneticilerle imzalanan mali haklar sözleşmelerindeki cezai şart, sözleşme süresi gibi unsurlara da yer verilmesi öngörülmüştür (Article 3.4).

Mali haklar beyanında kamuya açıklanacak bilgiler içinde, mali haklar politikasının belirlenme sürecine ilişkin bilgiye de yer verilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, mali haklar komitesinin yetki ve kompozisyonuna, dışarıdan mali haklar konusunda danışmanlık hizmeti alınmış ise bu danışmanlara ve mali haklar hususunda genel kurulun rolüne, mali haklar beyanında yer verilmesi öngörülmektedir (Article 3.5).

Tavsiye Kararındaki bu düzenlemeler, yatırımcılara, birikimlerini yatırmayı düşündükleri şirket hakkında mümkün olan en çok bilgiyi sağlamak amacına yöneliktir. Kaldı ki, söz konusu geniş kamuyu aydınlatma esasları, şirket üzerinde de etki yaratarak sorumluluk fikrini artıracak ve özellikle başarısızlığın ödüllendirilmesinin (özellikle ücret performans ilişkisinin ortaya konulması ve şirket muhasebe kayıtlarında beyana yer verilmesi ile) önüne geçilmesi sonucunu

doğuracaktır. Ayrıca bu şekilde pay sahiplerinin şirket üzerinde daha aktif baskı gücü oluşturmaları sağlanacaktır¹⁴⁸.

D. Mali Haklar Politikalarının Oylanmasına İlişkin Olarak

Tavsiye Kararına göre, şirket mali haklar politikalarının ve varsa bu politikalarda yapılan değişikliklerin genel kurul gündemine ayrı bir madde olarak konulması gerekmektedir (Article 4.1).

Yukarıda açıklanan mali haklar beyanı, genel kurulda pay sahiplerinin oyuna sunulmalıdır. Söz konusu oylama bağlayıcı ya da tavsiye niteliğinde bir oylama olabilir. Öte yandan üye ülkeler, düzenlemelerinde, söz konusu oylamanın, yalnızca payların %25 ya da daha fazlasına sahip pay sahiplerinin talebi halinde yapılacağı şeklinde bir hükme yer verebilirler (Article 4.2).

Pay sahipleri ayrıca, genel kurulda mali haklara ilişkin hususların oylanacağından bilgi sahibi edilmelidir (Article 4.3).

Tavsiye Kararındaki anılan hükümler, pay sahiplerinin seslerini daha çok duyurmak için getirilmiş bir mekanizmadır. Zira her ne kadar kamuyu aydınlatma düzenlemeleri pay sahiplerini mali haklar ve mali haklar-performans ilişkisi konusunda bilgi sahibi yapsa da pay sahiplerinin fikir ve çekincelerini yansıtmak ve şirketin de bu çekinceleri ciddiye alması anlamında yeterli olmamaktadır. Komisyon da bu durumu dikkate alarak, bağlayıcı ya da tavsiye niteliğinde olsun, pay sahiplerinin mali haklar politikalarını oylamasını öngörmüştür. Özellikle bu hususun gündemde ayrı madde olarak yer alması ve ayrı oylanması, şirkete de, *diğer konularda alınacak kararları (yönetim kurulu üyelerinin seçimi gibi) etkileme riski olmaksızın* mali haklar konusunda pay sahiplerinin ne derece tatmin oldukları

¹⁴⁸ JACKSON: agm., s.19.

konusunda bilgi verecektir. Bu şekilde pay sahiplerinin fikrini de öğrenmiş olan şirketin gelecek yıllar politikalarını pay sahipleri ile etkileşim içinde belirleme imkanı olacaktır¹⁴⁹.

E. Mali Hakların Her Bir Yönetici İçin Kamuya Açıklanmasına İlişkin Olarak

Tavsiye Kararında yıllık rapor ve mali tablolarla ve mümkünse mali haklar beyanında her bir yöneticiye ilgili mali yılda sağlanan toplam mali hakların ayrıntılı bir biçimde yer alması öngörülmüştür (Article 5.1).

Her bir yönetici ile ilgili olarak yıllık rapor ve mali tablolarla ve varsa mali haklar beyanında asgari olarak aşağıdaki bilgilere yer verilmesi gereği belirtilmiştir (Article 5.2):

Ücret ve diğer ödemelere ilişkin olarak (Article 5.3)

- Toplam maaş ve genel kurul tarafından belirlenen huzur hakkı (Article 5.3.a)
- Şirket ile aynı grupta yer alan şirketlerden elde edilen mali haklar veya sağlanan herhangi bir menfaat (Article 5.3.b)
- Primler ve kâr payı olarak belirlenen mali haklar ve yöneticilere bu türden mali hakların sağlanma gerekçeleri (Article 5.3.c)
- Yöneticilerden şirket yönetimi dışında bir hizmet alınmasının mümkün olduğu hallerde, bu hizmet nedeni ile sağlanan menfaatler (Article 5.3.d)
- Sözleşmeleri feshedilen yöneticilere ilgili yılda bu nedenle yapılan ödemeler (Article 5.3.e)
- Mali haklar içinde yer alan nakit dışı diğer kalemler (Article 5.3.f)

¹⁴⁹ JACKSON: agm., s.49.

Hisse senedi, hisse senedi opsiyonu ya da hisse senedine dayalı diğer mali haklara ilişkin olarak (Article 5.4);

- İlgili mali yılda yöneticilere *önerilen* (offered) hisse senedi opsiyonlarının ve verilen hisse senetlerinin miktarı ve bunların uygulanma şartları (Article 5.4.a)

- İlgili mali yılda yöneticiler tarafından *kullanılan* (exercised) hisse senedi opsiyonlarının miktarı ve her bir opsiyonun içerdiği hisse adedi; ilgili mali yıl sonunda hisse senedine dayalı mali hakların içerdiği menfaat ya da opsiyonu kullanma fiyatı (Article 5.4.b)

- İlgili mali yıl sonunda kullanılmayan hisse senedi opsiyonları, opsiyon kullanma fiyatı, opsiyon kullanma tarihi ve temel opsiyon kullanma koşulları (Article 5.4.c)

- Yıl içinde hisse senedi opsiyonlarının şartlarına ilişkin değişiklikler (Article 5.4.d)

Ek emeklilik ödemelerine ilişkin olarak, ilgili yılda birikmiş, ödenecek ya da ödenebilir menfaat ve katkı tutarları (Article 5.5.a,b);

Ulusal yasalarda izin verilmesi halinde, ilgili yılda yöneticilere ilgili şirket, ilgili şirketin iştiraki ya da konsolide mali tablolarında yer alan diğer şirketler tarafından verilen ödünçler, avans ödemeleri, garanti ve kefaletler ile bunların faiz oranları (Article 5.6).

AB Komisyonu, pay sahiplerinin, yöneticilerin bireysel olarak mali haklarından bilgi sahibi edilmelerinin 3 temel gerekçe ile önemli olduğunu kabul etmektedir;

- Belirlenenden daha fazla menfaat temin eden yöneticilerin sorumluluğuna gidilmesi

- Şirketin genel performansı çerçevesinde yöneticilere sağlanan menfaatlerin uygun olup olmadığının değerlendirilmesi

- Özellikle şirketin kötü performans gösterdiği dönemlerde, yöneticilerin iş akitlerinin feshi halinde ödenecek tazminatlar hakkında bilgi edinilmesi.

İşte anılan düzenlemeler, şirketlerin mali tablo ve yıllık raporlarında yöneticilerin mali haklarının açıklanmasını öngörür. Nitekim pek çok ülkedeki düzenlemeler de bu yöndedir. Bununla birlikte, bu hakların *bireysel* bazda açıklanması gerekip gerekmediği hususu tartışmalıdır. Mali hakların bireysel olarak, diğer deyişle kişi bazında açıklanmasına karşı çıkan görüşe göre, mali hakların toplu olarak açıklanmasının, yönetimin bir bütün olduğu ve şirket işlerinden birlikte sorumlu oldukları anlayışına uygun olduğunu, özellikle bazı yöneticilere (ve yönetim kurulu üyelerine) diğerlerine göre daha az ücret ödenmesi hallerinde, az ödeme alanların ücretlerinde artış isteme yoluna gittikleri ve kamuya açıklama yapılması uygulamasının toplamda mali haklarda artışa neden olduğunu savunur.

Karşı görüş ise, yukarıdaki gerekçelerde gerçeklik payı olmakla birlikte, mali hakların yöneticilerce kötü kullanıma en müsait alanlardan biri olması ve bu durumun şirkete zarar vereceği gerekçesi ile bu konuda tam bir şeffaflığın sağlanması ve dolayısıyla mali hakların bireysel olarak açıklanması gerektiğini savunarak, AB Komisyonunun yaklaşımını desteklemektedirler. Buna göre, şirketin gerçek sahipleri pay sahipleri olup, şirketi yönetmek üzere anlaşma yapılan kişilere ne kadar ödeme yapıldığını bilmek haklarıdır. Ayrıca, şirketin mali haklar politikaları ya da toplam mali hakların açıklanması, bunun her bir yöneticinin mali haklarına ne şekilde yansıdığı görülmeden pay sahiplerine tam bir fikir vermeyecektir¹⁵⁰.

¹⁵⁰ JACKSON: agm., s.55.

F. Hisse Senedine Dayalı Mali Hakların Pay Sahipleri Tarafından Onaylanmasına İlişkin Olarak

Yöneticilere, hisse senedi verilmesi, hisse senedi opsiyonu tanınması gibi mali haklar öngören paketler ya da hisse senedi fiyatına bağlı menfaatlerin varlığı halinde, bunların genel kurulda alınacak bir kararla pay sahiplerinin onayına sunulması gerekmektedir. Bu halde, anılan menfaatleri içeren mali haklar paketinin bir bütün olarak onaya sunulması gerekmekte olup, tek tek her bir yöneticinin mali haklarının onaylanmasına gerek yoktur (Article 6.1)

Genel kurul onayının aşağıdaki haklara ilişkin olması gerekmektedir:

- Hisse senedi opsiyonları da dahil olmak üzere hisse senedine dayalı tüm ödeme planları (Article 6.2.a)

- Hisse senedine dayalı mali hakların azami miktarı ve bu hakların verilmesinin temel koşulları (Article 6.2.b)

- Opsiyonların kullanma şartları (Article 6.2.c)

- Yasal olarak mümkün olduğu sürece opsiyon fiyatlarında değişiklik yapılma koşulları (Article 6.2.d)

- Diğer tüm uzun vadeli teşvik planları (long term incentive schemes) (Article 6.2.e)

Ayrıca;

- Genel kurul, yetkili organın bu tür mali hakları verme süresini (deadline) onaylamalıdır (Article 6.3).

- Anılan mali haklar planlarında değişiklik yapılması halinde bu değişiklikler, pay sahiplerine değişikliklerin niteliği ve sonuçları da açıklanmak suretiyle genel kurulda onaylanmalıdır (Article 6.4).

- Yasal olarak ve şirket esas sözleşmesi uyarınca uygun olduğu sürece, fiyatın belirlendiği tarihteki piyasa fiyatından ya da bu tarihten önceki birkaç günde oluşan piyasa fiyatından düşük olarak verilecek hisse senetleri ve hisse senedi opsiyonlarının ayrıca genel kurulda onaylanması gerekmektedir (Article 6.5).

- Hisse senedine dayalı mali hakların aynı zamanda şirket çalışanları ya da şirketin iştiraki olan şirketlerin çalışanlarına tanınması ve bu planların önceden genel kurul tarafından onaylanmış olması halinde 6.1 ve 6.4 uygulanmaz (Article 6.6).

- Hisse senedine dayalı mali hakların onaylanmasına ilişkin taslak genel kurul kararının hazırlanması öncesinde anılan karar taslağına ilişkin bilginin pay sahiplerine sunulması gerekir.

Bu bilginin hisse senedine dayalı mali haklar planının tamamını ya da ana unsurlarını ve bu plandan fayadalanacakların isimlerini içermesi gerekmektedir.

Bilginin ayrıca mali haklar politikası ile ilişkiyi de içermesi gerekmektedir (Article 7.1).

Bilgide, şirketin taahhüt ettiği hisse senedine dayalı hakları ne şekilde yerine getireceği hususundaki plan yer almalıdır. Özellikle bu yöndeki şirket planında söz konusu hisse senetlerinin satın alınıp alınmayacağı, şirket bünyesinde hisse senedi varsa bunlardan mı karşılanacağı ya da bu taahhüdün yerine getirilmesi için yeni hisse senedi çıkarılıp çıkarılmayacağı hususları yer almalıdır (Article 7.2).

- Söz konusu hususları içeren bilgide, hisse senedine dayalı mali hakların şirkete maliyeti konusuna yer verilmelidir (Article 7.3).

- Yukarıdaki nitelikte hazırlanacak bilgi/bildirimin şirketin internet sitesinde yayınlanması gerekmektedir (Article 7.4).

Söz konusu düzenlemelerin arkasında, Komisyonun, hisse senedine dayalı mali hakların kötüye kullanıma açık olduğu ve bu planlar ile yöneticilerin pay sahipleri aleyhine kendileri lehine menfaat temin edebileceği anlayışı yatmaktadır. Komisyona göre, hisse senedine dayalı mali haklar, yöneticileri bu hakların kullanılmasına ilişkin olarak hisse senedi fiyatlarını yönlendirme ve kısa vadeli hisse senedi fiyat artışı için, şirketin uzun vadede aleyhine olan işlemler yapmaya yöneltebilir. Bu nedenle potansiyel menfaat çatışmalarının önlenmesi için pay sahipleri bilgilendirilmeli, ücret-performans ilişkisi kriterleri, hisse senedi opsiyonlarının yeniden fiyatlandırılması gibi önemli konularda onayları alınmalıdır.

Bu şekilde pay sahiplerinin mali haklar konusunda kontrol güçlerinin artırılması için, hisse senedine dayalı mali hakların içeriği ve sonuçları hakkında pay sahiplerinin tam olarak bilgilendirilmeleri sağlanmalıdır¹⁵¹.

G. Mali Haklar Komitelerine İlişkin Olarak

AB'nin borsa şirketlerinin icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri ve yönetim kurulunda oluşturulan komitelere ilişkin 2005/162 sayılı Tavsiye Kararında, menfaat çatışmalarının en yoğun olarak yaşandığı konuların yönetim kurulu üyelerinin aday gösterilmesi, yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının belirlenmesi ve denetim olduğu konusuna dikkat çekilmiş ve bu nedenle yönetim kurulu bünyesinde aday gösterme (nomination), mali haklar (remuneration) ve denetim (audit) komitelerinin kurulması ve bu komitelerin karar mercii olan yönetim kuruluna kendi alanlarına giren hususlarda önerilerde bulunmaları tavsiye edilmiştir.

Diğer taraftan, iç hukukun izin vermesi halinde yönetim kurulunun, bazı konularda yetkilerini bu komitelere devredebileceği hususuna da yer verilmiştir.

¹⁵¹ JACKSON: agm., s.82-83.

Tavsiye Kararında belirtilen üç komitenin kurulmasının, ülkelerin iç hukuklarında “uy-uymazsan açıkla” esasına dayalı kurumsal yönetim kodları ile yapılabileceği gibi, mevzuat ile de yapılabileceği kapsamı düzenleyen 1. maddede ifade edilmiştir.

Öte yandan, üye ülkelerin kurumsal yönetim düzenlemelerinde yöneticilerin mali hakları içinde özellikle icracı yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının ön plana çıktığı, yine mali haklar paketleri içinde de hisse senedi opsiyonlarının daha ayrıntılı bir biçimde ele alındığı ifade edilmiştir¹⁵².

Tavsiye Kararında, diğer komiteler gibi mali haklar komitesinin de temel işlevinin yönetim kurulu kararlarının etkinliğinin artırılması olduğu, bu etkinliğin, kararların öncesinde yapılmış bir çalışmaya dayalı olarak alınması ve menfaat çatışmalarının ortadan kaldırılması ile sağlanacağı, ancak yukarıda da belirtildiği gibi komitelerin yaratılmasının yönetim kurulunun nihai karar ve sorumluluk mercii olduğu hususunu ortadan kaldırmadığı belirtilmiştir (Article 6.1).

Tavsiye Kararının 7.1 maddesinde ise, şirketlerin, Tavsiye Kararında belirtilen üç komite oluşumu dışında bir organizasyon benimseyebilecekleri, örneğin iki komite oluşumunu yeterli görüp ona göre görev dağılımı yapabilecekleri; ancak bu halde bu alternatif yaklaşımı benimsemelerinin sebeplerini ortaya koymaları gerektiği hükme bağlanmıştır.

H. AB Komisyonunun 29.04.2009 tarihli kararı

AB Komisyonu, 05.05.2009 tarihinde yayınlanan 29.04.2009 tarihli kararı ile borsa şirketlerinin yöneticilerinin ücretlendirilmesine ilişkin 2004/913 ve mali haklar komitelerine ilişkin düzenlemeler getiren 2005/162 sayılı Tavsiye Kararlarını tamamlayıcı bir karar vermiştir.

¹⁵² Official Journal of European Union, L 52/52 (9), (10), 52/53 (13) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:EN:PDF>, 09.04.2009.

Yeni karar uygun ücretlendirme politikasını en iyi uygulamalar aracılığıyla yapmayı öngörmektedir. Kararda, üye ülkelerden *bağlayıcı olmamakla birlikte* aşağıda yer verilen hususları sağlamaları istenmektedir:

- Kıdem tazminatının yıllık ücretin iki katı ile sınırlandırması, başarısızlık nedeniyle işten ayrılmalarda tazminat ödenmemesi,
- Sabit ve değişken ücretler arasında dengenin sağlanması, değişken ücretin önceden belirlenmiş ve ölçülebilir performans kriteri ile ilişkilendirilmesi,
- Değişken ücretin ödenmesine sebep olan verilerin yanlış olduğunun açıkça anlaşılması halinde, şirketlerin bu ödenen değişken ücreti geri istemelerine imkan sağlanması,
- Ücretlendirme politikası konusunda ortakların gözetiminin artırılması amacıyla kamuya açıklama yükümlülüklerinin artırılması,
- Özellikle kurumsal yatırımcılar olmak üzere ortakların genel kurul toplantılarına katılarak yöneticilerin ücretlendirilmesi konusunda karar alma süreçlerine katılmaları,
- Çıkar çatışmalarından kaçınmalarını sağlamak amacıyla, icracı olmayan yöneticilere ücretlendirmenin bir türü olan pay alma hakkının tanınmaması ve mali haklar komitesinin etkinliğinin artırılması¹⁵³.

2. İngiltere

Son yıllarda yöneticilerin mali hakları üzerinde büyük tartışmalar İngiltere’de de yaşanmıştır. Bunun temel nedenlerinden bir tanesi özellikle CEO ücretlerinin

153

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/673&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm
<http://spkportal/sites/hid/ab/default.aspx>, 08.05.2009.

büyük artış göstermesi ve ücretlerin şirket performansından bağımsız olarak belirlendiği düşüncesidir. İngiltere’de de ABD’deki gibi halka açık pek çok borsa şirketi bulunmakta, sermaye piyasalarının likid, pay sahipliği yapısının yaygın ve yönetim-kontrol ayrımının belirgin olduğu görülmektedir.

Şirketlerde iki temel organ vardır. Bir tanesi yönetim kurulu diğer ise genel kuruldur. Şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla yönetim kurulu bir kısım yetkilerini bir veya birkaç icracı yönetim kurulu üyesine devredebilir.

O halde şirketi yöneten esas olarak yönetim kurulu olup, genel kurul şirketin günlük işleyişine müdahale etmemektedir. Genel kurul yönetim kurulu üyelerini basit çoğunlukla ve herhangi bir gerekçe göstermeden görevden alabilir; $\frac{3}{4}$ çoğunlukla esas sözleşme hükümlerini değiştirebilir. Tipik bir İngiliz şirketinde yönetim kurulunda hem icracı hem de icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri bulunur. Yönetim kurulu bir bütün olarak şirketin günlük işlerini yürütmez, bunun yerine şirketin günlük işleyişinden yöneticiler yürütür. Temel şirket politikalarını şirket yönetim kurulu belirler. Genel olarak yönetim kurulu şirket politikalarını tartışmak ve yöneticilerin işlerini denetlemek üzere ayda bir kez toplanır¹⁵⁴.

İngiliz şirketlerinde payların önemli bir çoğunluğu (%49 civarında) kurumsal yatırımcıların (emeklilik fonları vs.) elinde toplanmaktadır. Bireysel yatırımcıların pay sahipliği oranı %15 civarında olup, kalan paylar ise bankalar, yabancı yatırımcılar gibi çeşitli grupların elindedir. Londra Borsasında payları işlem gören şirketler arasında İngiliz şirketleri yanında uluslararası şirketler de bulunmaktadır.

İngiltere’de de kurumsal yönetim konusunda çeşitli düzenlemeler mevcuttur. Kurumsal yönetim ilkeleri; şirketler yasası, borsa kotasyon kuralları ve mahkeme

¹⁵⁴ **BRAUNSTEIN:** agm., s.2-3.

kararları ile şekillenmiştir. Öte yandan, kurumsal yönetim konusunda şirketin iç denetimine bağlı olan, zorunlu olmayan ve daha çok borsa kotasyon şartları olarak kabul edilen hususlar getiren dört düzenleme mevcuttur.

Bunlardan ilki 1992 yılında kabul edilen Cadbury Raporu olup, bu düzenleme ile en iyi uygulama kuralları olan “Code of Best Practice” belirlenmiştir. Bu kurallar, ile şirket yönetimine, yönetim kurulu ve denetime ilişkin ilkeler getirilmiş; mali haklara ilişkin olarak ise pay sahiplerine, şirket yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda oy hakkı tanınması, yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının kamuya açıklanması gibi ilkeler sevk edilmiştir. Cadbury Raporu ayrıca, halka açık borsa şirketlerinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir mali haklar komitesinin oluşturulmasını öngörmektedir.

1995 yılında Greenbury Raporu kabul edilmiştir. Raporda, mali haklar konusunda kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin artırılmasını, özellikle bu konunun yıllık raporda ayrıntılı bir biçimde pay sahiplerine sunulmasını öngörmektedir. Rapor, Cadbury Raporuna benzer biçimde halka açık borsa şirketlerinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinden bir mali haklar komitesinin oluşturulmasını öngörmüş, hatta pay sahiplerinin mali haklar komitesinin başkanına doğrudan soru sorabilme hakkına yer vermiştir.

1998 yılında Hampel Raporu yayınlanmış; rapor, kurumsal yönetim ilkelerinin yerine getirildiğinde yanına çarpı konulacak listeler olmaması, iyi bir yönetimin aracı olması gerektiği anlayışını benimseyerek, bir dizi ilke benimsemiştir. Rapora göre borsa şirketlerinde temel amaç pay sahibinin menfaatlerinin korunması ve kazancının artırılması olmalıdır.

Daha sonra, anılan tüm düzenlemelerin üzerinde görülen Combined Code kabul edilmiştir. Diğer düzenlemelerde kurallar isteğe bağlı kılınmış iken, Combined Code ile benimsenen ilkeler borsa şirketleri için kotasyon şartları olarak belirlenmiş; bu anlamda zorunlu hale getirilmiştir. Düzenleme, belirlenen kurumsal yönetim ilkelerine uyulmaması halinde bunun nedenlerini açıklamayı gerekli kılmış olup, “uy, uymazsan açıkla” esasını getirmiştir. Bu nedenle esasen düzenlemenin tam bir zorunluluk getirdiğinden söz etmek mümkün değildir. Düzenlemede ayrıca yönetim kurulu üyeleri, mali haklar, pay sahiplerinin rolü, finansal raporlama, denetim ve şeffaflık hususlarında ilkelere yer verilmiştir.

2003 yılında Derek Higgs başkanlığındaki komite, “İcracı Olmayan Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü ve Etkisi” konusunda bir rapor yayınlamıştır. Rapor Higgs Raporu olarak bilinmektedir. Raporda, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin seçimi, performanslarının ne şekilde artırılacağı, pay sahipleri ile ilişkileri gibi hususlara yer verilmiştir. Raporda ayrıca yönetim kurullarının çoğunluğunun icracı olmayan üyelerden oluşması ve mali haklar komitesinde de icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin yer alması gerektiği hususuna yer verilmiştir. Rapordaki ilkeler daha sonra Combined Code’a aktarılmıştır¹⁵⁵.

Combined Code’da konuya ilişkin başka hükümler de sevk edilmiştir. Örneğin, hisse senedi opsiyonlarının blok halinde değil, parça parça tanınması öngörülmektedir. Mali haklar ile performans arasında bağ kurulmalı, performansın belirlenmesinde benzer nitelikteki şirketler ile karşılaştırma yapılmalıdır. Ayrıca kamuyu aydınlatma esaslarına da yer verilmiş olup, mali haklar komitesi üyelerinin, şirketin mali haklar politikalarının, yöneticilerin mali haklarının detaylarının ve

¹⁵⁵ BRAUNSTEIN: agm., s.4-5.

gerekçelerinin kamuya açıklanması; diğer taraftan şirketin yıllık mali haklar raporunun pay sahiplerinin onayına sunulması öngörülmüştür.

Ancak daha ziyade tavsiye niteliğinde hükümler getiren Combined Code'un aksine 1985 tarihli İngiliz Şirketler Yasasında yöneticilerin mali haklarına ilişkin, uyulması zorunlu bir takım düzenlemelere yer verilmiştir¹⁵⁶.

Şirketler yasasında 2002 yılında yapılan değişiklik sonucu pay sahiplerine genel kurulda mali haklar raporunu oylama hakkı tanınmıştır. Ancak belirtmek gerekir ki, söz konusu oylama sonucu şirket için bağlayıcı nitelikte değildir. Anılan raporda, gelecek yılın mali haklar politikalarına, pay sahiplerinin getirilerine ilişkin performans grafiğine, her bir yöneticinin hizmet sözleşmesinde yer alan hususlara yer verilmesi gerekmektedir. Ayrıca rapor, hisse senedi opsiyonları, emeklilik planları gibi mali haklar kalemlerini de içermelidir¹⁵⁷.

Sonuç olarak, İngiltere'de şirketlerin mali haklar politikaları ve yöneticilerin mali haklarının kamuya açıklanması hususları çeşitli yerlerde düzenlenmiş olup, konuya ilişkin hükümler temel olarak İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority-FSA) nin kotasyon şartlarında ve 2003 tarihli Combined Code'da yer almaktadır¹⁵⁸.

Yöneticilerin mali haklar kalemlerine yer verilmesi hususu 2002 tarihli Mali Haklar Raporu Yönetmeliğinde (Directors' Remuneration Report Regulation-2002) düzenlenmiştir. Ancak yöneticilere şirket tarafından ödünç ve garanti verilmesi, opsiyonların kullanılması sonucu yöneticilerin ellerinde bulunan hisse adedi gibi hususların kamuya açıklanması konuları Combined Code'da düzenlenmiştir.

¹⁵⁶ **BRAUNSTEIN:** agm., s.11.

¹⁵⁷ **BRAUNSTEIN:** agm., s.2-12.

¹⁵⁸ **JACKSON:** agm., s.20.

İngiltere’de genel olarak AB Tavsiye Kararında bulunup da yasalarda ve diğer mevzuat hükümlerinde almayan hususlara En İyi uygulama Kodlarında yer verilmiştir¹⁵⁹.

3. Fransa

Fransa, yöneticilerin mali haklarına ilişkin AB düzenlemelerini mevzuatına yansıtmiş, konuya ilişkin temel düzenlemeler Ticaret Kanunu’nda yapılmıştır.

Buna göre yöneticilerin mali haklarının yıllık raporda düzenlenmesi gerekmektedir. Raporda, şirket yöneticilerinin isimlerine, ilgili şirket, ilgili şirketin kontrol ettiği ya da ilgili şirket tarafından kontrol edilen şirketlerce yöneticilere ödenen ücretlere ayrı ayrı yer verilmesi; ayrıca mali hakların niteliğinin (sabit ücret, değişken ödemeler vs.) de açıklanması gerekmektedir.

Fransa Ticaret Kanunu’na göre, mali haklar paketleri içinde yer alan hisse senedi opsiyonlarının, opsiyon fiyatı, opsiyonun sona ereceği zaman, opsiyonun içerdiği hisse senedi sayısı ve yöneticilerin yıl içinde opsiyona bağlı olarak aldıkları hisse senedi miktarı ve bedelinin her bir yönetici bazında açıklanması gerekmektedir. Bu şekilde mali hakların en ayrıntılı biçimde kamuya açıklanması amaçlanmış olmakla birlikte, üst kademe dışındaki yöneticilerin mali haklarının bireysel bazda değil toplu olarak açıklanması yeterli görülmüştür¹⁶⁰.

Fransız Finansal Piyasalar Otoritesi (Financial Market Authority-Autorite Des Marches Financier-AMF) bununla birlikte, kurumsal yönetim düzenlemelerinde esnek bir yaklaşım benimsemekte olup, örneğin, yıllık rapor durumun gereklerine göre mali haklarda değişiklik yapılabilecek kalemleri içerebilecektir. Ancak bu esneklik, kamuya açıklanacak mali haklar konusunda belirsizlik yaratacak nitelikte

¹⁵⁹ JACKSON: agm., s.56.

¹⁶⁰ JACKSON: agm., s.66.

olmamalıdır. Yıllık raporda mali haklar kalemlerinin nasıl hesaplandığı hususunun detayları ile yer alması gerekmele birlikte, belli bir hesaplama yöntemi empoze edilmemektedir.

Öte yandan, AMF uygulaması uyarınca yöneticilerin mali haklarına kolayca ve elektronik ortamda ulaşmak mümkün olmalıdır¹⁶¹.

Mali haklara ilişkin olarak en iyi uygulama esasları da benimsenmiş olup buna göre, şirketlerin yıllık olarak ayrı bir mali haklar raporu düzenlemeleri, bu raporda; gelecek yılın mali haklar politikalarına, önceki yılın uygulamaları ile ilgili değerlendirmelere, mali haklar-performans ilişkisine, yıllık primlerde esas alınan parametreler ve bunların benimsenme gerekçelerine, mali haklar komitelerinin yapısı, işleyişi ve yetkilerine yer verilmesi gerekmektedir¹⁶².

Ayrıca, yöneticilere hisse senedi opsiyonu verilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu bu konuda yetkilendirmesi gerekmektedir. Genel kurul, vereceği yetkide, yetkinin hangi süre için verildiğini de belirler. Yönetim kurulu, verilen yetki çerçevesinde opsiyon tanınma şartlarını belirler; opsiyon fiyatının belirlenmesinde opsiyonun verildiği tarih esas alınır.

Buna göre, şirket hisse senetleri organize bir piyasada işlem görüyor ise opsiyon fiyatı, önceki 20 gün ortalamasının %80'inden az olamaz. Bu fiyat, opsiyon kullanma süresi boyunca değiştirilemez. Genel kurul yetki kararında, opsiyonun kullanılabileceği süre de belirlenir. Opsiyon fiyatı daha sonra düşürülemez.

¹⁶¹ **HOWELL:** agm., s.8-9.

¹⁶² **JACKSON:** agm., s.34.

Ayrıca genel kurul kararı ile sermaye artırımını yapmak suretiyle yöneticilere bedelsiz paylar verilebilir. Bu kararda bedelsiz payların iki yıldan az olmamak üzere, kendilerine tahsis yapılan yöneticiler tarafından elde tutulma süresi de belirlenir¹⁶³.

4. Almanya

Alman mevzuatında, menkul kıymetleri borsalarda işlem gören ortaklıklarda, yöneticilerin mali haklarına ilişkin temel düzenlemeler Alman Kurumsal Yönetim Kodunda¹⁶⁴ yer almaktadır. Ancak anılan düzenleme yanında Menkul Kıymetler Ticareti Yasası (Wertpapierhandelsgesetz/Securities Trading Act), Ticaret Kanunu (Handelsgesetzbuch/Commercial Code) ve borsa kotasyon kurallarında (stock exchange listing rules)'da yöneticilerin mali haklarına ilişkin düzenlemeler mevcuttur.

Temel düzenlemeleri içeren Kurumsal Yönetim Kodu, uy-uymazsan açıkla esasına dayalı bir düzenlemedir. Dolayısıyla, bu koda tabi şirketlerin kodda yer alan düzenlemelerden ayrılması ve farklı esaslar benimsemesi imkanı varken, bu halde koda aykırı uygulamaların gerekçesinin açıklanması yükümlülüğü öngörülmüştür¹⁶⁵.

Öte yandan iki kademeli bir yönetim kurulu yapısı bulunan Almanya'da *gözetim kurulu* (supervisory board) üyelerinin mali hakları genel kurul tarafından belirlenir. Konuya ilişkin olarak şirket esas sözleşmesinde de hüküm bulunması mümkün olmakla beraber, esas sözleşmedeki mali haklara ilişkin belirlenen miktarların yine genel kurul kararı ile değiştirilmesi mümkündür.

¹⁶³ JACKSON: agm., s.864.

¹⁶⁴ Bu düzenleme yasağünde bir düzenleme niteliğinde değildir. Söz konusu düzenleme daha ziyade konuya ilişkin mevcut yasal düzenlemeleri açıklayan ve öneri ve tavsiyeler içeren bir metin niteliindedir. Bu metinde, tavsiye (recommendation) niteliğindeki kurallar için "... yapılacaktır.", öneri (suggestion) niteliğindeki kurallar için "... yapılabilir" şeklinde ifadeler kullanılmıştır.

¹⁶⁵ http://www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/germany_update_2008.pdf, s.2-3, 14.05.2009.

Kurumsal Yönetim Koduna göre yöneticilerin mali hakları hem sabit hem de değişken kalemler içerir. Zira kodda sabit ücretler yanında yöneticilere performansa dayalı mali haklar sağlanacağı hususuna da yer verilmiştir. Önceleri özellikle hisse senedi ile değiştirilebilir borçlanma araçları ile yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının değişken kısmı finanse edilmiş; ancak 2005 yılında yapılan bir yasal düzenleme ile hisse senedi ile değiştirilebilir borçlanma senedi ihracı sınırlandırılmıştır.

Yönetici kurul üyelerine ilişkin olarak ise, yönetici kurul üyelerinin mali haklarının uygun bir miktar olarak gözetim kurulu tarafından tespit edileceği hükme bağlanmış; uygunluk ölçütüne ise Kurumsal Yönetim Kodunda yer verilmiştir. Ayrıca gözetim kuruluna, önceden tespit edilen ücretin yönetici kurul üyelerine ödenmesi halinde şirketin güç bir duruma düşeceğinin anlaşılması üzerine, belirlenen miktar üzerinden indirim yapma hakkı verilmiştir. Gözetim kurulu bu yetkilerini kısmen ya da tamamen mali haklar komitesine devredebilir¹⁶⁶.

Alman hukukunda yöneticilerin mali haklar paketleri içinde yer alan kalemleri ikramiye, hisse senedi opsiyonları, bedelsiz hisse senetleri ve kar payları ile diğer mali haklar olarak sıralamak mümkündür.

Mali hakların en önemlilerinden olan hisse senedi opsiyonlarının yöneticiler tarafından kullanılması halinde şirketler şartlı sermaye artırımına gidebilecekleri gibi kendi paylarını iktisap etmek yoluna da gidebilir¹⁶⁷. Her iki yolda da şirketler tarafından benzer prosedürler öngörülmüştür. Şirketin kendi paylarını iktisabında öncelikle genel kurulun minimum ve maksimum satın alma fiyatı ve satın alınacak hisse senetlerinin şirket sermayesine oranını gösteren bir karar alması gerekir. Ancak

¹⁶⁶ http://www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/germany_update_2008.pdf, s.8-11, 14.05.2009

¹⁶⁷ Tasarıda, şartlı sermaye artırımına ilişkin düzenlemeler için bkz. s.127-129.

şirketin iktisap ettiği kendine ait hisse senetlerinin satışının borsada yapılmaması ve diğer pay sahiplerinin satın almasına sunulmamış olması; ayrıca hisse senedi opsiyonlarının kullanılmasının hisse senetlerinin önalım haklarına benzerliği nedeniyle, bu yönde alınacak genel kurul kararının $\frac{3}{4}$ çoğunlukla alınması gerekmektedir.

Genel kurul tarafından ayrıca hisse senedi opsiyonlarına ilişkin olarak performans kriterlerinin de belirlenmesi gerekmektedir. Genel kurulun yetki veren anılan kararı sonrasında bu yetkiye dayanarak satın alınan hisse senetlerinin şirket sermayesine oranı ve satın alma fiyat ve miktarları hakkında bir sonraki genel kurulda bilgi verilmesi gerekmektedir¹⁶⁸.

Almanya'da, yöneticilerin mali haklar politikalarının açıklanmasını öngören yasal bir düzenleme bulunmamaktadır. Her ne kadar Alman Kurumsal Yönetim Kodu mali haklar politikalarının kamuya açıklanmasına ilişkin bir takım düzenlemeler getirmiş ise de, yöneticilerin emeklilik hakları, mali haklar danışmanları ve mali haklar sözleşmelerinin süresi gibi hususların açıklanması ve mali haklar komitelerinin oluşumu hususunda bir yükümlülük getirmemektedir.

Anılan yasa, mali haklar politikaları bazında en temel hususların şirket internet sitesi ve yıllık raporda açıklanmasını yeterli görmektedir¹⁶⁹.

Mali haklar politikaları hususunda ayrıntılı bir yükümlülük öngörülmemekle birlikte, fiilen sağlanan mali hakların, kalemler bazında kamuya açıklanması gerekmektedir. Ancak genel kurul %75 çoğunlukla alacağı bir karar ile mali hakların kamuya açıklanmamasına karar verebilir.

¹⁶⁸ http://www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/germany_update_2008.pdf, s.14-16, 14.05.2009

¹⁶⁹ JACKSON: agm., s.30.

Öte yandan yöneticilerin, şirket hisse senedinde yaptıkları tüm işlemleri ve hisse senedi opsiyonlarını açıklamaları gerekmektedir.

Diğer taraftan Alman Şirketler Yasası uyarınca yöneticilerin mali haklarının ayrıca konsolide mali tablolarla da, sabit ve değişken nitelikteki ücretler olarak gösterilmesi zorunlu olup, bu hususlara kurumsal yönetim raporunda da yer verilmesi gereği kurumsal yönetim düzenlemelerinde öngörülmüştür.

Anılan düzenleme ayrıca hisse senedi opsiyonlarının ve performans bağının açıklanmasını tavsiye etmektedir. Yine yasaya göre opsiyonlara yönelik performans kriterlerinin geriye dönük olarak değiştirilmemesi gerekmektedir.

Sonuç olarak bir kısım hususların kamuya açıklanması öngörülmekle birlikte, ne Şirketler Yasası ne de Kurumsal Yönetim Kodları; opsiyon fiyatları, kullanılan ve kullanılmayan opsiyonlar, opsiyonların kullanılma tarihi, tahakkuk etmiş mali haklarda yapılacak değişiklikler gibi hususların kamuya açıklanmasını öngören bir düzenleme içermemektedir¹⁷⁰.

Alman mevzuatı gereği, yöneticilere verilen hisse senetleri için sermaye artırımını yapılması ve dolayısıyla genel kurul kararı alınması gerekmektedir. Gerek bu amaçla şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri halinde, gerek şartlı sermaye artırımında genel kurul kararına ihtiyaç vardır.

Bunlara ek olarak, hisse senedi opsiyonlarını karşılamak için yapılacak sermaye artırımında, artırılabilecek sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin nominal değerinin (par value), sermaye artırım kararı tarihi itibarıyla sermayenin %10'unu aşmaması gerekir.

¹⁷⁰ JACKSON: agm, s.62.

Kurumsal Yönetim Kodu ayrıca mali haklar paketlerinin temel unsurlarının şirket internet sitesinde açıklanmasını, ayrıntılara ise yıllık raporda yer verilmesini öngörmektedir¹⁷¹.

II. Türk Hukukunda Yöneticilerin Mali Hakları

1. Türk Ticaret Kanunu'nda

Yönetim kurulu üyelerinin bu sıfatla sahip oldukları haklardan bir kısmı kendilerine yüklenen yönetim görevi ve müteselsil sorumluluğun bir sonucu olan kişisel haklar niteliğindedir. Bu türden haklar yönetim kurulu üyeleri için aynı zamanda bir borçtur¹⁷².

Diğer taraftan yönetim kurulu üyelerine mali haklar da tanınmıştır. Bunlar; huzur hakkı, ücret, kazanç payı ve ikramiye olarak dört gruba ayrılabilir:

A. Huzur Hakkı

Yönetim kurulu üyelerine, aksine ana sözleşmede hüküm bulunmadığı sürece hazır bulundukları her toplantı için verilen bir tür ücrettir. Miktarı esas sözleşme ile tespit edilmemiş ise, genel kurulca belirlenir (TTK. md.333).

Huzur hakkı her toplantı için ayrı ayrı olabileceği gibi aylık olarak belli bir ücret biçiminde de tespit edilebilir. Hatta bu ücretin yönetim kurulu üyesi ile şirket arasında akdedilecek özel bir ücret sözleşmesi ile tespit ve tayininde kanuni bir engel bulunmamaktadır.

Nitekim Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 29.03.1982 tarih ve E.1290/K.1322 sayılı kararında, ana sözleşmede yönetim kurulu üyeleri ile denetçilere ücret verileceği öngörülmüş ve genel kurul da bu kurala uyarak bir karar vermişse, bu

¹⁷¹ JACKSON: agm., s.102.

¹⁷² ÇAMOĞLU (POROY/TEKİNALP): age, s.314.

kararın ana sözleşmeye uygun olması sebebiyle ortaklarca iptalinin istenemeyeceğine hükmedilmiştir¹⁷³.

Yine Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 09.11.1984 tarih ve E.5003/K.5397 sayılı kararında,

“ ... Dosyadaki yazılara, mahkeme kararında belirtilip Yargıtay kararında benimsenen gerektirici sebeplere, şirket yönetim kurulu üyesi ile şirket arasında bir vekalet sözleşmesinin oluşmasına, BK'nın 386/3. maddesi gereğince sözleşmede hüküm varsa veya teamül gerektiriyorsa vekile ücret verilmesi gerekmesine, TTK. 'nın 333. maddesinin de bu hususu teyit etmesine....”

karar verilmiştir¹⁷⁴.

Bu bağlamda, genel kurul huzur hakkını ödememe yani ücret vermeme yoluna gittiği takdirde, bu ücrete hak kazanan yönetim kurulu üyesi dava açmak suretiyle bu ücretin tahsilini hükmen sağlayabilir. Gerekirse mahkeme huzur hakkı miktarını bilirkişi yoluyla da tesbit edebilir¹⁷⁵.

B. Ücret

Şirket esas sözleşmesine hüküm konularak ya da genel kurul kararı ile yönetim kurulu üyelerine ücret ödenmesi kararlaştırılabilir. Ücret miktarı, huzur hakkı gibi esas sözleşmede gösterilebileceği gibi, genel kurul takdirine de bırakılabilir. Ancak doktrinde ücret miktarının tespitinin genel kurul tarafından yönetim kuruluna bırakılamayacağı kabul edilmektedir¹⁷⁶.

Nitekim Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 15.05.1989 tarih ve 1988/5438, 1989/2851 sayılı kararında,

¹⁷³ **ERİŞ:** Anonim Şirketler, Ankara 1995, s.279, (Anonim); **DOĞANAY, İsmail:** age, s.982.

¹⁷⁴ **ERİŞ:** Türk Ticaret Kanunu, s.1820-1821.

¹⁷⁵ **DOĞANAY:** age, s.981.

¹⁷⁶ **ÇAMOĞLU (POROY/TEKİNALP):** age, s.315.

“ ... anasözleşmede huzur hakkı ödeneceğine dair bir hüküm bulunmaması, genel kurulun bu doğrultuda verdiği kararları geçersiz kılmayacağı gibi böyle bir karara dayanarak yöneticilere ödenen meblağlar geri istenemez. Ancak genel kurulda bu konuda bir karar alınmayıp *yönetim kurulu üyelerinin kendi aralarında anlaşmaya varmaları şartına bağlanması durumu hariçtir.*”¹⁷⁷

hükmüne yer verilmiştir.

C. Kazanç Payı

TTK.’nın 279. maddesinin 2. fıkrasının b.5 hükmünde, “*Kurucularla idare meclisi azalarına ve diğer kimselere şirket kazancından sağlanacak hususi menfaatler*” esas mukaveleye yazılacak hususlar arasında sayılmıştır.

Öte yandan, yönetim kurulu üyelerine ve diğer kişilere kazançtan pay verilmesi yine TTK.’nın 472. maddesinde bir takım kayıtlara bağlanarak,

“*İdare meclisi azalarının kazanç payları, sadece safi kardan ve ancak kanuni yedek akçe için muayyen para ayrıldıktan ve pay sahiplerine yüzde dört nispetinde veya esas mukavele ile muayyen daha yüksek bir nispette bir kar payı dağıtıldıktan sonra verilebilir.*”

hükmüne yer verilmiştir.

Diğer taraftan esas sözleşme ile kazanç payı oranı tespit edilmemişse, bu oran genel kurulca karara bağlanır.

Dolayısıyla TTK. yönetim kurulu üyeleri için oturum başına ya da aylık olarak verilebilecek huzur hakkı yanında esas sözleşme hükümleri ya da ortaklık genel kurulu kararıyla ortaklık karından pay verilmesi hususunu öngörmüş; 472. madde hükmü ile yöneticilere verilecek kazanç paylarının kar dağıtım cetvelindeki

¹⁷⁷ <http://www.kazanci.com>, 07.05.2009.

kademesini belirlemiştir. Ancak maddede yöneticilere verilecek kazanç payı oranı gösterilmemiştir.

Diğer taraftan, yönetim kurulu üyeleri için esas sözleşmede öngörülen kar payının müktesep hak olmadığı, ana sözleşme değiştirilmek suretiyle yönetim kurulu üyeleri için öngörülen kar payının kaldırılabilceği kabul edilmekte olup, Yargıtay kararları da bu yöndedir.

Öte yandan aşağıda da açıklandığı üzere, TTK.'daki düzenlemeden farklı olarak SPKn'nun md.15/2 hükmü gereği, SPKn'na tabi anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyelerinin kazanç paylarından yararlanabilmeleri için bu konuda esas sözleşmede özel bir hüküm bulunması gerekmektedir.

Konuya ilişkin olarak Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 09.11.1984 tarih ve E.5003/K.5397 sayılı yukarıda yer verilen kararında,

“Yönetim kurulu üyesi hizmet gördüğü süre için ve bu süre ile sınırlı olarak temettü ikramiyesi alabilir.”

hususuna hükmedilmiştir.

Öte yandan ortaklık kar dağıtmama kararı almış ise yönetim kurulu üyelerine kardan pay verilemez (Y.TD. 07.05.1968, E.2237/K.2661, Y.11. HD. 21.11.1994, E.5604/K.8783).

Ayrıca, yönetim kurulu üyeleri için ana sözleşmede öngörülen kazanç payları, ana sözleşme değişikliği yapılarak artırılabilir ya da azaltılabilir. Ana sözleşmenin tanıdığı kazanç payı üzerinde yönetim kurulu üyelerinin müktesep hakkı yoktur. (Y. 11. HD. 22.10.1986, E.4506/K.5480).

Ancak anonim ortaklıkta kar payı dağıtımına karar verildiği halde, yönetim kurulu üyesinin kar payı ödenmemiş ise, bu üye dava açarak, kar payını temerrüt faizi ile birlikte isteyebilir (Y. 11. HD. 14.05.1993, E.3189/K.3491)¹⁷⁸.

D. İkramiye

Yönetim kurulu üyelerine gösterdikleri başarı nedeniyle ikramiye verilmesi de mümkündür. Tamamen genel kurulun takdirinde bulunan bir ödeme olan ikramiye, yönetim kurulu tarafından talep edilebilir bir hak niteliğinde değildir.

Öte yandan, kazançtan pay verilmesi esas sözleşmede bu yönde hüküm bulunması ve md.472'deki şartlara bağlı olduğu halde, ikramiye ödenmesi bu şartlara bağlı değildir. Dolayısıyla ortaklık zarar dahi etse, genel kurulun takdirine bağlı olarak başarılı yöneticilere ikramiye verilmesi mümkündür¹⁷⁹.

2. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda

TTK. Tasarısında, yöneticilerin mali hakları ile ilgili olarak doğrudan ve dolaylı bir takım hükümler sevk edilmiştir.

Tasarının 339. maddesinin ikinci fıkrasının (f) bendinde, kurucular, yönetim kurulu üyeleri ve diğer kimselere şirket kârından sağlanacak menfaatlerin esas sözleşmede yer alması gerektiği hükme bağlanmıştır. Bu bağlamda, şirket yöneticilerine sağlanacak mali haklar kalemleri içinde kâr payının yer alması halinde, buna esas sözleşmede yer verilmesi zorunludur.

Tasarıda, anılan 339. madde gibi yöneticilerin mali haklarını ve mali haklar sürecini doğrudan ilgilendiren hükümler yanında yukarıda da ifade edildiği gibi dolaylı hükümler de getirilmiştir. Nitekim Tasarının 366. maddesinin ikinci fıkrasında, yönetim kurulunun çeşitli konularda içlerinde yönetim kurulu üyelerinin

¹⁷⁸ ERİŞ: Türk Ticaret Kanunu, s.2563, 2592, 2598-2602.

¹⁷⁹ ÇAMOĞLU (POROY/TEKİNALP): age, s.315.

de bulunabileceği komite ve komisyonlar oluşturabileceği hükme bağlanmıştır. İşte yukarıda mali hakların belirlenmesi sürecinde anlatıldığı üzere, mali haklar komisyon ya da komiteleri kurmak suretiyle, gerek şirket üst kademe yöneticilerinin seçiminde, gerekse bu yöneticilerin mali haklarının belirlenmesinde yetkili olan yönetim kurulu mali haklarda piyasa koşullarının ne olduğu, hangi kademedeki yönetici ve çalışanlara ne kadar ödeme yapılması gerektiği gibi hususlarda ayrıntılı bilgiye sahip olabilecektir. Gerçekten de, bu konuda daha iyi kararlar alınabilmesi, daha adil ve piyasayı takip eden bir ücretlendirme politikasının benimsenebilmesini teminen pek çok ülkenin kurumsal yönetim düzenlemelerinde mali haklar komitelerinin kurulması ve bu komitelerin bağımsız yönetim kurulu üyelerinden teşekkül ettirilmesi, hatta yüksek kademe yöneticilerin mali haklarının genel kurulda oylanması gibi hususlara yer verilmiştir.

Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına ilişkin doğrudan düzenlemeye, Tasarının 394. maddesinde yer verilmiştir. Maddede, yönetim kurulu üyelerine, tutarı esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmiş olmak şartıyla huzur hakkı, ücret, ikramiye, prim ve yıllık kardan pay ödenebileceği hükmü yer almaktadır.

Bu bağlamda, Tasarı gereği yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına genel kurul tarafından karar verilecek (ya da esas sözleşme ile belirlenecek), bunun dışındaki şirket yönetim teşkilatında yer alan kişilerin ücretleri ise yönetim kurulunca tespit edilecektir.

Öte yandan, yönetim kurulu üyelerinin mali haklarını düzenleyen 394. madde hükmü, yolluklar, temsil ödenekleri, sigorta primleri ve diğer primler, özel emeklilikler, avanslar gibi ek mali hakları hükmün kapsamı dışında bırakmıştır.

Tasarının yönetim kurulunun görev ve yetkilerini düzenleyen 408. maddesinde de, 394. madde düzenlemesine paralel olarak, yönetim kurulu üyelerinin ücretleri ile huzur hakkı, ikramiye ve prim gibi hakların belirlenmesi genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasında sayılmıştır (Tasarı md.408/2-b).

Yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar kalemleri içinde yer alan kazanç paylarına ilişkin olarak ise Tasarının 511. maddesinde, yönetim kurulu üyelerine kazanç paylarının sadece net kardan ve ancak kanuni yedek akçe için belirli bir ayırım yapıldıktan ve pay sahiplerine ödenmiş sermayenin yüzde beşi oranında veya esas sözleşmede öngörülen daha yüksek bir oranda kar payı dağıtıldıktan sonra verilebileceği hükme bağlanmıştır.

Diğer taraftan, Tasarının 516. maddesinin (2)(c) bendi gereği, yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere ödenen ücret, prim, ikramiye gibi mali menfaatler, ödenekler, yolculuk, konaklama ve temsil giderleri, ayni ve nakdi imkanlar, sigorta ve benzeri teminatların yıllık faaliyet raporunda yer alması zorunludur.

Mali haklar içinde yer alan hisse senedi opsiyonlarının verilmesine ilişkin olarak ise, şirket tarafından kendi hisse senetlerinin iktisabı ve şarta bağlı sermaye artırım yollarına gidilebileceği hususlarına ilgili başlıklar altında detaylı olarak yer verilmiş ve Tasarıda bu hususlara ilişkin sevk edilen hükümler açıklanmıştır¹⁸⁰.

3. Sermaye Piyasası Mevzuatında

A. Mali Haklara İlişkin Olarak

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) nun md.15/II hükmünde,

“*Yönetim kurulu üyeleri* ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yasa hükmü ile

¹⁸⁰ Bkz. s.125-132.

ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve *yönetim kurulu üyeleri*, memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen birinci temettü ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.”

düzenlemesine yer verilmiştir.

SPK’nun Seri:IV, No:27 sayılı, “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ” ‘in 7. maddesi uyarınca,

“*Yönetim kurulu üyeleri* ile memur, müstahdem ve işçilere, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara *kâr payı dağıtılabilmesi* ve çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunulabilmesi için *ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması gerekir.*”

Öte yandan, temettü dağıtımında imtiyaz, dağıtılabilir kârın, birinci temettü dağıtıldıktan sonraki kısmı için tanınabilir. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça, esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ve oydan yoksun hisse sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, *yönetim kurulu üyeleri* ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kâr payı dağıtılmasına karar verilemez.

Halka açık anonim ortaklıkların çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunmaları veya kârdan pay ayırmaları durumunda, 29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: XI, No: 1 sayılı Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğde yer alan önemlilik kavramı dikkate alınarak;

a) Bu ödemelerin, Kanunun 15 inci maddesinin son fıkrası kapsamına girebilecek sonucu doğurmaması,

b) Yıl içinde yapılanlar dahil bağışların, genel kurulda ortakların bilgisine sunulması,

c) Seri: VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde gerekli özel durum açıklamalarının yapılması ve Borsa Günlük Bülteninde ilan edilmesi,

zorunludur.”

düzenlemesi yer almaktadır.

B. Mali Hakların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Olarak

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:XI, No:29 sayılı Tebliği’nin 5. ve 25. maddelerine göre, borsada işlem gören şirketlerin UFRS’na göre finansal tablo hazırlaması gerekmektedir.

Bu çerçevede kilit yönetici personele sağlanan menfaatlere ilişkin dipnotlarda yapılması gereken açıklamalar UFRS 24 nolu standartta “*ilişkili taraf açıklamaları*” kapsamında düzenlenmiştir.

Söz konusu standartta, kilit yönetici personel “

İşletmenin, (idari ya da diğer) herhangi bir yöneticisi de dahil olmak üzere, faaliyetlerini planlama, yönetme ve kontrol etme yetki ve sorumluluğuna doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişilerdir.”

olarak tanımlanmaktadır.

UFRS 24 nolu standardın 16 ve 17 nolu paragraflara göre de işletmeler tarafından kilit yönetici personele ödenen toplam ücret ve benzeri faydaların, ilgili kategoriler çerçevesinde tutar bilgisi de belirtilerek ayrı ayrı kamuya açıklanmak zorunluluğu da bulunmaktadır.

UFRS’de dipnotların nasıl açıklanması gerektiği konusunda herhangi bir format öngörülmezken, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2008/16 ve 2008/18 sayılı Haftalık Bültenleri’nde finansal tablo dipnot formatı yayımlanmıştır. Söz konusu dipnot formatına göre 37 nolu dipnotta “*İlişkili Taraf Açıklamaları*” bölümünde 24 nolu standart kapsamında yapılması gereken açıklamalar yer almaktadır. Formata göre, dipnot açıklamasında üst düzey yönetime sağlanan faydaların ilgili kategoriler itibariyle açıklanmasının da yer alması gerekmektedir.

Bu çerçevede, Seri:XI, No:29 sayılı Tebliğ’e göre finansal tablolarını düzenleyen şirketlerin dipnotlarında en azından kilit yönetici personele sağlanan menfaatlere ilişkin tutar bilgisinin bulunması gerekir.

Konuya ilişkin olarak, sigorta şirketleri, bankalar ve özel hesap dönemine ait şirketler dışında hisse senetleri borsada işlem gören 293 şirketten rasgele seçilen 176 tanesinin 31.12.2006, 31.12.2007 ve 30.09.2008 tarihli finansal tablo dipnotlarında üst düzey yöneticilere sağlanan menfaatlerin açıklanıp açıklanmadığına ilişkin yapılan çalışmada, kilit yönetici personele sağlanan menfaatlerin açıklanması ile ilgili Kurul düzenlemelerine uymayan şirketlerin sayısında yıllar itibariyle azalma

gözlendiği, bununla birlikte, şirketlerden bazılarının halen dipnotlarda gerekli bilgilerin açıklanması hususunda azami dikkat ve özeni göstermediği tespit edilmiştir.

Kilit yönetici personele sağlanan menfaatler ile ilgili finansal tablo dipnotlarında yeterli bilginin sunulmasıyla ortakların üst düzey yöneticilere sağlanan menfaatler üzerinde gözetimi sağlandığından, mevzuata tam olarak uyumun sağlanması amacıyla Seri:XI, No:29 Tebliğ düzenlemelerine göre finansal tablo düzenlemekle mükellef ortaklıkların, dipnotlarında kilit yönetici personele sağlanan menfaatler ile ilgili yeterli bilgi verilmesi konusunda gerekli dikkat ve özeni göstermesi için SPKr'nun 26.12.2008 tarih ve 33/1304 sayılı toplantısında,

“ Seri:XI, No:29 sayılı Tebliğ'e göre finansal tablo düzenleyen şirketlerin finansal tablolarının dipnotlarında kilit yönetici personele sağlanan menfaatler ile ilgili yeterli bilgi verilmesi konusunda gerekli dikkat ve özenin gösterilmesi ve bundan sonra konuyla ilgili gerekli açıklamaları yapmayan şirketler hakkında ilgili mevzuata aykırılık kapsamında işlem yapılacağı hususlarında ... uyarılmalarına”

karar verilmiştir.

C. Kurumsal Yönetim İlkelerinde

SPKr tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin yönetim kuruluna sağlanan mali hakları düzenleyen 4. bölümünde, aşağıdaki düzenlemelere yer verilmiştir:

4.1. Yönetim kurulu üyesine, ücretinin belirli bir oranını aşmayacak şekilde huzur hakkı verilir.

4.2. Yönetim kurulu üyelerine verilecek ücret, ilke olarak üyenin zaman yatırımı ve üyelik gereklerinin yerine getirilmesini, asgari olarak karşılayacak şekilde genel kurul tarafından belirlenir.

Üyelerin temel ücretleri, ilke olarak icra başkanı/genel müdüre verilen saat başına sabit ücrete yakın olur. Ücret, bir yönetim kurulu üyesinin toplantı, toplantı öncesi ve sonrası hazırlık ve özel projelerde o şirket için harcayacağı zaman olarak hesap edilir.

4.3. Ödüllendirme yönetim kurulu üyelerinin performansını yansıtacak ve şirketin performansı ile ilişkilendirilecek şekilde belirlenir. Bu konuda kurumsal yönetim komitesi gerekçe göstermek sureti ile önerilerde bulunur.

Yönetim kurulu, şirketin belirlenen operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşmasından sorumludur. Bunun sağlanamadığı durumlarda gerekçeleri faaliyet raporunda açıklanır. Bu şekilde yönetim kurulu hem kurul hem de üye bazında, bu konuyla görevlendirilen komitenin ortaya koyacağı esaslar doğrultusunda özeleştirisini ve performans değerlendirmesini yapar. Yönetim kurulu üyeleri bu esaslara göre ödüllendirilir veya azledilir.

4.4. Şirket, herhangi bir yönetim kurulu üyesine ve yöneticilerine borç veremez, kredi kullandıramaz, verilmiş olan borçların ve kredilerin süresini uzatamaz, şartlarını iyileştiremez, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullandıramaz veya lehine kefalet gibi teminatlar veremez.

Ancak bireysel kredi veren kuruluşlar herkes için uyguladığı şartlarda, söz konusu kişilere kredi verebilir; kredi kartı vermek suretiyle kredi kullandırabilir ve bu kişileri diğer hizmetlerinden yararlandırabilir.

Öte yandan Kurumsal Yönetim İlkelerinin yöneticilere ilişkin 6. bölümünde de,

6.10. Yöneticilere verilecek ücret, kişilerin nitelikleriyle ve şirketin başarısına yaptıkları katkıyla orantılı olur. Bu kişilere verilecek ücret, piyasa koşullarına göre belirlenir.

hükmüne yer verilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKTA YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLAR VE KONTROLÜ

I. Genel Olarak

Yöneticilerin mali haklarına ilişkin uygulama ve düzenlemelerin halka açık anonim ortaklıklarda ön plana çıkması ve gelişmesi, halka kapalı ortaklıklarda yöneticilerin aynı zamanda ortaklıkta büyük pay sahiplerinden olmaları nedeniyle profesyonel yönetimin yaygın olmaması ve buna bağlı olarak ortaklıkta pay sahibi olmayan ya da küçük oranda pay sahipliği bulunan profesyonel yöneticilerin ortaklıkla menfaatlerinin uzlaştırılması aracı olarak görülen mali hakların bu fonksiyonuna ihtiyaç duyulmaması nedeniyle, inceleme ve açıklamalar temel olarak halka açık anonim ortaklıklar esas alınarak yapılmıştır.

Bununla birlikte, yeri geldikçe halka kapalı ortaklıklara ilişkin açıklamalara da yer verilmiş, özellikle Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan mali haklara ilişkin düzenlemelere yönelik açıklamalar tüm anonim ortaklıklar için yapılmıştır.

II. Mali Hakların Türleri¹⁸¹

ABD'nde, yöneticilere sağlanan mali haklar paketleri, yöneticinin görev yaptığı şirkete ve şirketin içinde bulunduğu endüstri koluna bağlı olarak değişiklik göstermektedir.

¹⁸¹ Halka açık olmayan ortaklıklarda genel görünüm az sayıda pay sahibinin aynı zamanda ortaklıkta yönetici olmaları; diğer deyişle, ortaklığın büyük pay sahiplerince yönetilmesidir. Dolayısıyla halka açık ve pay sahibi sayısının çok olduğu ortaklıklardaki durumun aksine, halka kapalı ortaklıklarda (ve halka açıklık oranlarının düşük olduğu halka açık ortaklıklarda) yöneticiler ile pay sahiplerinin menfaatlerinin uzlaştırılması mekanizması olarak görülen mali haklar paketlerine fazlaca ihtiyaç duyulmamıştır. Bu bağlamda, yukarıda da belirtildiği gibi, yöneticilerin mali haklarına ilişkin uygulama ve düzenlemeler halka açık anonim ortaklıklar ekseninde gelişmiştir. Bu nedenle, konuya ilişkin açıklamalar da temel olarak halka açık anonim ortaklıklar esas alınarak yapılmış, yeri geldikçe halka kapalı ortaklıklara ilişkin hususlara da yer verilmiştir.

Bununla birlikte mali haklar paketleri çoğunlukla sabit ücret (maaş), prim, hisse senedi opsiyonları, emeklilik planları ve diğer mali haklardan oluşur¹⁸².

Bu temel kalemlerin yanında bazı şirketlerin üst kademe yöneticilerine ve özellikle CEO'larına, hayat sigortası, seyahat sigortası, sağlık sigortası, bireysel emeklilik primi ödemeleri, first-class uçuşlar, ücretsiz telefon görüşmeleri, bilgisayar ve otomobil gibi ek menfaatler de sağladığına sıkça rastlanmaktadır¹⁸³.

Görüldüğü gibi, yöneticilerin mali hakları bir taraftan sabit ödemelerden, diğer taraftan hisse senedine dayalı değişken ödemelerden oluşmaktadır. Sabit ücretler yanında hisse senedine dayalı değişken ödemelerin belirlenmesinin çıkış noktası, pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki menfaat çatışmalarının uzlaştırılması için ücretlerin bir kısmının performansa bağlı olarak belirlenmesi gerektiği, zira hisse senedine bağlı ödeme kalemlerinin, yöneticilerin mali haklarını şirket ve hisse senedi performansı ile ilişkilendirmesi nedeniyle, vekalet probleminin çözümünde daha etkin bir mekanizma olduğu yönündeki düşüncedir. Ancak bunların da, anılan problemin çözümünde ne ölçüde başarılı oldukları tartışmalıdır¹⁸⁴.

Son olarak belirtmek gerekir ki; mali haklar paketlerinin 3 önemli boyutu vardır:

Toplam ücret (yöneticilere sağlanan toplam menfaat-mali haklar toplamı), mali haklar paketinin bileşimi (hangi kalemlerden, hangi oranda oluştuğu) ve ödeme-performans (pay-performance) ilişkisi¹⁸⁵.

¹⁸² **MURPHY:** s.5, Ayrıca, 2000 yılında yapılan bir araştırmaya göre ABD'de mali hakların yaklaşık %18 kadarı sabit ücretten oluşurken bu oran UK'de %40 civarındadır. ABD'de hisse senedi opsiyonları mali hakların %61'i kadarını oluştururken, bu oran UK'de %45 kadardır. Her iki ülkede de bonuslar toplam mali hakların %17-18'i kadardır. **BRAUNSTEIN:** agm., s.9.

¹⁸³ **ELSON:** agm., s.10-12.

¹⁸⁴ **DEPKEN/NGUYEN/SARKAR:** agm., s.3.

¹⁸⁵ **JENSEN/MURPHY/WRUCK.:** agm., s.3.

1. Maaş (Sabit ücret)

Toplam mali haklar içindeki oransal payı yıllar içinde düşüş gösteren sabit ücretler mali haklar sözleşmelerinin kilit unsurlarındadır. Özellikle risk almayı sevmeyen yöneticiler, prim ya da değişken nitelikteki diğer kalemler yerine sabit ücretlerin yüksek olmasını tercih etmektedirler.

Diğer taraftan, mali haklar paketlerindeki diğer kalemler sabit ücret esas alınarak belirlenmektedir. Örneğin belli bir hedef miktar esas alınarak belirlenen primler, sabit maaşın bir yüzdesi olarak, yine hisse senedi opsiyonları sabit maaşın bir çarpanı üzerinden belirlenebilmektedir. Aynı şekilde emeklilik ödemeleri ve ayrılma tazminatları gibi kalemler de sabit maaş esas alınarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, sabit ücretteki her artış, diğer mali haklar kalemlerine de olumlu olarak yansımaktadır¹⁸⁶.

2. Primler

Hemen hemen her şirket, CEO'larına ve diğer üst kademe yöneticilerine bir yıl içindeki performanslarına bağlı olarak prim ödemesi yapmaktadır. Yıllık prim ödemeleri de yine her bir şirkette farklılık göstermektedir. Ancak genel olarak, bir performans standardı eşik olarak belirlenmekte ve bu eşiğin altındaki performanslara prim ödemesi yapılmamaktadır. Bu eşiğe ulaşan performanslara asgari/tabani prim ödemesi yapılmakta, performans arttıkça prim miktarı da yükselmektedir. Ancak ödenecek primlere aynı zamanda bir üst sınır da konulmaktadır.

Primler için belirlenen performans ölçütü yine her şirkette değişiklik göstermekle birlikte, söz konusu ölçütün belirlenmesinde genellikle yıllık toplam

¹⁸⁶ MURPHY: agm., s.9-10.

gelir, net gelir, vergi öncesi gelir ve benzeri muhasebe rakamlarının esas alındığı görülmektedir.

Öte yandan, bazı şirketlerde, yıllık primlerin belirlenmesinde yukarıda belirtilen finansal kriterler yanında, müşteri memnuniyeti, yeni bir tesis ya da sistem kurulması gibi finansal olmayan kriterlerin de dikkate alındığı, bu şekilde primlerin belirlenmesi konusunda yönetim kurulu üyelerine takdir ve değerlendirme hakkı tanındığı görülmektedir. Ancak finansal olmayan kriterlere finansal konularda faaliyet gösteren şirketlerde pek rastlanılmamakta olup, bu türden prim kriterleri daha çok sanayi şirketlerinde esas alınmaktadır.

Görüldüğü üzere, primler temelde yıllık bazda ve muhasebe rakamlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Bu durum, her ne kadar yıllık performansı yansıtsa da, muhasebe rakamlarına odaklanan yöneticilerin, kısa vadede muhasebe rakamlarına olumlu olarak yansımamakla birlikte uzun vadede kârlı olacak işlere girişme arzularını azaltıcı etki yaratabilecektir. Öte yandan, bu durum mali tablolar üzerindeki kalemlerin ve muhasebe rakamlarının manipüle edilmesine de zemin hazırlayabilmektedir.

Diğer taraftan bu türden belirlemelerde başka bazı sorunlar da ortaya çıkabilmektedir. Şöyle ki; bu yıl için konulacak performans kriterinin bir önceki yıl baz alınarak belirlenmesi halinde yöneticiler, gelecek yılın kriterini çok yükseltmemek amacıyla hareket edebilirler. Benzer biçimde, primler için belirlenen üst eşiğe ulaşan yöneticiler, bu eşiğe ulaşıldıktan sonra gelir getirecek yeni işlere girme işini bir sonraki seneye bırakabilir ya da tam tersi durumda, yıl sonunda artık

performans standardına ulaşılması olası görünmüyorsa, yine gelir getirici faaliyetleri sonraki seneye bırakmayı tercih edebilirler¹⁸⁷.

3. Hisse Senedi Opsiyonları

A. Genel Olarak

“Stock option” ya da “share option” olarak ifade edilen hisse senedi opsiyonları özetle, bir kimseye tanınan, bir şirketin hisse senetlerini bir süre sonra satın alma hakkı olup, satın alma fiyatı hisse senetlerinin satın alındığı tarihte değil, satın alma hakkının verildiği tarihte açıkça belirlenmektedir. Opsiyon, daima belirli sayıdaki hisseleri içermekte ve ayrıca kullanılabileceği zaman dilimine ve kullanıldığı takdirde ödenecek hisse fiyatına yer vermektedir¹⁸⁸.

Bir başka ifade ile hisse senedi opsiyonları, opsiyon verilen tarafa, hisse senedini önceden belirlenen bir kullanma, diğer adıyla ulaşma (exercise-strike)¹⁸⁹ fiyatından satın alma hakkı veren sözleşmelerdir.

Hisse senedi opsiyonlarını kullanma fiyatı (exercise price), hisse senedi opsiyonun tanındığı tarihteki fiyat (grant date price) ya da bu fiyatın altında veya üstünde bir fiyat olarak belirlenebilir. Yaygın olan, opsiyonu kullanma fiyatının opsiyonun tanındığı tarihteki piyasa fiyatı (grant date market price) olarak belirlenmesidir. Bazı ülkelerde genel uygulama hisse senedi opsiyonunu belli bir süre sonrasında kullanma hakkı tanınması (performansdan bağımsız ve zaman kriteri esas

¹⁸⁷ MURPHY: agm., s.11-15.

¹⁸⁸ ÖZKORKUT: Bağımsız, s.40-41.

¹⁸⁹ Hisse senedi opsiyonlarında kullanma ya da diğer adıyla ulaşma fiyatı, hisse senedi opsiyonuna dayanarak opsiyonun tanındığı kişinin alma ve satma hakkını kullanacağı fiyatı ifade eder ve opsiyon sözleşmesinde belirtilir. İşte alım ya da satımın yapılacağı bu fiyat ile piyasa fiyatı arasındaki fark, opsiyon tanınan kişinin kazancını belirler. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Exercise+Price>, 10.02.2010.

alınarak) iken, bazı şirketlerde ise belli bir performans eşiğine ulaşılması halinde hisse senedi opsiyonları kullanılabilir hale gelmektedir¹⁹⁰.

Hisse senedi opsiyonlarının, pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılmasında en önemli kalem olduğu kabul edilir. Zira opsiyonlar, ancak hisse senedi fiyatının, opsiyonu kullanma fiyatının üzerine çıkması halinde yöneticilere kazanç getirirler¹⁹¹.

Klasik bir opsiyon modelinde, yöneticilere opsiyonun verilmesine karar verilen tarihteki hisse senedi fiyatı üzerinden (örneğin 2003 yılında oluşmuş bir fiyat) opsiyon kullanma hakkı tanınır. Belli performans kriterlerinin sağlanması ve opsiyonun kullanılabilir hale gelmesi üzerine, opsiyon kullanma bedeli yönetici tarafından şirkete ödenir (2003 yılındaki fiyat). Bu kriterlerin 2005 yılında sağlandığı ve opsiyonun kullanılabilir hale geldiği kabul edilirse, yönetici, 2003 yılındaki fiyat üzerinden hisse senetlerini alma hakkına sahip olacaktır. Ancak açıktır ki yöneticinin bu opsiyonu kullanması, kriterlerin yerine getirildiği 2005 yılında hisse senedi fiyatının 2003 yılına göre daha yüksek olması halinde anlamlı ve kazanç getirir nitelikte olacaktır¹⁹². Öte yandan opsiyonun belli bir süre içinde kullanılması gerekir ve opsiyon tanıma tarihinden itibaren belirlenen belli bir sürede kullanılmayan opsiyonlar sona erer¹⁹³.

Konuyu basit bir örnekle açıklamak gerekirse;

X Şirketinin 1 Ocak 2005’de hisse senedi fiyatının 10\$ olduğunu kabul edelim. Şirket; CEO’suna, aynı tarihte 100,000 hisse senedi opsiyonu tanımıştır.

¹⁹⁰ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.57

¹⁹¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Executive_compensation, 15.04.2009.

¹⁹² STAPLEDON, Geoffrey: Executive Performance-Related Compensation: The Difficulty in Truly Aligning With Shareholder Returns, Wisconsin International Law Journal, Summer 2005, s.3, www.lexis.com, 25.08.2008.

¹⁹³ BRENNER, Karen: Stock Option Timing: Investigation and Implication, NACD-Directors Monthly, February 2008, s.2, <http://ssrn.com/abstract=163914>, 18.12.2008.

Opsiyonu kullanma fiyatı 10\$ olarak ve en erken kullanma süresi (vesting period) 3 yıl olarak belirlenmiş olup, buna göre CEO, hisse senedi opsiyonunu en erken 1 Ocak 2008'de kullanabilecektir. 3 yıllık süre içinde hisse senedi fiyatı artarak 15\$'a ulaşmıştır. CEO, opsiyonunu 1 Ocak 2008'de kullanır ise;

Şirkete $10\$ \times 100,000 = \1million ödeyecek;

Hisse senetlerinin değeri ise $15\$ \times 100,000 = 1,5\$ \text{million}$ olacaktır.

Bu durumda CEO 500,000\$ kazanç elde edecektir.

Aynı koşullar altında X şirketinin hisse senedinin fiyatının 3 yıl içerisinde düşerek 1 Ocak 2008 itibariyle 5\$ olduğunu kabul edelim. Bu halde CEO, hisse senedi opsiyonunu anılan tarihte kullanmak istemeyecek; opsiyonunu kullanmak için beklemeyi tercih edecektir. Zira genelde hisse senedi opsiyonlarında kullanma süresi en erken kullanma süresinden itibaren bir kaç yıl olarak belirlenmektedir¹⁹⁴.

O halde opsiyonlar, belli bir zamanda ya da belli bir zaman süreci içinde kullanılabilir (vested, exercisable) hale gelir. Yöneticilere verilen hisse senedi opsiyonları alınıp satılamaz; opsiyonun kullanma zamanından önce yöneticilerin şirketten ayrılmalari halinde opsiyonu kullanma hakkı düşer.

Hisse senedi opsiyonları doğrudan hisse senedi fiyatına bağlıdır. Hisse senedi fiyatının yükselmesi ile opsiyon verilen yöneticiler, opsiyonun tanındığı fiyatla piyasa fiyatı arasındaki miktar kadar kazanç elde ederler. Aynı şekilde, hisse senedi fiyatının, opsiyon kullanma fiyatının altına düşmesi halinde, opsiyon kullanılması söz konusu olmayacaktır. Bu durumun ortaya çıktığı hallerde bazı şirketlerin, yöneticilerin mali haklarının azalmasını önlemek amacıyla opsiyonları yeniden fiyatlandırma yoluna gittiği görülmektedir¹⁹⁵. Bu durumda hisse senedi opsiyonları,

¹⁹⁴ STAPLEDON: agm., s.4.

¹⁹⁵ MURPHY: agm, s.16-18.

opsiyonların tanındığı tarihteki piyasa fiyatının daha altındaki bir fiyattan verilmiş olacaktır (back dating) ki, bu durumun kurumsal yönetimi kötü olan şirketlerde ortaya çıktığı ve yönetim kurulu ile yöneticiler arasında yukarıda açıklanan türden vekalet probleminin varlığına delalet ettiği kabul edilmektedir¹⁹⁶.

Sonuç olarak hisse senedi opsiyonları, yöneticilerin mali haklarını, pay sahiplerinin hisse senedi ile ifade edilen getirilerine bağlaması nedeniyle, pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatleri arasında bağ kurmak açısından önemli bir araç teşkil etmektedir.

Bununla birlikte hisse senedi opsiyonlarının da tamamen menfaatleri uzlaştıracı bir ödeme kalemi olduğunu söylemek güçtür. Zira hisse senedi opsiyonları iyi yapılandırılmazlar ise, yöneticiler tarafından pay sahipleri aleyhine kötüye kullanılabilecek ya da iyi performans göstermeseler dahi yöneticiler lehine haksız kazanç yaratabilecek araçlardır¹⁹⁷.

Örneğin, piyasanın olumlu seyir izlediği hallerde, piyasadaki genel iyileşme nedeniyle hisse senetlerinin fiyat artışında yöneticilerin önemli bir rolü olmamakla birlikte, opsiyonlar aracılığıyla yöneticiler lehine yüksek kazançlar yaratılabilmektedir. Bunu önlemek amacıyla opsiyonun kullanma fiyatının belli bir endekse bağlanması önerilmiştir. Bu durumda örneğin baz olarak sektör endeksi seçilmiş ise, hisse senedi fiyatı yükselmiş olsa dahi sektördeki ortalama artışın üzerinde bir artış göstermediğinde, yöneticiler hisse senedi opsiyonu kullanamayacak ve performanslarından bağımsız olarak ortaya çıkan bu artış sebebiyle büyük

¹⁹⁶ **BRENNER:** agm., s.9.

¹⁹⁷ **FERRARINI/MOLONEY:** agm., s.9.

kazançlar elde edemeyeceklerdir. Bununla birlikte endekse bağlı opsiyonlara sıklıkla rastlandığını söylemek mümkün değildir¹⁹⁸.

Ayrıca yukarıda da ifade edildiği gibi, bazı hallerde hisse senedi fiyatında yaşanan büyük düşüşler nedeniyle, yöneticiler tarafından iyi performans gösterilmese dahi hisse senedi opsiyonlarının yeniden fiyatlandırılması ile yöneticilerin kazanç elde edememe riski tamamen ortadan kaldırılmaktadır¹⁹⁹.

Ancak hisse senedi opsiyonları ile ilgili olarak ortaya çıkan en önemli sorun elinde büyük miktarlarda hisse senedi opsiyonu bulunan yöneticilerin büyük karlar elde etmek amacıyla hisse senedi fiyatının yükseltilmesi için hileli ya da yüksek riskli işlere girişmeleridir.

Hisse senedi opsiyonları 60'lı yılların sonlarında başlayan ve 80'li yıllarda doruk noktasına ulaşan uzlaşmasız aleni pay alım teklifleri (hostile takeover)'ne bağlı olarak mali haklar paketleri içinde oransal olarak artış göstermiştir. Zira, artan aleni pay alım teklifleri hisse senedi fiyatlarını şirketler için odak noktası haline getirmiş; CEO'ları hisse senedi fiyatını artırmaya teşvik etmek amacıyla da mali haklar paketleri içinde hisse senedi opsiyonlarına ağırlık verilmeye başlanmıştır²⁰⁰.

Ancak, pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılması aracı olarak görülen mali hakların en önemli ve fonksiyonel kısmını teşkil eden hisse senedi opsiyonlarının pay sahiplerinin şirketteki haklarının değerini görece olarak azalttığı da açıktır. Şöyle ki; hisse senedi opsiyonları miktar ve değer olarak arttıkça, opsiyonların kullanılmasına bağlı olarak şirketin ihraç edeceği hisse senetleri de artacak, bu durum pay sahiplerinin ellerindeki payların toplam sermaye içindeki

¹⁹⁸ **BEBCHUK/FRIED:** agm. s.15.

¹⁹⁹ **BRUCE/BUCK/BRIAN:** agm., s.2

²⁰⁰ **BOOTH, Richard A.:** Executive Compensation, Corporate Governance, and The Partner-Manager, University of Illinois Law Review, No.1, 2005, s. 104, <http://ssrn.com/abstract=163914>, 25.02.2009.

değerini, oy haklarının toplam oylar içindeki oranını, toplam temettü ve hisse senedi değer artış kazançları içindeki payını; özetle mevcut hisse senedine bağlı menfaatlerini azaltacaktır.

Hisse senedi opsiyonları nedeniyle (yapılacak sermaye artırımında ihraç edilecek hisselerin opsiyonu kullanan yöneticilere verilmesine bağlı olarak pay sahiplerinin hisselerinin toplam paylar içindeki oranı düşecektir) mevcut pay sahiplerinin paylarına bağlı parasal menfaatlerinin azalması (temettü, hisse değer artış kazancı vs.) hususu kolayca anlaşılabilecek ve toplam bir menfaatin daha fazla paya bölünmesi nedeniyle ortaya çıkan olağan bir sonuçtur. Ancak hisse senedi opsiyonlarının kullanılması ile elde edilen hisse senetleri, şirket yöneticilerinin ortaklıkta kontrolü ele geçirme mekanizması olarak da kullanılabilecektir. Bu şekilde yöneticiler, şirketin geleceği ile ilgili kararları belirleme konusunda yeterli oy hakkını elde edebileceklerdir.

Diğer taraftan, hisse senedi fiyat artışına bağlı olarak yöneticiler hisse senedi opsiyonlarını kullanmak isteyecekler, opsiyonun karşılanması için ihraç edilecek hisse senetlerinin fiyatları, arzın artışına bağlı olarak düşüş gösterecek, bu da mevcut pay sahiplerinin değer artış ya da alım satım kazancında düşüşü beraberinde getirecektir²⁰¹.

B. Hisse Senedi Opsiyonlarının Temel Fonksiyonları

Yöneticilere hisse senedi opsiyonu tanınmasının 3 temel fonksiyonu bulunduğu kabul edilmektedir:

²⁰¹ MARTIN, Kenneth J./Thomas Randall S.: The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans, Vanderbilt Law, Joe C. Davis Research Paper, No.22, s.9-10, <http://ssrn.com/abstract=163914>, 15.02.2009.

İlk olarak hisse senedi opsiyonları şirketlerin iyi ve yetenekli yöneticileri, kadrolarına dahil etmek ve bu nitelikteki mevcut yöneticileri ellerinde tutmak için önemli bir araçtır. İkinci olarak, hisse senedi opsiyonları performansa bağlı bir ödeme niteliğinde olduğundan, yöneticileri daha yüksek performansla çalışmaya teşvik ettiği kabul edilmektedir. Üçüncü ve son olarak ise, pay sahipleri ile yöneticilerin birbiri ile çelişen menfaatlerini uzlaştırma mekanizması olarak çalışır.

İlk fonksiyona ilişkin olarak, pek çok şirket başarılı yöneticileri kendi bünyelerine katmak ve şirkette çalışmalarının devamlılığını sağlamak için hisse senedi opsiyonlarından yararlanmaktadır. Özellikle gelecek vaad eden ve gelişmekte olan, ancak nispeten küçük ölçekli şirketler, hisse senedi opsiyonları aracılığıyla iyi yöneticiler istihdam edebilmekte ve bu şekilde, hisse senedi opsiyonları olmasa idi birlikte çalışmaları mümkün olmayan başarılı yöneticileri transfer ederek, büyük şirketlerle rekabet etme şansı yakalayabilmektedirler.

Hisse senedi opsiyonlarının ayrıca, “performansa bağlı” bir ödeme kalemi niteliğinde olması sebebiyle önemli bir fonksiyon ifa ettikleri, zira hisse senedi opsiyonları aracılığıyla şirket değerinin artırıldığı kabul edilmektedir.

Öte yandan, hisse senedi opsiyonları, opsiyonun sağlandığı yöneticileri daha iyi çalışmaya ve daha yüksek performans göstermeye teşvik eden bir mekanizmadır; çünkü hisse senedi opsiyonları ancak, hisse senedinin opsiyonun kullanma tarihindeki fiyatının, opsiyonun verildiği tarihteki fiyatın üzerinde olması halinde bir kazanç sağlayacağından, yöneticiler hisse senedi fiyatının yükselmesi güdüsü ile çalışacaklardır. Şirket hisse senedinin fiyatı ile yöneticilerin mali hakları arasındaki bağ ne kadar güçlü ise, mali hakların yöneticileri teşvik fonksiyonu da o denli yüksek olacaktır. Sonuç olarak hisse senedi opsiyonları, yöneticilere, şirkete kattıkları,

yarattıkları değer ile paralel bir kazanç sağlama imkanı veren ve bu özelliği sebebiyle son yıllarda kurumsal yatırımcılar tarafından da desteklenen mali haklar kalemi teşkil etmektedir.

Son olarak hisse senedi opsiyonları, yöneticiler ile şirket arasında şahsi bir menfaat ilişkisi kurar. Böylelikle yöneticiler şirkete aynı zamanda bir pay sahibi gözüyle bakmaya başlayacaklarından, opsiyonlar, paysahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılmasına aracılık eder. İşte hisse senedi opsiyonlarının yöneticilere aynı zamanda bir pay sahibi bakış açısı kazandırmaları nedeniyle mali hakların diğer kalemleri olan primler, sabit ücret gibi unsurlardan daha üstün bir nitelik taşıdığı kabul edilir²⁰².

C. Hisse Senedi Opsiyonlarının Kullanılması

a. Şartlı Sermaye Artırımı Yoluyla

Şartlı sermaye artırımı, mevcut mevzuatımızda yer almayan ve TTK. Tasarısının kanunlaşması ile Türk hukuk sistemine girecek olan bir esas sermaye artırımı türüdür.

Alman hukukunda ortaya çıkan, daha sonra da Avusturya ve İsviçre hukuklarında benimsenen şartlı sermaye artırımı genellikle; hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerine, hazırlığı yapılan devralma suretiyle birleşmelerde devralınan ortaklığın ortaklarına ve ortaklıkta birikmiş olan kazanç paylarına karşılık olarak çalışanlara ortaklık paylarının verilmesi amacıyla başvuru bir yöntemdir.

Konuya ilişkin olarak Avusturya ve İsviçre hukukundaki düzenlemeler Alman hukukundaki düzenlemeler ile paralellik göstermekte olup, buna göre şartlı sermaye artırımı esas sözleşmenin değiştirilmesine ilişkin hükümler çerçevesinde ve

²⁰² MARTIN/THOMAS: agm., s.11-13.

esas sermayenin %50'sini geçmemek üzere yapılabilir. Genel kurul kararında artırımın sebebi (hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerine, ortaklık çalışanlarına ya da birleşen ortaklığın pay sahiplerine verilmek üzere pay ihracı gibi) gösterilir. Genel kurul kararı ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Yeni pay alma hakkı olanlar iştirak taahhüdünde bulunur, pay bedellerinin tam olarak ödenmesini müteakip paylar ihraç edilir. Yönetim kurulu hesap dönemi bitiminde iştirak taahhüdünde bulunularak bedelleri ödenen ve bu suretle ihraç edilen payların ne kadar olduğunu tescil edilmek üzere ticaret siciline bildirir.

Şartlı sermaye artırımında şarta bağlı olan genel kurulun sermaye artırım kararı değil, bu kararın icrası, diğer deyişle bu karara bağlı olarak pay alma hakkı olanların pay bedellerini ödemeleri suretiyle yeni payların çıkarılmasıdır. Dolayısıyla sermaye artırımı, artırım kararında öngörüldüğü kadar değil, hak sahiplerinin taleplerine bağlı olarak yönetim kurulunun çıkardığı yeni pay senetlerinin itibari değerleri toplamı kadar artırılmış olur²⁰³.

Zira şartlı sermaye artırımında, uzun sayılabilecek bir süreç içinde değiştirme ve alım hakları kullanıldıkça sermaye parça parça artmakta, her hak kullanımında arttığı için sermaye değişmektedir. Genel kurul bu tabloda sermayeyi artırmamakta, sermayenin artırılmasını alım ve değiştirme haklarının kullanılmasına tabi kılarak sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar vermektedir. Ayrıca burada kayıtlı sermaye sisteminden farklı olarak genel kurul herhangi bir yetki devrinde bulunmamakta, artırımın gerçekleşme zamanı şarta bağlı kalmaktadır²⁰⁴.

Tasarıda şarta bağlı sermaye artırımını 463 ila 472. maddeler arasında düzenlenmiştir. Konuya ilişkin olarak, genel kurulun yeni çıkarılan tahviller ve

²⁰³ **MOROĞLU, Erdoğan:** Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, Güncelleştirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, İstanbul 2003, s. 32-34, (Esas Sermaye).

²⁰⁴ <http://www2.tbmm.gov.tr/d23/1/1-0324.pdf>, s.240-241, 07.05.2009

benzeri borçlanma araçları nedeniyle alacaklı olanlara, çalışanlara, esas sözleşmede alım ya da değiştirme hakkını kullanmak yoluyla yeni pay edinme hakkı tanınarak sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebileceği, şartlı olarak artırılan sermayenin toplam itibari değerinin sermayenin yarısını aşamayacağı hükme bağlanarak esas sözleşmede konuya ilişkin olarak yer verilmesi gereken hususlar sıralanmıştır.

Tasarıda değiştirme ve alım hakları kullanılarak şirket pay senetlerinin iktisabı numerus clausus olarak şirket ve topluluk şirketleri tarafından çıkarılan tahvil ve benzeri borçlanma senetlerinin alacaklılarına ve şirket çalışanlarına tanınmıştır. Gerekçede çalışanlar sözcüğünün şirketlerin ve topluluk şirketlerinin işçileri dahil sıfatları ne olursa olsun tüm çalışanları kapsadığı ifade edilmiş olup, buna göre yöneticiler de bu kapsamda değerlendirilmelidir.

Tasarıda yer alan düzenleme uyarınca, Tasarının kanunlaşması halinde, esas sözleşmede, yöneticilere sağlanan hisse senedi opsiyonlarının kullandırılmasına yönelik olarak şarta bağlı sermaye artırımını yapılacağı yönünde bir hükme yer verilerek (bunlar alım hakkı kullanacak gruplar içinde sayılarak) ve Tasarının 465. maddesindeki hususlar esas sözleşmeye konularak, yöneticilere tanınan hisse senedi opsiyonlarının bu yol ile kullanılabilmesi düşünülmektedir.

Ancak Tasarı, bu yolla yapılacak sermaye artırımına bağlı olarak pay sahiplerinin paylarının toplam sermaye içindeki oranındaki düşüşe bağlı olarak yaşayacakları kayıpları dikkate alarak pay sahiplerinin korunmasına yönelik bir düzenleme sevk etmiş; Tasarının 466. maddesinde şarta bağlı sermaye artırımını sonucu ihraç edilecek payları alma ya da değiştirme hakkı veren borçlanma senetlerinin ihracı halinde bunların öncelikle pay sahiplerine önerileceği, önerilmeye

muhatap olma hakkının ancak haklı sebeplerle sınırlanıp kaldırılabilceğı, hiç kimsenin bu sebeple hak kaybına uğratılamayacağı ve şartlı sermaye artırımı ile belli kişilere haksız yarar sağlayamayacağı hükme bağlanmıştır.

Zira yukarıda da belirtildiğı üzere, opsiyonların kullanılmasına bağı olarak şirketin ihraç edeceği hisse senetleri, pay sahiplerinin ellerindeki payların toplam sermaye içindeki değerini, oy haklarının toplam oylar içindeki oranını, toplam temettü ve hisse senedi değer artış kazançları içindeki payını; özetle mevcut hisse senedine bağı menfaatlerini azaltacağından, pay sahiplerinin korunması hususu öğretilde sıkça dile getirilmiş; özellikle hisse senedi opsiyonlarının kullanılması ile elde edilen hisse senetlerinin şirket yöneticilerinin ortaklıkta kontrolü ele geçirme mekanizması olarak da kullanılabileceğı, yöneticilerin bu yol ile, şirketin geleceğı ile ilgili kararları belirleme konusunda yeterli oy hakkını elde edebilecekleri vurgulanmıştır²⁰⁵.

Nitekim Tasarının gerekçesinde, önerilme hakkının şarta bağı sermaye artırımında değıştirme ve satım hakkı içeren tahvillerin veya benzeri borçlanma senetlerinin önce pay sahiplerine önerilmesi zorunluluğına ilişkin yeni bir pay sahipliğı hakkı olarak yer verilmiş; bu hak ile, yeni pay alamadıkları için şirketteki katılma oranları düşen pay sahiplerinin kaybının dengelendiğı ifade edilmiştir. Ancak bu hak sadece tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının değıştirme ve alım hakları içermesi halinde tanınmakta olup, çalışanlara tanınan alım haklarında pay sahipleri önerilme hakkına sahip değildir. Dolayısıyla, yöneticilere sağlanan hisse senedi opsiyonlarının kullanımı bir alım hakkı niteliğinde olduğundan, pay sahiplerine alım hakkının tanınması söz konusu olmayacaktır.

²⁰⁵ MARTIN/THOMAS: agm., s.9-10.

b. Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesi Yolıyla

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, mevcut TTK.'nın 329. maddesi ile yasaklanmıştır. Maddede, anılan yasağın istisnaları 6 bent halinde sayılmış; ayrıca istisnalara ilişkin olarak; hisse senetleri şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa, devralınan hisse senetlerinin derhal imha edilerek, bu hususta tutulan zabtın ticaret siciline verileceği, diğer beş istisna için ise iktisap edilen hisse senetlerinin ilk fırsatta tekrar elden çıkarılacağı ve bu işlemlerin yıllık raporda gösterileceği hükme bağlanmıştır.

TTK.'nın anılan hükmü karşısında, anonim ortaklık yöneticilerine sağlanacak hisse senedi opsiyonlarının kullanılmasına yönelik olarak şirketin kendi hisse senetlerini iktisap etmesi olanak dahilinde değildir²⁰⁶.

Konuya TTK. Tasarısı yönünden bakıldığında ise, şirketin kendi paylarını iktisap ya da rehin olarak kabul etmesi, Tasarının md.379-389 hükümleri arasında düzenlenmiştir.

Tasarının 379. maddesinin ilk fıkrasında, şirketin çıkarılmış paylarını, esas ya da çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan ya da bir işlem sonunda aşacak miktarda ivazlı olarak iktisap veya rehin olarak kabul edemeyeceği hükme bağlanmıştır.

Maddenin ikinci fıkrasında ise, birinci fıkraya göre iktisap ya da rehin için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmiş olması gerektiği, bu yetkinin en çok 18 ay için verileceği belirtilerek, iki, üç ve dördüncü fıkralarda bir takım şartlara yer verilmiştir.

Madde metninin gerekçesinde, maddenin ilk fıkrası ile bir taraftan ivazlı iktisap yasağı konulur iken, diğer taraftan yasağın şirketin esas ya da çıkarılmış

²⁰⁶ Bu konuda geniş bilgi için bkz. **ÖZDAMAR, Mehmet:** Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara 2005; **ÇELİKTAŞ, İlyas:** Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, Ankara 2006.

sermayesinin yüzde onunu aşan bir orana özgülendiği ifade edilmiştir. Buna göre, ikinci fıkradaki yetkilendirme çerçevesinde *yüzde on oranının altında kalan ivazlı iktisap ve payların rehin olarak kabulünde yasak kalkmaktadır. Bu orana kadar iktisap edilmiş olan hisse senetlerinin elden çıkarılması zorunluluğu da yoktur.*

Gerekçede ayrıca, yüzde onluk serbest oran için genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi gerektiği ve bu yetkinin en çok onsekiz ay için verileceğinin ikinci fıkra hükmüne bağlandığı, bu fıkra gereği yönetim kurulunun yetki isteyebilmesi için Tasarının 381. maddesindeki gibi *somut ve yakın bir tarihte ortaya çıkabilecek bir tehlike ve kayba işaret edilmesi gibi bir sebep gösterilmesinin şart olmadığı*, yetkinin hiçbir sebep gösterilmeden de sadece gereğinde kullanılmak üzere istenebileceği hususlarına yer verilmiştir. Bununla birlikte genel kurulun, yetkinin kullanılmasını genel amaçlar dışında (kanuna, ahlaka, adaba aykırı olma ve borsa ticareti yapmama gibi) amaçlara bağlayabileceği ifade edilmiştir.

Gerekçede ayrıca, söz konusu serbestinin şirkete kendi hisse senetlerini iktisap ve rehin olarak kabul etmede geniş bir yetki verdiği, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde çoğu kez hisse senedi fiyatlarının manipüle edilmesi ve şirkete zarar veren kur yükselme ve alçalmalarına veya özvarlığı yüksek olan şirketlerde arzu edilmeyen kur çıkışlarına engel olunması ve gerektiğinde şirketlerin market-maker rolü oynayabilmesine olanak sağlayan bir araç olduğu; bununla birlikte serbest yüzdenin sadece market-makerlık amacı ile kullanılması zorunluluğu olmadığı, yüzde onluk istisnanın bir çok kullanma alanının olabileceği ve şarta bağlı sermaye artırımının icrasında da rolü olduğu belirtilmiştir²⁰⁷.

²⁰⁷ <http://www2.tbmm.gov.tr/d23/1/1-0324.pdf>, s.193-195, 601, 05.05.2009.

Tasarının anılan hükümleri ile hükmün gerekçeleri birlikte değerlendirildiğinde, şirketin kendi paylarını iktisabına serbesti tanınan yüzde onluk oranın, genel bir amaç sınırlamasına tabi tutulmadığı, bu oran için somut ve yakın bir tarihte ortaya çıkabilecek bir tehlike ve kayba işaret edilmesi gibi bir sebep gösterilmesi şartının aranmadığı ve bu orana kadar iktisap edilmiş olan hisse senetlerinin elden çıkarılması zorunluluğu öngörülmediği dikkate alınarak, anılan oranın aşılmaması²⁰⁸, yönetim kurulunun genel kurul tarafından yetkilendirilmiş olması ve anılan maddenin üçüncü fıkrasında öngörülen, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra kalan şirket net aktifinin esas veya çıkarılmış sermaye ile esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamından az olmaması kaydıyla şirket yöneticilerinin hisse senedi opsiyonlarının kullanılmasında şirketin kendi paylarının iktisabının bir yöntem olarak kullanılabileceği düşünülmektedir.

Nitekim doktrinde de, şirketlerin kendi paylarını, çalışanları pay sahibi edindirmeye yönelik olarak iktisap etmeleri, ortaklığın kendi paylarını iktisabının faydaları arasında kabul edilmiş; özellikle ABD’de üst düzey yöneticilere alacakları ücretlerin bir kısmının karşılığı olarak büyük miktarda toplu pay senetleri verildiği, bu şekilde üst düzey yöneticilerin sahip oldukları pay senetleri dolayısıyla ortakların menfaatlerini kendi menfaatleri gibi göz önünde bulundurmalarının sağlandığı, bunun için ihtiyaç duyulan pay senetlerinin ortaklık tarafından sermaye artırımına ya da

²⁰⁸ Söz konusu yüzde onluk oranın aşılmasının tek yaptırım olarak Tasarının 385. maddesinde hisse senetlerinin iktisap ve rehin olarak kabul tarihlerinden itibaren elden çıkarılmaları ya da üzerlerindeki rehlin kaldırılmasının öngörülmesi yetersiz görülerek, doktrinde eleştirilmiştir, **MOROĞLU, Erdoğan**: Türk Ticaret Kanunun Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler, 5. Baskı, İstanbul 2007, s. 170, (Tasarı).

kendi paylarını iktisap suretiyle temin edileceği, nitekim çeşitli ülkelerin hukuk sistemlerinde de bu yönde düzenlemelerin mevcut olduğu vurgulanmıştır²⁰⁹.

Tasarının 384. maddesinde ortaklığın elindeki payların herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda iktisaplarından itibaren üç yıl içinde elden çıkarılmaları gerektiği hükme bağlanmış olup, payların toplamı ortaklığın esas ya da çıkarılmış sermayesinin onda birini aşmıyor ise elden çıkarma zorunlu değildir. Ancak hisse senedi opsiyonları sebebiyle şirketin kendi paylarını iktisabı noktasında, hisse senedi opsiyonlarının kullanılması ile şirket ele geçirmelerinin söz konusu olabileceği hususu da gözden uzak tutulmamalıdır²¹⁰.

4. Emeklilik Planları

Emeklilik planları, genel tanımı ile, kişilere, fiili çalışma dönemleri sonrasında (emeklilik dönemlerinde) belli bir gelir sağlamayı hedefleyen planlardır. Bu ödemelere hak kazanmak üzere primler kişi tarafından, devlet tarafından veya işveren tarafından ödenebilir. İşte şirket tarafından yöneticilere, şirketten ayrıldıktan sonra ödeme yapılmak üzere emeklilik primlerinin finanse edilmesi halinde, bunlar da mali haklar paketlerinin bir kalemini oluşturmaktadır²¹¹.

5. Diğer

Yukarıda sayılanlar dışında da, şirket tarafından yöneticilere bir takım menfaatler sağlanabilir; sağlık ve kaza sigortaları gibi.

İşte yöneticilere sağlanan tüm bu menfaatler mali haklar paketlerinin birer parçasını oluştururlar.

²⁰⁹ ÇELİKTAŞ: age, s.125-126; ÖZDAMAR: age, s.68-70.

²¹⁰ MARTIN/THOMAS: agm., s.9.

²¹¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Pension#Employment-based_pensions, 05.04.2009; MURPHY: agm., s.23.

III. Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesi

1. Mali Haklar Danışmanları

Pek çok şirket, bir taraftan mali haklar paketlerinin planlanması, diğer taraftan sektör ve piyasa durumu hakkında bilgi edinmek amacıyla, bu konuda profesyonel hizmet sağlayan ve danışmanlık yapan şirketlerin verdikleri bilgileri ve önerileri esas almaktadırlar.

Danışman şirketler, hizmet sundukları şirketlerin insan kaynakları bölümleri ile çalışırlar. İnsan kaynakları da CEO'ların yönetimi altındadır. Dolayısıyla mali haklar konusunda danışmanlık hizmeti veren şirketlerin müşterileri esasen, mali haklara ilişkin rapor ve önerileri hazırlayan mali haklar komiteleri değil, doğrudan şirket CEO'sudur. İşte, danışmanlık şirketleri, hangi şirket ile çalışılacağı konusunda karar merci olan kişilerin mali hakları için öneri paketleri hazırladıklarından ortaya büyük bir menfaat çatışması çıkmaktadır.

Diğer taraftan danışmanlık şirketleri, şirketlere sadece üst kademe yöneticilerin mali haklar paketleri için değil, diğer çalışanların ücretleri ile başkaca konularda da hizmet vermektedirler. Anılan hizmetlerin alınması da elbette ki CEO'nun kararı ile olmaktadır.

İşte, ilgili şirketten iş almalarında CEO'nun büyük etkisi olan danışmanlık şirketlerinin, bizi bu CEO'nun mali haklar paketlerini belirleme sürecinde vereceği öneride tarafsız olmasını beklememek gerekir. Bu sebeple, üst kademe yöneticilerin mali hakları için danışmanlık hizmeti alınan şirketlerden diğer hususlarda danışmanlık hizmeti alınmaması gerektiği savunulmaktadır²¹².

²¹² JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.55-56.

Fried ve Bebchuk’a göre mali haklar konusunda alınan danışmanlık hizmeti, mali haklar konusunda yöneticiler ile optimum şartları haiz sözleşmeler yapmak amacıyla değil, yöneticilere sağlanan ve çok zaman eleştirilere konu olabilecek düzeyde yüksek olan mali hakların yasal zemine oturtulması ve haklılığının ortaya konulması amacıyla alınmaktadır. Örneğin şirketlerde işlerin iyi gittiği zamanlarda danışmanlık firmaları, bu durumun CEO ücretlerine yansıtılması gerektiği yönünde tavsiyelerde bulunurken, işlerin iyi gitmediği hallerde CEO’ların yüksek ücretlerini, sektörün genel olarak iyi olmadığı ve fakat buna karşın şirketin sektör ortalamasına göre daha iyi performans gösterdiği gibi gerekçelerle açıklamaya çalışırlar.

İşte danışmanlık firması tarafından yönetim kuruluna sunulan bilgiler çerçevesinde, yönetim kurulu genellikle ya sektör ortalaması ya da bunun üzerinde bir ücretin önerilmesinde karar kılar. Ücretin bu şekilde belirlenmesinden sonra danışmanlık firmasının sağlanan bilgiler, söz konusu ücretin yasal olarak haklılığının ortaya konulmasında kullanılır²¹³.

2. Mali Haklar Komiteleri

A. Yapısı ve Oluşumu

Mali hakların adil bir biçimde ve şeffaf bir prosedür ile belirlenmesi için bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan mali haklar komitelerinin kurulması ve mali haklar paketlerinin bu komiteler tarafından hazırlanması gerektiği kabul edilmektedir²¹⁴.

Nitekim International Corporate Governance Network (Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı-ICGN) tarafından yayınlanan mali haklar rehberinde, şirketler nezdinde, mali haklar planlarının tasarlanması, taslaklaştırılması ve uygulanması için mali

²¹³ **BEBCHUK/FRIED:** agm., s.78.

²¹⁴ **BRAENDLE/NOLL:** agm., s.3.

haklar komitelerinin oluşturulması (md.2.1), oluşturulacak mali haklar komitelerinin bağımsızlığının sağlanması ve komite tarafından mali hakları belirleme sürecinin pay sahiplerinin uzun vadedeki menfaatleri dikkate alınarak yönetilmesi ve her bir mali haklar paketinin şirketin kendi özelliklerine göre yapılandırılması gerektiği belirtilmiştir (md.2.2,2.5)²¹⁵.

O halde mali haklar komiteleri, şirket üst kademe yöneticilerinin mali haklarının objektif ve profesyonel biçimde belirlenmesi amacıyla kurulan komitelerdir. Bu nedenle gerek ABD ve İngiltere’de, gerekse diğer ülke düzenlemelerinde mali haklar komitelerinin bağımsız ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden teşekkül ettirilmesi öngörülmüştür.

Esasen yöneticilerin seçimi ve mali haklarının belirlenmesinde yetkili organ yönetim kuruludur. Yönetim kurulu bu konudaki yetkisini, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden teşekkül eden mali haklar komitesine devredebilir²¹⁶.

Komitelerde yer alan yönetim kurulu üye sayısı genellikle şirket büyüklüğüne göre belirlenir. Örneğin İngiliz Hukukunda Kurumsal Yönetime ilişkin 2003 tarihli Combined Code (of Corporate Governance)’da mali haklar komitelerinin asgari 3 üyeden oluşması gerektiği ancak küçük şirketlerde bu rakamın ikiye inebileceği hükme bağlanmıştır (md.B.2.1).

Sonuç olarak, yöneticilerin, kendi mali haklarının belirlenmesi sürecine katılmalarının doğuracağı menfaat çatışmaları dikkate alınarak, ilk kez İngiltere’de Greenbury Raporu ile telafuz edilen ve daha sonrasında çeşitli ülke mevzuatlarına giren, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden teşekkül eden mali haklar komitelerinin kurulması ile anılan çatışmaların önlenmesi amaçlanmış olmakla birlikte; sorunun bu

²¹⁵ ICGN Remuneration Guideleines, www.icgn.org, 01.04.2009.

²¹⁶ MURPHY: agm., s.24.

şekilde çözüldüğünü söylemek güçtür. Zira, yukarıda belirtildiği gibi, mali haklar komitelerinin konuya ilişkin teknik bilgi eksikliği bulunabileceği gibi, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin dahi menfaat çatışmaları yaşamaları muhtemeldir. Öte yandan küçük çaplı şirketlerde mali haklar komitelerinin kurulması uygulanabilir bir yöntem olarak görülmemektedir²¹⁷.

B. İşleyişi

Halka açıklık oranlarının yüksek, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ABD, yukarıda ifade edildiği gibi mali haklar konusunda da düzenleme ve uygulamalara öncülük etmiştir.

ABD uygulamasında, yönetim kurulu, gerek şirket üst kademe yöneticilerinin seçiminde, gerekse bu yöneticilerin mali haklarının belirlenmesinde yetkilidir. Ancak halka açık şirketlerin çoğunda yönetim kurulu bu yetkiyi bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir mali haklar komitesine devreder.

Mali hakların belirlenmesi sürecinde, şirketin insan kaynakları bölümü bağımsız bir danışmanlık şirketinden danışmanlık hizmeti alır ve mali haklara ilişkin önerilerini mali haklar komitesine sunar. Mali haklar komitesi de bu öneriyi inceleyerek, mali hakların belirlenmesinde nihai karar organı olan yönetim kuruluna iletir. Uygulamada genellikle mali haklar komitesinin önerisinin çok fazla değişikliğe uğramadan yönetim kurulu tarafından kabul edildiği görülmektedir.

Şirket nezdinde üst kademe yöneticilere ilişkin tüm mali haklar paketleri ve sözleşmeleri, dışarıdan ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan mali haklar komitesinden geçmektedir. Bununla birlikte, mali haklar komitelerinin mali haklar konusunda özel uzmanlıkları bulunmadığı gibi bu konuda uzman birilerini de sürekli

²¹⁷ **HILL, Jennifer:** “What Reward Have Ye?”, Disclosure of Director and Executive Remuneration in Australia, Company and Securities Law Journal, Volume 14, 1996, s.7, <http://ssrn.com/abstract=934697>, 14.12.2008, (What Reward Have Ye?).

olarak görevlendirmez. Bu tür teknik bilgiler genel olarak şirketin insan kaynakları tarafından uzman şirketlerden elde edilen bilgiler ile sağlanır. İnsan kaynakları aracılığıyla uzman şirketlerden alınan mali haklar paketlerine ilişkin öneriler, üst yönetim tarafından incelenir ve uygun görülürse (yeniden değerlendirilmek ve düzeltilmek üzere geri gönderilmez ise), mali haklar komitesine sunulur. CEO'lar, bazen kendi mali haklarına ilişkin olan görüşmeler dışında, mali haklar komitesinin tüm görüşmelerinde yer alır. Komite tarafından incelenen mali haklar paketine ilişkin tavsiyeler üzerinde değişiklik ya da düzeltme yapılması için geri gönderilmez ise yönetim kuruluna sunulur.

Sonuç olarak mali haklar sürecine yönelik olarak, mali haklar komitelerinin daha iyi yapılandırılması ve mali haklar politikaları belirlemeleri; bu şekilde belirlenen mali hakların, şirket çalışanlarını motive edecek düzeyde, adil ve rekabetçi, sabit ücret yanında performansa bağlı kalemler içeren paketler olması; ayrıca mali haklar politikalarının, yöneticilere, içerden elde edilen bilginin kullanılmasının önlenmesi amacıyla, şirket hisse senetlerini alım satım işlemleri öncesinde bunu kamuya açıklamalarını öngörmesi; yöneticilerin mümkün olduğunca türev araçları alıp satmalarının engellenmesi gerekmektedir²¹⁸.

Ancak uygulamada, mali haklar komitesi üyelerinin mali haklar konusunda fazlaca tecrübe ve uzmanlık sahibi olmadıkları, komitelerin yılda en çok 6-8 kez toplandıkları görülmektedir. Ancak mali haklar komitesinin, şirketle ilgili tüm menfaat sahiplerini tatmin edecek şekilde adil bir mali haklar paketinin hazırlanmasını teminen daha aktif çalışması ve üst yönetimin onayladığı paketleri yönetim kuruluna ileten pasif bir mekanizma olmaktan sıyrılmaları gerekmektedir²¹⁹.

²¹⁸ **BRAUNSTEIN:** agm., s.9-12, 68.

²¹⁹ **JENSEN/MURPHY/WRUCK:** agm., s.51.

ICGN Mali Haklar Rehberinde de, mali haklar komitelerinin mali haklar konusunda yeterince uzmanlık ve tecrübe sahibi olmaları, komiteye bu konuda uzman kişilerden danışmanlık hizmeti alma imkanı tanınması, bunun yanı sıra mali haklar komitelerinin doğrudan ya da yönetim kurulu aracılığıyla pay sahipleri ile iletişim kurmaları gerektiği belirtilmiştir (md.2.6)²²⁰.

İyi planlanıp yapılandırılmış mali haklar paketleri üç fonksiyonu barındırır; şirket için doğru olan yöneticiyi en düşük maliyetle şirkete çekmek, şirket için doğru olan yöneticiyi en düşük maliyetle şirkette tutmak, yöneticileri uzun vadeli pay sahipliği değeri yaratacak kararlar almaya teşvik etmek.

İşte şirketteki mali haklar komitelerinin mali haklar paketlerini bu üç temel fonksiyonu yerine getirecek şekilde planlamaları ve buna uygun mali haklar politikaları geliştirmeleri gerekmektedir.

Örneğin iki mali haklar paketini ele alalım. İkisinin de yöneticilere sunmayı vaad ettiği menfaat düzeyi eşit ya da yakın olsun. Bir pakette yüksek maaş bulunmakta ve fakat hiçbir emeklilik ödemesi bulunmamakta olsun. Diğeri ise, daha düşük maaş ancak yüksek düzeyde emeklilik ödemeleri sunuyor olsun. Esasen her iki paket eşit menfaat sunmasına karşın, emeklilik ödemeleri daha yüksek olan paket şirkette kalma yönünde daha fazla teşvik yaratacaktır. Benzer şekilde maaş düşük ve fakat primleri yüksek olan mali haklar paketleri daha fazla risk alabilen ve daha atılımcı yöneticileri çekecek mahiyettedir²²¹.

Mali haklar komiteleri, şirketin insan kaynakları departmanları tarafından, mali haklar konusunda danışmanlık hizmeti sunan profesyonel şirketlerden alınan mali haklara ilişkin tavsiyeleri değerlendirir; sunulan öneriyi onaylar ya da yeniden

²²⁰ ICGN Remuneration Guideleines, www.icgn.org, 01.04.2009.

²²¹ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.20-21.

ele alınmak üzere geri gönderir. Mali haklar komitesi, danışmanlık şirketinin önerisini onaylaması halinde mali haklar paketlerine ilişkin bu öneriyi nihai onay için yönetim kuruluna sunar.

Ancak belirtmek gerekir ki, danışmanlık şirketlerinden gelen mali haklar önerileri önce şirket üst yönetimi ya da CEO tarafından görülmekte ve gayri resmi olarak onaylanmaktadır.

Şirkete dışarıdan yeni bir CEO atanacağına, yönetim kurulu üyeleri genellikle bu konuda uzman şirketlerden hizmet alırlar. Şirket için uygun olabilecek isimler belirlendikten sonra şirket için uygun olduğu düşünülen CEO mülakatları sonucu belirlenir. CEO'nun belirlenmesinin ardından bu kez mali haklar konusunda karşılıklı müzakereler yapılır. Ancak bazı hallerde bu müzakerelerin ve sözleşmenin CEO adına, CEO'nun vekili ile yapıldığı ve şirketten ayrıca bu vekile ödenecek ücretin de talep edildiği görülmektedir²²².

3. Mali Hakların Genel Kurulda Oylanması

Mali hakların belirlenmesi sürecinde gerek yöneticiler, gerek yönetim kurulu üyelerine ilişkin menfaat çatışmalarının önlenmesi amacıyla kamuyu aydınlatma esasları yanında mali haklar paketlerinin genel kurul onayına sunulması düzenlemeleri getirilmiştir.

Mali hakların genel kurulda oylanması hususu üç farklı şekilde olabilmektedir:

- Özel (belirli) mali haklar sözleşmelerinin (specific compensation agreements) yürürlüğe girmeden önce genel kurula sunulması

²²² JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.51-52.

- Genel nitelikteki mali haklar planlarının (general compensation plans) yürürlüğe girmeden önce genel kurula sunulması

- Özel (belirli) mali haklar sözleşmelerinin yürürlüğe girdikten sonra genel kurulda oylanması.

Uygulamada yaygın olan, ikinci türden genel kurul oylaması yani genel nitelikteki mali haklar planlarının yürürlüğe girmeden genel kurul onayına sunulmasıdır. Üçüncü nitelikteki oylama yani özel nitelikteki mali haklar sözleşmelerinin yürürlüğe girmesinden sonra genel kurulda oylanması bir nevi güven oyu niteliğindedir. Bu türden genel kurul oylamaları esasen kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin bir uzantısı niteliğinde olup, pay sahiplerinin oylamaya sunulan mali haklar sözleşmeleri için olumsuz oy kullanmaları mali haklar sözleşmelerini geçersiz kılmamakta ya da yürürlüğünü engellememektedir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, ikinci türden oylamalar belli bir ya da birkaç çalışana ya da yöneticiye ilişkin özel (belirli) mali haklar paketlerinin oylanması niteliğinde olmayıp, şirket bünyesindeki genel hisse senedi opsiyon ya da hisse senedine dayalı diğer haklara ilişkin *planların* oylanması mahiyetindedir.

Mali haklar sözleşmelerinin genel kurulda oylanması genel olarak mevzuatta yer alan düzenlemelerin bir gereğidir. Ancak bazı hallerde yönetim kurulunun mali haklar sözleşmelerini ihtiyari olarak genel kurula sunduğu, bu şekilde ileride mali haklar sözleşmeleri nedeniyle yönetim kurulu üyeleri aleyhine açılacak sorumluluk davalarının aleyhe sonuçlanmasının engellenmeye çalışıldığı görülmektedir.

Bununla birlikte genel kurul oylamasına yönelik uygulama bir takım sıkıntıları da beraberinde getirmektedir. Örneğin, bir başka şirketten transfer edilecek

başarılı bir CEO'nun mali haklar paketinin onaylanmaması, bu kişinin şirkete getirilememesine ya da mevcut bir CEO'nun onaylanmayan mali haklar sözleşmesi nedeniyle görevden ayrılmasına neden olabilecektir²²³.

Mali haklar sözleşmelerinin pay sahipleri onayına sunulmasına ilişkin düzenlemelerin amacı, şirket yöneticilerine kontrolsüz biçimde aşırı yüksek mali haklar verilmesinin önüne geçilmesi için bir nevi kontrol mekanizması yaratılmasıdır. Ancak düzenlemelerin bu amacı gerçekleştirmeye elverişli olup olmadığı hususu tereddütlüdür. Ortak sayısı az olan ve hakimiyetin bir ya da birkaç ortağın elinde bulunduğu şirketlerde hakim ortağın zaten mali haklar üzerinde etkili olması beklenir. Dolayısıyla hakim ortağın mali haklar da dahil olmak üzere şirket işleri üzerindeki etkisi tek başına bu türden düzenlemelerle kendisine oy hakkı tanınmasına bağlı değildir. O halde mali haklar sözleşmelerinin genel kurul oylamasına sunulması daha çok pay sahipliği yapısının yaygın olduğu ortaklıklarda bir kontrol mekanizması işlevi görecektir. Ancak bu işlevin dahi ne derece etkili olduğu doktrinde tartışmalıdır²²⁴.

Pay sahiplerine tanınan oy hakkı uygulamada farklı sonuçlar doğurmuştur. Örneğin bazı şirketlerde pay sahiplerinin olumsuz yöndeki oyları şirketlerin bir kısım opsiyon kalemlerini geri çekmelerine yol açarken, bazı şirketlerde yönetim kurulu tüm sorumluluğu üzerine alarak mali haklar sözleşmeleri ve ilgili yöneticilerde ısrarla karar kılmışlardır²²⁵.

²²³ **GORDON, Jeffrey:** Executive Compensation: If There's A Problem What's The Remedy? "Compensation Discussion and Analysis", ECGI Law Working Paper No.35/2005, s.14-15, <http://ssrn.com/abstract=686464>, 07.11.2008.

²²⁴ **CHEFFINS, Brian R./THOMAS, Randal S.:** The Globalization of Executive pay, Berkeley Business Law Journal, Fall 2004, s.16, www.lexis.com, 12.08.2008.

²²⁵ **HILL:** What Reward Have Ye?, s.4-5.

Mali haklara ilişkin olarak bir diğer alternatifin mali hakların pay sahiplerinin kararı ile belirlenmesi olması düşünülebilir. Ancak bu alternatif özellikle Kıta Avrupası'ndaki anonim şirketler hukuku yapısı ve yönetimine uygun değildir. Zira anonim şirketler hukukunda, sermaye artırımı, azaltımı, yönetim kurulu üyeleri ve denetçilerin seçimi ve azli gibi şirkete ilişkin temel ve yapısal konu ve değişikliklerin pay sahiplerince –bağlayıcı olarak-oylanması söz konusudur. Dolayısıyla bunun dışında şirket politikaları ve stratejisine ilişkin kararların yönetim kuruluna bırakılması gerekir. Mali hakların belirlenmesi kararının pay sahiplerine bırakılması halinde yönetim kurulu, şirket yöneticilerini denetlemekteki temel araçlarından bir tanesini kaybetmiş olacaktır.

ABD ve bir kısım Avrupa ülkesinde mali haklar paketlerinin hisse senedine dayalı kalemliere ilişkin olarak pay sahiplerine bağlayıcı nitelikte (binding vote) oy hakkı verilmiştir. Ancak doktrinde yukarıda belirtilen gerekçelerle bağlayıcı oyun anonim ortaklık yapısına uygun olmadığı; bunun yerine İngiltere'deki gibi tavsiye niteliğinde oy kullanılmasının uygun olduğu savunulmuştur. Tavsiye niteliğindeki karar esasen hukuki niteliğinden daha fazla etkiye sahip olup, yukarıda da belirtildiği gibi olumsuz nitelikteki oylar mali hakları belirleme sürecinin yeniden gözden geçirilmesi sonucunu doğurmaktadır²²⁶.

Diğer taraftan ICGN Mali Haklar Rehberinde, mali hakların genel kurulda oylanmasının bir taraftan pay sahiplerinin şirketin mali haklar politikaları hakkında bilgi edinmelerini sağladığı, diğer taraftan pay sahiplerine konuyu genel kurulda tartışma ve görüşlerini sunma imkanı verdiği ifade edilmiştir.

²²⁶ **RASHID, Bahar:** Executive Compensation: Is Disclosure Enough? Centre De Droit Bancaire Et Financier Universiter de Geneve, Working Paper December 2005, s.51-53, <http://ssrn.com/abstract=869415>, 14.11.2008.

Mali haklar paketlerinin genel kurulda oylanarak reddedilmesi suretiyle pay sahiplerinin tepkilerini ortaya koymalarına yakın zamanlı bir örnekte rastlanmaktadır. Dünya devi (Royal Dutch) Shell şirketinin pay sahipleri, yöneticilerin mali haklar paketlerinin görüşüldüğü genel kurulda, mali haklar komitesince hazırlanan paketlere karşı red oyu kullanmıştır. Söz konusu red oyunda en büyük etken, şirketin 2006-2008 yıllarında önceden konan hedeflere ulaşamamış olması ve yöneticilerin büyük global bir ekonomik krizin varlığında önerilen yüksek primleri hak etmedikleri düşüncesidir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki “hayır” oyunun çıkmasında en önemli rolü şirketin kurumsal yatırımcıları oynamıştır. Şirket CEO’su, mali haklar paketlerine ilişkin pay sahiplerinin oylarının bağlayıcı olmadığını (not binding), bununla birlikte genel kurulun konuya yaklaşımının mutlaka hazırlanacak yeni bir pakete yansıtılacağını ifade etmiştir²²⁷.

IV. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

1. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Fonksiyonları

Son yıllarda düzenleyici otoriterler, yöneticilerin mali haklarından kaynaklanan sorunların çözümü hususunda şeffaflık ve kamuyu aydınlatma konusuna büyük önem vermişler; şeffaflığın artırılması; ilgili yasalara konulan hükümler ve kurumsal yönetim düzenlemeleri ile sağlanmaya çalışılmıştır. Bu yaklaşım, yatırımcıların mali haklara ilişkin olarak iyi bilgilendirilmeleri halinde, yatırımcılarda bu konuda farkındalık yaratılacağı ve mali hakların kötüye kullanılıp kullanılmadığının daha iyi kontrol edileceği, kötüye kullanımın tespiti söz konusu ise gerekli mekanizmaların harekete geçirileceği anlayışına dayanmaktadır²²⁸. Nitekim yukarıda ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, iyi kamuyu aydınlatma esasları,

²²⁷ Financial Times, Wednesday, May 20, 23009, s.1, 14.

²²⁸ RASHID: agm., s.23.

yaratacağı kamu baskısı (outrage) ile mali hakların dilediğince belirlenmesi önünde bir sınır oluşturacaktır²²⁹.

Kamuya yapılacak açıklamalar sadece yatırımcılara yani pay sahiplerine yönelmemektedir. Kamuya yapılacak açıklamaların yatırımcılar yanında, işçiler, meslek birlikleri, siyasi partiler ve bunların temsil ettikleri menfaat gruplarına da yöneldiğinin kabulü gerekir. Dolayısıyla bir mali haklar paketi pay sahiplerini memnun ettiği halde diğer menfaat sahiplerini memnun etmeyebilir²³⁰.

Yöneticilerin mali haklarının kamuya açıklanmasının çeşitli fonksiyonları bulunmaktadır. Bunlardan ilki kamuya yapılacak açıklamaların yöneticilerin suistimallerini frenleyen bir mekanizma olmasıdır.

İkinci olarak, mali hakların kamuya açıklanması, pay sahiplerinin denetimini etkinleştiren bir mekanizmadır. Zira pay sahipleri genel kurulda alacakları bir karar ile faaliyetlerinden memnun olmadıkları yönetim kurulu üyelerinin görevlerine son verebilirler. İşte kamuya açıklama, mali hakların ve mali haklar politikalarının pay sahipleri tarafından incelenmesine ve yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin performanslarının pay sahiplerince daha yakından takibine olanak sağlamaktadır.

Üçüncü olarak, mali hakların kamuya açıklanması tüm kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin temel amacı olduğu gibi şeffaflığı sağlayacaktır.

Son olarak, mali haklara ilişkin olarak bu şekilde bilgi sahibi olan pay sahiplerinin, yönetim kurulu aleyhine sorumluluk davası açmaları daha muhtemel hale gelmektedir.

Öte yandan kabul etmek gerekir ki, mali haklara ilişkin kamuyu aydınlatma düzenlemeleri, mali haklara mahkeme kararları ile müdahale edilmesi ya da sınır

²²⁹ RASHID: agm., s.34.

²³⁰ RASHID: agm., s.39.

konulması gibi mekanizmalardan daha liberal bir sınırlama mekanizması teşkil etmektedir²³¹.

Gerçekten de, mali haklar politikaları, mali hakları belirleme usulleri, mali haklar paketlerinin içeriği ve mali hakların yöneticilerin performansı ile bağlantısı hususlarında tüm bilgilerin kamuya açıklanması halinde pay sahipleri daha iyi değerlendirme yapma ve şirket yönetim kurulu üzerinde daha aktif bir gözetim imkanına kavuşturulmuş olmaktadır. Aynı şekilde mali haklara ilişkin belirtilen ayrıntıda unsurları içeren kamuyu aydınlatma usulleri, özellikle kurumsal yatırımcılara daha etkin ve iyi gözetim imkanı sağladığından, şirketteki vekalet maliyetini düşürücü bir etki yaratır²³².

Bununla birlikte, mali hakların kamuya açıklanması, bu konudaki bilgilerin özellikle medya aracılığıyla daha geniş kesimlere taşınmasına sebep olacağından, konunun daha çok gündem işgal etmesini ve mali haklara politik çevreler ve çeşitli menfaat kesimlerince müdahale etme çabalarını da beraberinde getirecektir. Özellikle politik çevreler ve medyadan gelen baskı ve etkiler, mali haklar komitelerinin yanlış yönlendirilerek, mali hakların kötü biçimde yapılandırılması sonucunu doğurabilecektir. Zira yüksek olmakla birlikte ücret-performans dengesi iyi kurulmuş bir mali haklar paketi pay sahipleri tarafından kabul görürken, konuyu bu açıdan değerlendirmeyerek sadece rakamsal olarak değerlendiren kamu baskısı mali hakların etkinlikten uzak bir şekilde yeniden düzenlenmesine yol açabilecektir. Nitekim Kıta Avrupası'nda mali haklara ilişkin kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin yapılmasındaki isteksizliği bu nedene bağlanmaktadır. Özellikle sosyal devlet anlayışı ve işçi ve çalışan haklarının ön plana çıkarıldığı ülkelerde

²³¹ HILL: What Reward Have Ye?, s.12-13

²³² FERRARINI, Guido Alessandro/MOLONEY, Niamh/VESPRO, Cristina: agm., s.14. <http://ssrn.com/abstract=419120>, 19.11.2008.

yüksek yönetici maaşlarının yukarıda belirtilen etkiyi yaratacağı muhakkaktır. Diğer taraftan Kıta Avrupası ülkelerinde blok pay sahipliği yapısı yaygın olup, hakim pay sahiplerinin yönetim üzerindeki etkisi zaten mevcut olduğundan, bu etkinin yaratılması ve pay sahibi etkinliğinin artırılması için kamuyu aydınlatma düzenlemelerine fazlaca ihtiyaç duyulmamıştır.

Mali haklar paketlerinin ayrıntılı bir biçimde kamuya açıklanmasının doğurabileceği bir başka olumsuz sonuç da, populist yaklaşımlara neden olabilmesi ve kamuya yapılacak açıklamanın sadece miktar kısmı dikkate alınarak kötüye kullanılabilmesidir. Oysa mali haklara ilişkin kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin amacı, pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılmasının sağlanmasıdır.

Diğer taraftan kamuya yapılacak açıklamalar ters bir etki ile mali hakların çok yükselerek, olması gereken düzeylerin üzerinde belirlenmesine de neden olabilir. Şöyle ki; kamuya açıklanan yüksek rakamlar, mali haklar komitelerini ve şirketlere bu konuda danışmanlık sağlayan şirketleri etkileyerek, aynı durumun diğer şirketlere de yansıtılması gerektiği anlayışının ortaya çıkmasına yol açabilecektir.

Anılan hususlara ek olarak, aşağıda ayrıntılı olarak yer verildiği üzere, kamuya yapılacak açıklamalar yöneticiler tarafından manipüle edilebilecektir²³³.

2. Kamuya Açıklanacak Bilgiler

Şirketin mali haklar politikaları, mali hakları belirleme yöntemleri ve mali hakların hangi kalemlerden oluştuğu açıklanmaksızın sadece yöneticilere sağlanan toplam menfaatin kamuya açıklanması pay sahiplerine, şirketin mali haklar politikalarını değerlendirme imkanı vermez. Bu nedenle mali haklar paketlerine

²³³ **FERRARINI/MOLONEY/VESPRO:** agm., s.14-15; **RASHID:** agm., s.39-41.

ilişkin olarak kamuya yapılacak açıklamanın pay sahiplerine değerlendirme imkanı verecek ayrıntıda olması gerekir²³⁴.

ICGN Mali Haklar Rehberinde de mali haklar konusunda kamuya açıklanacak bilgilerin pay sahiplerinin anlayabileceği şekilde detaylı olması, yöneticilerle yapılan mali haklar sözleşmelerindeki hükümlere yer vermesi ve yapılacak açıklamanın pay sahiplerinin yaklaşık ödeme miktarını anlayabilecekleri verileri içermesi gerektiği belirtilmiştir (md.4.7, 5.2).

Anılan rehberde göre ayrıca, mali haklar komitesinin mali haklar programını en geç yıllık periyodlarla (ya da daha sıklıkla) açıklaması, mali hakları açıklayan raporun, şirketin mali haklar politikalarının nedenleri ve gerekçelerini ve her bir yöneticiye verilen mali haklar paketinin içeriğini ortaya koyması, mali haklar paketlerinde yer alan nakit, hisse senedine dayalı ödemeler, emeklilik ödemeleri ve diğer menfaatlere yer verilmesi yanında, her bir kalemin yöneticinin performansı ile ne şekilde ilişkilendirildiğinin de açıklanması gerekmektedir. Rehber; mali haklar ile yöneticilerin performansı arasındaki ilişkinin detaylı bir biçimde ortaya konulmasına özel önem atfetmektedir (md.5.2, 5.3).

Anılan hususlar dikkate alınarak 2004/913 sayılı AB Tavsiye Kararında şirketlerin mali haklar politikalarının mali haklar raporunda açıklanması öngörülmüş olup, raporda açık bir şekilde sabit ve değişken mali haklar kalemlerine, primlerde performans ölçme kriterlerine ve hisse senedine dayalı mali haklara ne zaman hak kazanılacağı hususlarına yer verilmesi gerektiği belirtilmiştir. Bu şekilde mali haklar raporunda mali haklar kalemleri yanında ücret-performans ilişkisinin de ortaya konulması gereği vurgulanmıştır²³⁵.

²³⁴ **FERRARINI/MOLONEY/VESPRO:** agm., s.14.

²³⁵ **RASHID:** agm., s.31.

Diğer taraftan açıklanacak mali hakların bir bütün halinde verilmesi de, kamuyu aydınlatma düzenleme ve uygulamalarından beklenen faydanın elde edilmesi için gereklidir. Çünkü, farklı rapor ve belgelerde yer alan kalemler, bir bütünlük arz edecek şekilde pay sahipleri ve diğer menfaat sahiplerine sunulmadığından, özellikle mali haklar toplamı konusunda bilgi sahibi olmak mümkün olmamaktadır.

Bu bağlamda mali haklara ilişkin yapılacak açıklamaların bir bütün halinde ve kolay anlaşılabilir şekilde sunulması ve açıklamanın; şirketin mali haklara ilişkin politikalarını, özet biçimde mali haklar kalemlerinin her birini, ödenen ücretlerin bu şekilde belirlenmesinin gerekçesini ve mali haklar komitesi üyelerinin imzalarını içermesi gerekmektedir²³⁶.

Uygulama her bir ülkede farklı olarak karşımızda çıkmaktadır. ABD’de SEC uygulamasına göre genel kurul vekaletname formunda mali haklar politikalarının genel unsurlarının, CEO ile CEO’dan sonraki en yüksek kademedeki yer alan dört yöneticinin mali haklar sözleşmelerinde yer alan hususların bulunması gerekmektedir.

İngiltere, Kanada ve Avustralya’da da uygulama benzer niteliktedir. Fransa, İtalya, Hollanda ve İsveç gibi ülkelerde ise her bir yüksek kademe yöneticinin mali haklar kalemlerinin detaylı olarak açıklanması gerekmektedir²³⁷.

V. Pay Sahiplerinin Mali Haklara Karşı Çıkma Yöntemleri

Pay sahiplerinin yöneticilerin mali haklarına karşı koyabilecekleri üç temel yöntem bulunmaktadır ki bunlar; oy kullanma, payları elden çıkarma ve dava açma yollarıdır.

²³⁶ GORDON: agm., s.13-14.

²³⁷ CHEFFINS/THOMAS: agm., s.17-18.

1. Payları Elden Çıkarma

Payları elden çıkarma esasen yalnızca yöneticilerin mali haklarına özgü olarak pay sahiplerinin başvurabilecekleri bir yöntem değildir. Şirketle ilgili muhtelif konularda alınan kararlar ve uygulamalardan memnun olmayan pay sahipleri her zaman paylarını satarak ortaklıktan çıkabilirler ve yine kararlarını ve yönetimini beğenmedikleri şirketlerin paylarına yatırım yapmayabilirler. Diğer deyişle yatırımcılar, şirketlerin yönetimine ilişkin olumlu ve olumsuz düşüncelerini yatırım kararlarına yansıtarak tavırlarını ortaya koyabilirler. Özellikle şirketten çıkışların toplu olduğu hallerde bu durum hisse senedi fiyatının düşmesine yol açacağından şirket yönetimi üzerinde etki yaratabilecektir.

Bununla birlikte bu yöntem, şirketlerin yönetimleri ve yöneticilerin mali haklarına ilişkin karar ve politikalarında beklenen düzeyde etki yapmayabilir²³⁸. Çünkü mali haklar şirket yönetimine ilişkin ortakların tavır belirlemelerindeki etkenlerden yalnızca bir tanesidir. Şayet yönetim kurulu üyeleri diğer konularda iyi performans gösteriyor ve pay sahiplerince etkili ve yetenekli bulunuyor ise, sadece mali haklar konusundaki olumsuz görüşler nedeniyle pay sahiplerinin ortaklıktan çıkmamaları muhtemeldir. Özellikle şirketten çıkışları etki yaratma ihtimali yüksek olan kurumsal yatırımcılar da, bir yandan mevzuat gerekleri, diğer yandan riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde paylarını satmaya kolay bir biçimde karar veremeyecektir.

²³⁸ BRAUNSTEIN: agm., s.12.

Kaldı ki, kendi yöneticilerine belki de sektörler içinde en yüksek ücreti veren kurumsal yatırımcıların salt yöneticilere yüksek ücretler ödendiği gerekçesi ile ortaklıktan ayrılmak istemeleri olası görülmemektedir²³⁹.

2. Dava Açma

Yöneticilerin mali haklarının gerek uygulama, gerek mevzuat boyutu açısından öncelikle gelişme gösterdiği ABD ve İngiltere’de Mahkemeler, şirket tarafından mali haklar politikalarının ve mali haklar kalemlerinin belirlenmesine, yöneticilerle imzalanan mali haklar sözleşmelerinin içeriğine ilişkin olarak önlerine getirilen davaları esastan karara bağlamak hususunda isteksiz davranmışlar; konuyu daha çok ekonomik bir tercih ve şirket içi mesele olarak değerlendirmişlerdir.

Mahkemeler daha çok şirket satışı, el değiştirmeleri gibi konulara ve azınlık pay sahiplerinin korunması meselelerine ağırlık vermişlerdir. Diğer taraftan, pay sahipleri tarafından mali hakların belirlenmesi hususuna ilişkin olarak açılan davalar dolaylı olarak görülmüş; mali hakların belirlenmesinde meydana gelecek zarar doğrudan pay sahiplerinin zararı değil, şirketin zararı olarak kabul edilerek, davanın şirket tarafından kabul edilmemesi halinde devamına imkan verilmemiş; diğer deyişle pek çok dava bu gerekçe ile usul yönünden reddedilmiştir.

Bu bağlamda, her ne kadar 2001 yılı ve müteakip yıllarda yaşanan şirket skandalları nedeniyle konunun mahkemelerce incelenmesi gelişme kaydetse de, pay sahiplerinin yöneticilerin mali haklarına ilişkin politikalarına karşı koymada en önemli araçları oy kullanma yöntemi olarak görülmektedir²⁴⁰. Bununla birlikte, pay sahipleri, yöneticilerin ücretlerinin, şirkete verdikleri hizmet ile orantısız; şirketin

²³⁹ RASHID: agm., s.19-20.

²⁴⁰ BRAUNSTEIN: agm., s.11-12.

ekonomik durumuna göre ödenmesi gereken ücretin çok üzerinde olduğunu iddia ve ispat ederek, fazla ücretin şirkete iadesini talep edebilirler.

İkinci olarak pay sahipleri, yöneticilere hizmetlerine uygun olmayan ve olması gerekenin çok üzerinde bir ücret ödenmesi nedeniyle yönetim kurulu üyelerinin, sadakat ve özen yükümlülüklerini ihlal ettikleri gerekçesiyle, ortaya çıkan zararların tazminini talep edebilirler. Ancak yukarıda da ifade edildiği gibi, anılan hususların ispatındaki güçlük, pay sahiplerinin anılan haklarını teorik bir başvuru mekanizması olarak bırakmaktadır. Zira davacının iddialarını ispat etmesi çoğu zaman ulaşması bile zor olan bilgilerin delilleri ile birlikte Mahkemeye sunulmasını gerektirmektedir. Kaldı ki, yöneticilere, şirket yönetimi ile ilgili olarak geniş bir takdir yetkisi tanınmış olup, yöneticilerin tamamen kötü niyetli olarak ve şirket aleyhine hareket ettiğinin ispatı oldukça güçtür.

Son olarak, davanın kaybedilmesi halinde tüm yargılama sürecindeki masrafların oluşturacağı maliyetin pay sahibi tarafından üstlenilmesi gereği, mali haklar nedeniyle davaların açılması hususunda caydırıcı bir etki yaratmaktadır. Çünkü açılacak davalarda pay sahibinin zararı yanında şirketin zararı talep edileceğinden, yargılama masrafları şirketin uğradığı iddia edilen zarar miktarı üzerinden hesaplanacaktır²⁴¹.

Konuya Türk hukuku açısından bakıldığında, şirket yöneticilerinin ücretleri, yönetim kurulu üyeleri tarafından belirleneceğinden, yönetim kurulu üyeleri ya da şirketin idaresi bir ya da birkaç yönetim kurulu üyesine bırakılmış ise bunlar aleyhine TTK. md.336 hükmü çerçevesinde sorumluluk davası açılması mümkündür.

²⁴¹ **RASHID:** agm., s.20-21.

Anılan maddenin ilk 4 bendinde münferit sorumluluk hallerine yer verilmiş; 5 inci bendinde ise, “Kanun veya esas mukavelenin yüklediği sair vazifelerin kasden veya ihmal neticesinde yerine getirilmemesi” şeklindeki genel bir hükümle yönetim kurulu için belirlenen sorumluluk hallerinin tahdidi olmadığı ifade edilmiştir²⁴².

TTK. Yönetim kurulu üyelerine çeşitli görevler yüklemiştir. Bunlardan başlıcaları yönetim görevi, temsil görevi, ortaklık defterlerinin tutulması, genel kurul kararlarının uygulanması, anonim ortaklık hesaplamaları ile ilgili görevler ve yıllık raporun düzenlenmesi, malvarlığının azalması halindeki görevleri, sermayenin azaltılması ve artırılmasındaki görevleri, anonim ortaklığın sona ermesi ve tasfiyesindeki görevleri, tescil ve ilan görevleri, tahvillerle ilgili görevleri, özen borcu ve sadakat borcu olarak sayılabilir²⁴³.

İşte yönetim kurulu üyeleri kanun ve esas sözleşme ile kendilerine yüklenen görevlerin yerine getirilmesinde, dolayısıyla şirket yöneticilerinin ücretlerini belirlemede de aynı nitelik ve büyüklükteki özenli bir anonim ortaklık yöneticisinin alması gerekli tedbirleri almak ve bu ölçüye göre hareket etmekle yükümlüdürler. Aksi halde yönetim kurulu aleyhine özen borcunu yerine getirmediklerinden bahisle sorumluluk davası açılması mümkündür.

Öte yandan, yönetim kurulu üyeleri tarafından ortaklık işlerinde gerekli özenin gösterilmemesi, yönetim kurulu üyeleri ile ortaklık arasındaki vekalet akdinin ihlali niteliğinde olduğundan, özen borcunun gereği gibi yerine getirmeyen yönetim kurulu üyeleri ortaklığa, ortaklara ve ortaklık alacaklılarına karşı akde aykırılık sebebiyle sorumlu olur²⁴⁴.

²⁴² ÇAMOĞLU, Ersin: Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, İkinci Bası, İstanbul 2007, s.63.

²⁴³ ÇAMOĞLU: age., s.63-74.

²⁴⁴ ÇAMOĞLU: age., s.67-68.

Ancak belirtmek gerekir ki, yöneticilere sağlanacak mali haklar kalemleri esas sözleşmede belirlenmiş değil ve fakat yönetim kurulunun takdirine bırakılmış ise, yönetim kurulu üyeleri aleyhine, yöneticilere verilecek mali hakların belirlenmesinde özen yükümlülüklerini ihlal ettikleri gerekçesi ile açılacak sorumluluk davalarında, hakim tarafından yapılacak inceleme, kararın alınmasında gerekli özenin gösterilip gösterilmediği ile sınırlı kalacaktır. Kırca'ya göre, hakim, yönetim kurulu kararlarını yerindelik açısından inceleyememelidir. O halde, yönetim kurulu üyeleri, şirket yönetiminde yer alacak kişilerin mali haklarının belirlenmesi sürecinde gerekli özeni gösterdikleri sürece, aldıkları karar sonradan isabetli olmasa dahi, sorumluluklarına gidilememesi gerekir²⁴⁵.

Zira, hakimin, yöneticiler için yönetim kurulu tarafından takdir edilen ücretin yerinde olup olmadığını incelemesi, onun takdir yetkisine müdahale sonucu doğurur. Oysa yönetim kurulu üyeleri diğer kararlarında olduğu gibi burada da fırsat- risk analizi yaparak geleceğe ilişkin tahminler ile karar verecektir. Hakimin, kararın alındığı tarihe yönelik bir değerlendirme yapması uygun olmayacaktır²⁴⁶.

Bununla birlikte, Türk hukuku açısından yöneticilere sağlanacak olan bazı mali haklar kalemleri (kazanç payı, ikramiye) için esas sözleşmede hüküm bulunması ve genel kurulda bu yönde karar alınması zorunlu olup, bunlar için yönetim kurulunun takdir hakkı mevcut değildir. Yöneticilere hisse senedi opsiyonu verilmek istenmesi halinde de, şirket tarafından şartlı sermaye artırımını ya da kendi paylarının iktisabı gerekeceğinden, aynı şekilde esas sözleşmede hüküm bulunması ve genel kurul kararına ihtiyaç vardır. O halde, şirket yönetim kademesinde yer alacaklar için yönetim kurulu tarafından yalnızca sabit ücret belirlenmesi halinde bir takdir hakkı

²⁴⁵ **KIRCA, İsmail:** Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, , Cilt XXII, S.3, Haziran 2004, s.88.

²⁴⁶ **KIRCA:** age., s.89-90.

mevcut olup, yukarıda, ABD’de hisse senedi opsiyonları nedeniyle yaşanan, özen yükümlülüğünün yerine getirilmemesinden bahsetmek olanaklı değildir.

Kaldı ki, bu açıklamalar yönetim kurulu için de geçerlidir. Bahsedilen mali haklar kalemlerinin yönetim kuruluna verilmesi için de esas sözleşmede hüküm bulunması ve genel kurul kararı gerekmekte olup, yönetim kurulunun kendi mali haklarını belirlemelerine olanak bulunmamaktadır.

3. Oy Kullanma

A. Öneri Getirmek Suretiyle

Pay sahiplerinin, mali haklara ilişkin şirket politika ve kararlarına oy kullanma yoluyla karşı koyma yollarından ilki konuya ilişkin öneride bulunmak suretiyle karşı koymaktır.

pay sahipleri mali haklar konusunda üç temel öneride bulunabilirler. Bunlar, mali haklara bir üst sınır (cap) belirlenmesi, mali hakların pay sahiplerinin onayına sunulması politikasının benimsenmesi ve hisse senedi opsiyonlarının yeniden fiyatlandırılması hususunda pay sahiplerinin onayının aranmasıdır.

ABD’de konuya ilişkin SEC düzenlemesinde, (Federal Proxy Rules 14a-8) pay sahiplerinin genel kurulda oylanmak üzere öneride bulunabilecekleri, ancak bu önerinin yönetim kuruluna yapılabileceği, önerinin genel kurulun oyuna sunulup sunulmamasının yönetim kurulunun yetkisinde olduğu hususuna yer verilmiştir.

Ayrıca pay sahiplerinin yaptıkları önerinin genel kurula sunulabilmesi için öneri sahibinin öneri tarihinden geriye doğru 1 yıl içinde sürekli olarak piyasa değeri asgari 2000\$ olan payı elinde bulundurmuş olması ya da şirkette %1 oranında pay sahibi bulunması gerekmektedir. Bir pay sahibi bir genel kurulda birden fazla öneride bulunamaz. Diğer taraftan, önerinin geçerli olarak yapılmış kabul edilmesi için,

önerinin toplantı gündeminin ilanından en az 120 gün önce şirkete ulaştırılmış olması gerekmektedir. Olağanüstü genel kurullarda yapılacak öneriler için ise önerinin gündeme konulabilmesine imkan verecek kadar bir süre önce şirkete ulaştırılması şartı aranmıştır.

Ancak tüm bu düzenlemelere karşın uygulamada, pay sahiplerinin mali haklar hususundaki önerilerinin başarıya ulaştığına pek rastlanmamaktadır.

İngiliz Şirketler Yasası (Companies Act 1985)'nda da pay sahiplerinin genel kurulda oylanmak üzere öneride bulunması hususuna ilişkin benzer bir hüküm mevcuttur (Section 376). Ancak, bu önerinin pay sahiplerine duyurulması vb. masraflar yasa ile öneride bulunan pay sahibi üzerinde bırakılmış olup, bu husus öneride bulunma mekanizmasını etkisiz kılmaktadır. Bunun yanında, öneride bulunan pay sahibi ya da pay sahiplerinin oy haklarının asgari %5'ine sahip olmaları şartı aranmıştır. Bu şart, önerilerin daha çok kurumsal yatırımcılar tarafından yapılabilmesine imkan vermektedir²⁴⁷.

Konuya Türk hukuku açısından bakıldığında, pay sahiplerinin öneri getirmek suretiyle yöneticilerin mali hakları ya da şirketin genel mali haklar politikalarına karşı koymaları gündeme madde konulmasını talep etmek şeklinde ortaya çıkabilir. TTK.'nın 366 ncı maddesi ile, ortaklık sermayesinin en az onda biri değerinde paya sahip olan ortak ya da ortaklara, gerektirici sebepleri bildiren bir yazı ile yönetim kuruluna başvurarak, genel kurulu olağanüstü toplantıya davet etme ya da genel kurulun zaten toplanması kararlaştırılmış ise, gündeme madde konulmasını isteme hakkı tanınmıştır.

²⁴⁷ **BRAUNSTEIN:** agm., s.1; **GORDON:** agm., s.11.

Öte yandan, SPKn'nun 11 nci maddesinin 8 inci fıkrasında, TTK.'nun 341, 348, 356, 359, 366, 367 ve 377 nci maddelerinde esas sermayenin en az onda birini temsil eden pay sahiplerine tanınan haklar, halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş sermayenin en az yirmide birini temsil eden pay sahipleri tarafından kullanılacağı hükme bağlanmış olup, halka açık anonim ortaklıklarda, esas sermayenin yirmide birini temsil eden paylara sahip ortak/ortaklar gündeme madde konulması istemiyle yönetim kuruluna başvurabilir. Yönetim kurulu bu talebi yerine getirmek zorunda olup, bu talebin gerekliliğini tartışamaz²⁴⁸.

Bu çerçevede, azınlık pay sahipleri, şirket yöneticilerinin ücretlerinin ya da şirketin yöneticilerin mali haklarına ilişkin politikalarının genel kurulun oyuna sunulması konusunda gündeme madde konulmasını talep edebilirler. Ancak halka açıklık oranlarının düşük ve blok pay sahipliği yapısının egemen olduğu Türk şirketlerinde, böyle bir önerinin kabul edilme olasılığı çok düşüktür.

B. Hisse Senedi Opsiyon Planlarına Karşı

ABD'de bazı eyalet yasalarında, hisse senedi opsiyonlarına ilişkin olarak pay sahiplerine oy hakkı tanınmış olup, hisse senedi opsiyon planlarının uygulanabilmesi pay sahiplerinin onayına bağlanmıştır. Ancak genelde eyaletler Model Business Corporation Act'i esas alarak (Delaware dahil) bu konuda pay sahiplerine oy hakkı tanımamıştır.

Her ne kadar ABD'de menkul kıymetler borsaları (NYSE, NASDAQ, AMEX) kotasyon şartlarında opsiyon planlarının pay sahiplerinin onayına sunulması hususuna yer verilmiş ise de, bu şartlara pek çok istisna getirilerek, kural pratikte işlemez hale getirilmiştir. Oysa yöneticilerin mali haklarının en önemli kısmını teşkil

²⁴⁸ POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU): age., s.415.

eden hisse senedine dayalı haklar konusunda pay sahiplerine oy hakkı tanınması, pay sahiplerinin mali haklar konusuna etkin olarak katılmalarına imkan verecektir²⁴⁹.

C. Diğer Konularda Oy Kullanmak Suretiyle

Bağlayıcı olmasa da, pay sahiplerine mali haklar konusunda oy hakkı tanınması, her ne kadar bu oy sadece tavsiye niteliğinde bir oy da olsa yönetim kurulu tarafından nazara alınacağından faydalı olacaktır.

Ancak doğrudan mali haklar konusunda oy kullanılması yanında, diğer hususlardaki oy hakları ile pay sahiplerinin konuya ilişkin olarak isteklerini dile getirebilecekleri kabul edilmektedir. Örneğin pay sahipleri şirket yönetim kurulu üyelerini seçmektedirler. Pay sahipleri, mali hakları belirleme konusunda başarılı olmadıklarını ve pay sahipleri aleyhine, kendi ve üst kademe yöneticilerin menfaatlerine hareket ettiklerini düşündükleri mali haklar komitesi üyesi olan yönetim kurulu üyelerini seçmeme hakkına sahiptirler.

Aynı şekilde mali tabloların onaylanmaması yoluyla da pay sahipleri bu konudaki görüşlerini dile getirme imkanına sahiptirler.

Ancak tüm bunların çok etkin yöntemler olduğu tereddütlüdür. Zira, şirkete ilişkin diğer konularda başarılı bulunan ve mali haklar komitesinde yer alan bir yönetim kurulu üyesini pay sahipleri her halükarda seçmek isteyeceklerdir.

Kaldı ki, pay sahipleri tepkilerini göstermek için yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması yönünde oy kullansalar bile, bu durum yöneticilerin mali haklarını değiştirme ya da mali haklar sözleşmesinin feshi sonucunu doğurmayacak, diğer deyişle bu durumdan yüksek ücret alan üst kademe yöneticiler etkilenmeyecek, cezalandırılan tamamen yönetim kurulu üyeleri olacaktır²⁵⁰.

²⁴⁹ **BRAUNSTEIN:** agm., s.13-14.

²⁵⁰ **RASHID:** agm., s.18-19.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, yöneticilerin mali haklarına karşı koymak isteyen pay sahiplerinin aktif olması da gerekir. Son yıllarda özellikle büyük halka açık şirketlerde pay sahiplerinin yatırımcı profiline büründüğü, şirketle ilgili iş ve kararları takip etmediği ve genel kurulda oy kullanmadığı görülmektedir. Dolayısıyla tüm bu hakların bir anlam ifade edebilmesi için öncelikle pay sahiplerinin bu hakları kullanmada istekli davranmaları gerekmektedir²⁵¹.

VI. Mali Hakların Belirlenmesine Etki Eden Unsurlar

1. Şirket Büyüklüğü

Yöneticilerin mali haklarına ve buna etki eden unsurlara ilişkin olarak yapılan çalışmalar, şirket büyüklüğünün, yöneticilerin mali hakları ile doğru orantılı olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, büyük şirketler yöneticilerine daha fazla ücret ödemektedir.

Bu durum çeşitli gerekçelerle açıklanmıştır. Şöyle ki; büyük şirketlerin daha iyi yöneticilere ihtiyaç duyduğu, şirket için kötü verilmiş kararların büyük şirketlerde pay sahiplerinin menfaatlerinde daha büyük etkiler yarattığı, büyük şirketlerin işlerinin daha geniş ve karmaşık yapıda olduğu ve bunun yöneticilerin işlemlerinin denetlenmesini daha güç hale getirdiği; ayrıca şirket büyüklüğünün şirket içinde ahlaki riski (moral hazard)²⁵² arttırdığı belirlenmiştir. Bu nedenle büyük şirketlerde

²⁵¹ **BRAUNSTEIN:** agm., s.14.

²⁵² Ahlaki risk (moral hazard), sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ortaya çıkan sorun olarak tanımlanır. Vekalet probleminde, yöneticiler, maddi olarak kararlarının sonuçlarına katlanmadıklarından, diğer deyişle kararlarının ekonomik sonuçları şirket ve pay sahiplerinin malvarlığı üzerinde doğduğundan, kötü ya da özensiz ve dikkatsiz kararlar verebilir, işler yapabilirler. http://en.wikipedia.org/wiki/Moral_hazard, 15.04.2009.

yöneticilere şirket işleri ve büyüklüğü ile orantılı olarak daha fazla ücret ödenmesi gerektiği kabul edilmektedir²⁵³.

2. Yönetici Performansı

Vekalet teorisi, yöneticiler ile pay sahiplerinin menfaatlerinin birbirinden farklılaştığını, bu nedenle yöneticilerin pay sahipleri lehine hareket etmeleri için bir takım mekanizmalara ihtiyaç olduğunu, bunların başında da mali haklar sözleşmelerinin geldiğini, mali haklar sözleşmelerinin, yöneticiler ile pay sahiplerinin menfaatlerinin uzlaştırılması amacıyla hizmet edecek şekilde düzenlenmesi gerektiğini, işte performansa ve özellikle hisse senedine dayalı parasal hakların vekalet problemini çözmede önemli araçlar olabileceğini ortaya koymaktadır.

Bununla birlikte, yapılan araştırmalar, ödeme-performans ilişkisinin her zaman mevcut olmadığını, bir başka deyişle, yöneticilerin performanslarının kendilerine tanınan mali haklar ile her zaman doğru orantılı olmayabileceğini ortaya koymuştur²⁵⁴.

3. Yönetim Kurulunun Yapısı

Gerek kurumsal yönetim düzenlemeleri, gerek şirketlerin kendi iç politikalarına bağlı olarak son yıllarda şirket yönetim kurullarında icracı olmayan (non-executive) yönetim kurulu üye sayısında artış gözlenmiştir.

Özellikle şirketlerin belli bir büyüklüğe ulaştıktan sonra daha fazla icracı olmayan yönetim kurulu üyesine sahip oldukları görülmüştür. Konuya ilişkin olarak

²⁵³ FERNANDES, Nuno: Board Compensation and Firm Performance: The Role of “Independent” Board Members, Finance Working Paper No.104/2005, October 2005, s.7, <http://ssrn.com/abstract=830244>, 17.11.2008.

²⁵⁴ FERNANDES: agm., s.2,9.

yapılan çalışmalar, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemelerin daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

İcracı olmayan yönetim kurulu üyeleri, şirketlerin günlük yönetim işlerini yürüten yönetim kadrosunda bulunmayan ve genellikle şirket çalışanı (employee) olmayan, sadece şirket strateji ve politikalarının geliştirilmesi ile şirketin yönetiminin denetlenmesi işini yürüten yönetim kurulu üyeleridir²⁵⁵. İcracı olmayan yönetim kurulu üyesi şirkette herhangi bir icrai görev üstlenmez ve şirket üst yönetimini oluşturan takımın bir parçası değildir²⁵⁶.

Öte yandan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, yönetim kurullarının; CEO'ların ve diğer yüksek kademe yöneticilerin etkisi altında olmaması sebebiyle mali haklar paketlerini belirleyen anlaşmaların optimal olarak belirlenememesi sorununa çözüm olabileceği kabul edilmektedir. Zira yukarıda da açıklandığı üzere, yönetim kurulu üyeleri, kendi mali haklarının belirlenmesi ve seçilme süreçlerinde CEO'ların etkisi, kötü bir ün yaratmamak, sosyal bağlantılar ve benzeri sebeplerle CEO'ların ve diğer üst kademe yöneticilerin mali haklarının pay sahipleri menfaatine ve optimal olarak belirlenmesinde; ayrıca yöneticilerin iş ve işlemlerinin denetiminde pasif davranmaktadırlar.

İşte anılan gerekçelerle bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığının ve sayılarının artırılmasının, yönetim kurulu üyelerinin şirket üst yönetimi üzerindeki etkisini artıracığı, üst yönetimin performansının daha objektif bir şekilde değerlendirileceği ve üst yönetimin daha iyi denetleneceğini, ayrıca mali hakların belirlenmesi sürecinde de yönetim kurulunun daha etkin ve bağımsız davranacakları kabul edilmektedir.

²⁵⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Non-executive_director, 15.04.2009

²⁵⁶ **ÖZKORKUT:** Bağımsız, s. 56

Bununla birlikte diğ er bir g r     göre, bağımsız ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin varlığının tek başına anılan problemlerin ortadan kaldırılmasında etkili olamayacağı, bunların da üst yönetim ile iyi geçinmek arzularının olacağı, böyle olmasa dahi mali haklar konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmamaları nedeniyle yine optimal mali haklar sözleşmelerinin yapılamayabileceği kabul edilmektedir.²⁵⁷

4. Serbest Piyasa Dinamikleri

Normal şartlarda, diğ er tüm sözleşmelerde olduğu gibi, piyasada serbest rekabet koşulları altında, iyi nitelikleri haiz CEO'lar, piyasadaki şirketlerden daha fazla talep görecekler ve bunlara önerilen ücretler daha fazla olacaktır.

Buna göre şirketler, kendileri için en iyi performansı gösterecek CEO'ları belirleyip, bu CEO'lar ile çalışmak için onlara mevcut ücretlerinden daha fazlasını  nerecekler; CEO'lar da en iyi  creti öneren şirket ile çalışacak, piyasadaki arz ve talep bu şekilde dengelenecektir.

Ancak diğ er mal ve hizmet piyasaları için geçerli olabilecek bu durum, CEO  cretlerinin belirlendiği piyasa için her zaman geçerli olmayabilir. Bunun nedeni yukarıda da a ıklanđıđı gibi, CEO'ların ücretlerinin her zaman piyasa koşullarındaki arz ve talebe göre belirlenmemesi, CEO'ların kendi ücretlerini belirlemekte etkin rollerinin bulunmasıdır²⁵⁸.

5. Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği

Kurumsal yatırımcıların, ellerinde şirket sermayesinin önemli sayılabilecek bir bölümüne tekabül eden payları bulundurmaları sebebiyle, şirket yönetimi için iyi

²⁵⁷ **FERRARINI/MOLONEY/VESPRO:** agm, s.-12; Burada yazarlar, çok yerde bağımsız ve icracı olmayan yönetim kurulu  yesi kavramını birbiri yerine geçecek şekilde (eş anlamlı) olarak kullanmışlardır.

²⁵⁸ **SALKY, Mark A.:** The Regulatory Regimes for Controlling Excessive Executive Compensation: Are Both, Either, or Neither Necessary? Miami Law Review 795, s.3,4. www.lexis.com, 17.10.2008.

bir denetim mekanizması oluşturdıkları kabul edilmektedir. Ancak bunların, şirket üst kademe yöneticilerinin mali haklarının belirlenmesi sürecinde ne derece etkili oldukları hususu belirsizdir.

Bununla birlikte araştırmalar, şirket sermayesinin %5 ve üzeri oranında pay iktisap eden yatırımcıların, yöneticilerin mali haklarına ilişkin olarak önemli bir denetim mekanizması teşkil ettiklerini ortaya koymaktadır²⁵⁹. İşte şirket içinde önemli bir denetim mekanizmasının ortaya çıkması vekalet maliyetini azaltacağından, etkin kurumsal yöneticilerin ve büyük pay sahiplerinin varlığı halinde büyük rakamlar sunan teşvik mekanizmalarına daha az ihtiyaç olacağı kabul edilir²⁶⁰.

6. Mahkeme Kararları

Mali hakların öncelikli olarak gelişme gösterdiği ABD’de bu hakların belirlenmesi hususundaki gelişmeler mahkemelerce çok yakından irdelenmemiş; gelişmelerin mahkeme kararlarına yansımada zayıf kalınmıştır. Mahkeme incelemelerinde şirket satışları daha çok önem kazanmış, özellikle 90’lı yıllardan itibaren şirketlerin, büyük pay sahibi olan ortağa ya da yöneticilerin pay sahipliği bulunan ortaklıklara satışında, menfaat çatışmaları yaşanabileceği hususu dikkate alınarak, ek bazı prosedürel yükümlükler öngörülmüş (azınlık pay sahiplerinin çoğunlukla alacağı karar, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin onayı vs.) ancak mali haklar konusuna çok fazla eğilinmemiştir.

Hatta Delaware Mahkemesi bazı kararları ile mali haklar konusunda daha esnek hükümler kurmuştur. Örneğin Mahkeme 1979 tarihli bir kararı ile, yöneticilere sağlanacak hisse senedi opsiyonlarının önceden “makul” düzeyde olması gerektiği

²⁵⁹ **FERRARINI/MOLONEY/VESPRO:** agm., s.-13.

²⁶⁰ **GELTER:** agm., s.28.

yönünde içtihat kurmuş iken, bu konuda standardı “israf (boşa harcama-telef/Waste)” olarak değiştirmiştir. Bu durum özellikle hisse senedi opsiyonlarının tanınmasının yaygınlaşmasının bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Öte yandan, yukarıda açıklandığı gibi, pay sahipleri tarafından mali hakların belirlenmesi hususuna ilişkin olarak açılan davalar dolaylı olarak görülmüştür. Zira mali hakların belirlenmesi hususunda meydana gelecek zararın doğrudan pay sahiplerinin zararı değil, şirketin zararı olduğu kabul edilerek, davanın şirket tarafından kabul edilmemesi halinde davanın devamına imkan verilmemiştir. İşte bu gibi sebeplerle bir çok dava usul yönünden reddedilmiştir. Mahkemelerin, mali hakların doğru ve haklılığının tespitine ilişkin hususlarda değerlendirme yapma konusunda kayıtsız kalması mali hakların serbestçe belirlenmesi ve belirleme sürecinde CEO’ların rolü hususuna bir sınır getirememiştir.

Ancak Enron olayı sonrasında Mahkemelerin bu konuyu daha yakından irdeledikleri, özellikle mali haklar komitesi üyelerinin bağımsızlığı ve mali hakların belirlenmesi sürecinde tamamlanması gereken yönetim kurulu kararı, kamuyu aydınlatma, pay sahiplerinin onayı aşamalarının tamamlanıp tamamlanmadığının kontrolü konusunda daha katı kararlar verdikleri görülmektedir²⁶¹.

Benzer şekilde İngiltere’de de gerek kurumsal gerek bireysel yatırımcıların şirketi dava etmekte isteksiz olduğu, mahkemelerin de mali haklar hususuna müdahale etmek istemedikleri görülmektedir²⁶².

Mahkemelerin, özellikle yöneticilerin mali haklarının miktarına ilişkin olarak karar vermek, sınır koymak ya da konuyu incelemekteki isteksizliklerinin nedeni, konuyu şirket içi mesele olarak değerlendirmelerinin yanında konunun özel uzmanlık

²⁶¹ **GORDON:** agm., s.11.

²⁶² **BRAUNSTEIN:** agm., s.1.

alanı gerektirmesi, bir mali haklar paketinin değerlendirilmesinde nelerin kriter olarak esas alınacağını belirsiz olması ve her bir endüstri kolunda mali hakların farklılık göstermesidir.

Dolayısıyla, her ne kadar başta CEO'lar olmak üzere üst kademe yöneticilerin ücretlerinin yüksekliği konusunda toplumda genel bir kanaat bulunsa da Mahkemelerin mali hakların belirlenmesi yönünde tekniklere ve ücret miktarına yer veren kararlar alması beklenmediği gibi, ağırlıklı olarak bu hususların Mahkeme kararları ile belirlenmesinin uygun olmayacağı yönünde kanaat de mevcuttur²⁶³.

VII. Yöneticilerin Mali Haklarına İlişkin Sorunlar ve Şirket Skandalları

1. Mali Hakların Yöneticiler Tarafından Manipüle Edilmesi

2000'li yıllarda başta ABD olmak üzere bir çok ülkede yaşanan şirket skandalları ile birlikte yöneticilerin mali hakları, gerek bu hakların yapısı, gerek miktarı açısından dikkat çekmiş, şirketlerdeki vekalet problemi ve yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarının uzlaştırılması konusu daha fazla gündeme gelmeye başlamıştır.

İşte yöneticilerin mali haklarının irdelendiği konulardan biri de, menfaat çatışmalarını uzlaştırmada bir araç olarak görülen mali hakların aslında bu çatışmaları daha da şiddetlendirip şiddetlendirmedeği ve yöneticiler üzerinde beklenenin tersi bir etki yaratarak yöneticileri kısa vadeli kararlar alıp, kazançlarını yükseltmek amacıyla hisse senedi fiyatlarını, ortaklık gelirleri gibi opsiyonun bağlı

²⁶³ HILL: What Reward Have Ye?, s. 4.

olduğu muhasebe kalemlerini ya da şirketle ilgili olarak kamuya yapılacak açıklamaların zamanlamasını manipüle etmeye itip itmediği hususudur²⁶⁴.

A. Muhasebe Kalemlerinin Suni Olarak Değiştirilmesi

Mali haklarının hisse senedi fiyatına bağlı kalemlerden oluşması halinde kazançlarını artırmak isteğinde olan yöneticilerin bu amaçla hisse senedi fiyatlarını artırmak için çeşitli yöntemlere başvurdukları gözlemlenmiştir²⁶⁵.

Hisse senedi fiyatlarının suni biçimde artırılması, çeşitli şekillerde olabilmektedir. Bu durum, hisse senedi fiyatını etkileyen, ortaklık gelirleri gibi çeşitli muhasebe kalemlerinin manipüle edilmesi ya da hisse senedi fiyatında olumlu veya olumsuz etki yaratacak açıklamaların zamanlamasına müdahale şeklinde ortaya çıkabilmektedir²⁶⁶. Çünkü şirketler tarafından açıklanan kar hisse senedi fiyatlarına da yansımaktadır. Önceden tahmin edilenin üzerinde açıklanan gelirler hisse senedi fiyatında artışa neden olmakta, bu da hisse senedine dayalı mali haklardan kaynaklanan kazançları artırmaktadır²⁶⁷.

Diğer taraftan gelir rakamlarının manipüle edilmesi, özellikle yöneticilerin prim almalarının, ortaklık gelirlerinin belli bir düzeye ulaşmasına bağlanmış olduğu mali haklar paketlerinde, prim alma düzeyine ulaşmak maksadıyla da kullanılabilmektedir²⁶⁸.

²⁶⁴ **HILL:** Regulatory Responses, s.42.

²⁶⁵ **BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas:** CEO Incentives and Earnings Management, HBS Finance Working Paper No. 640585, December 2004, s.2, <http://ssrn.com/abstract=640585>, 25.01.2009.

²⁶⁶ **BERGSTRESSER/PHILIPP:** agm., s.6.

²⁶⁷ **JENSEN/MURPHY/WRUCK:** agm., s.88

²⁶⁸ **DEGEORGE, François/PATEL, Jayendu/ ZECKHAUSER, Richard:** Earnings Management to Exceed Thresholds, Journal of Business, Vol.72, No.1, January 1999, s.13, <http://www.journals.uchicago.edu>, 10.02.2009.

Sonuç olarak ister yöneticilerin primleri, ister hisse senedine dayalı mali haklar kalemleri için olsun, gelir kalemlerinin yöneticiler tarafından manipüle edilmesi, yöneticilerin toplam menfaatlerini artırma amacına hizmet etmektedir²⁶⁹.

B. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Zamanlaması Suretiyle Hisse Senedi Fiyatının Suni Olarak Artırılması ve Azaltılması

Genel olarak, şirketler hukuku ve menkul kıymetler düzenlemelerinin, şirket yöneticilerine fazla bir takdir hakkı vermeksizin, hisse senedinin değerini etkileyebilecek bilgilerin derhal ya da mümkün olan en kısa sürede açıklanmasını öngörmeleri beklenir. Ancak bu türden düzenlemeler bile pek çok istisna ve yoruma açık hususlar içermektedir.

ABD uyguamasında, kamuya yapılacak açıklamalarda şirket yöneticilerine tanınan takdir hakkının yaratacağı sakıncalar dikkate alınarak bir takım düzenlemeler yapılmıştır. İlk olarak, şirketle ilgili kamuya açıklanmayan bilgilere sahip olabilecek kişilerin, şirket hisse senedi fiyatını etkileyebilecek tüm bilgileri kamuya açıklamadan şirket hisse senetlerini alıp satmaları içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) kapsamında değerlendirilerek yasaklanmıştır. İkinci olarak, her ne kadar esasen pek çok kamuyu aydınlatma düzenlemesi kamuya periyodik olarak açıklama yapılması esasına dayanmakta ise de, periyodik açıklamalar yanında daha önce açıklanan bilgilerin güncellenmesi yükümlülüğü de getirilmiştir. O halde bu düzenlemelerle, kamunun periyodik olarak aydınlatılması yanında kamunun sürekli aydınlatılması esası benimsenmiştir.

²⁶⁹ LINDSTÄDT, Hagen/SEIFERT, Claudia: Management in Firms and Organizations, A Significant Interrelation Between Balance Sheet Manipulation and Stock Option Remuneration, An Empirical Study of US Companies, Problems and Perspectives Management, Problems&Perspectives in Management, Issue 1, 2006, s.74, <http://web.ebscohost.com>, 12.02.2009.

Ancak, her ne kadar düzenlemeler, şirket yöneticilerine, şirkete ilişkin bilgileri hemen kamuya açıklama yükümlülüğü öngörse de, gelecekteki tahminlerin ve belirsiz durumların kamuya açıklanması ya da şirkete zarar verebilecek iş sırlarının açıklanması gibi hususlarda kamuya açıklamanın zamanlaması konusunda belirsizlikler mevcuttur.

Bir örnek vermek gerekirse, bir şirketin hisse senetlerinin son on iki ayın en yüksek fiyat düzeylerinde seyrettiğini varsayalım. Bu şirket bir sonraki sene için gelirlerin %10 oranında artacağı yönünde bir tahmin yapmış olsun. Şirket CEO'suna da yakın zamanda hisse senedi opsiyonu tanınacaktır. Her ne kadar şirketin iyi giden durumu CEO için iyi ise de, opsiyonun verileceği dönemde kısa bir süre için fiyat düşüşü yaşanması opsiyonun verileceği fiyatı belirleyeceğinden, CEO'nun menfaatine olacaktır. CFO ile görüşen CEO, şirketin bir yıllık dönemin 8. ayının sonunda bulundukları bu zamanda gelirlerin yaklaşık %9 oranında arttığını, kalan 3 aylık dönemde işler iyi seyrederse %10 tahmin oranının tutturulabileceğini öğrenir. Ancak bu bilgiden yararlanmak isteyen CEO şöyle bir çıkarım yapmaktadır; son üç aylık dönemde işler beklenen gibi gitmez ise %10'luk orana ulaşamaması mümkündür. Bunun üzerine CEO, bu bilgi çerçevesinde, kamuya, şu anda şirketin gelirlerinin tahmin edilen oranın altında olduğunu, son üç aylık dönem sonunda %10'luk oranını tutturulamama ihtimalinin de bulunduğunu açıklar ve hisse senedinin fiyatı bu açıklama üzerine %10 oranında düşer. Böylece CEO geçen hafta opsiyon verilmiş olsa idi, opsiyonu alacağı fiyattan %10 oranında daha düşük bir fiyatla almış olur.

Bu örnekte acaba CEO hukuka aykırı mı hareket etmiştir? CEO'ya hisse senedi opsiyonu verilmesi işleminin bir hisse senedi alım satım işlemi olduğunu kabul

edersek, kamuya açıklanmamış bir bilgiye dayanarak alım satım yapılmasının yasak olduğu kuralı geçerli olacaktır. Oysa burada CEO önce bilgiyi kamuya açıklamış, daha sonra opsiyon verilmiştir. O halde kamuya açıklama yapmakla CEO hukuka aykırı hareket etmemiş, bilakis kurala uymuştur.

Peki bu açıklama manipülatif ya da yanıltıcı bir açıklama olarak kabul edilebilir mi? Bunun değerlendirilmesi için yıl sonundaki gelişmenin ne olduğuna bakmak gerekir. Şayet şirket yıl sonunda %10 oranını tutturamaz ise, CEO'ya karşı, yapılan açıklamanın manipülatif, yanlış ve yanıltıcı olduğu gerekçesi ile açılan bir davanın CEO aleyhine sonuçlanması çok güçtür. Örnekte, yıl sonunda %10'luk oranın tutturulduğunu var sayarsak, bu halde, açıklama sonrasında hisse senetlerini elden çıkaran bir kısım yatırımcı yapılan yanıltıcı açıklama nedeni ile zarara uğradığı gerekçesi ile CEO aleyhine dava açabilir. Ancak bu halde de ispat güçlüğü sorunu ortaya çıkacaktır. Zira davayı açan yatırımcıların, açıklamanın, yıl sonunda oranın %10 veya üzerinde olacağını *bilerek* yanlış ve yanıltıcı olarak yapıldığını kanıtlamaları gerekecektir. Bunun da pek imkan dahilinde olmadığı açıktır. Çünkü gelecekte gerçekleşme ya da gerçekleşmeme ihtimali bulunan bir durumun gerçekleşmeyeceğini bilerek yanıltıcı açıklama yapılması iddiasının kabulü güçtür. Çünkü geleceğe ilişkin hususlarda her zaman belirsizlik mevcuttur ve yapılan açıklama bir tahmine dayanmaktadır.

Kamuya yapılacak açıklamaların manipüle edilmesi, olumsuz açıklamaların erken yapılması yanında, bazı bilgilerin açıklanmasının bekletilmesi durumunda da söz konusu olabilir. Benzer bir örnekte CEO'nun yakın zamanda hisse senedi opsiyonu alacağını kabul edelim. Şirket hisse senetlerinin fiyatı son 6 aydır aynı düzeylerde seyretmektedir. Ancak şirket, bir iştirakinin satışı konusunda başka bir

şirketle görüşmelere başlamış ve bu şirket söz konusu iştirak için piyasa koşullarına göre çok iyi teklif getirmiştir. CEO, opsiyon verilmeden hisse senetlerinin fiyatının yükselmesini istemediğinden, bu görüşmelere ilişkin kamuya yapılacak açıklamayı, henüz anlaşmanın tam olarak sağlanmadığı, hatta anlaşma yapılmadan önce anlaşma üzerindeki çalışmaların biraz daha detaylandırılması gerektiği gerekçesi ile bekletmiştir. Bu nedenle, anlaşmanın imzalanması süreci uzamış ve anlaşmaya varıldığı hususu 3 hafta sonra kamuya açıklanmıştır.

Bir açıdan bu durum, kamuya açıklanmamış bir bilgiye dayanarak hisse senedinin alım satımı niteliğinde olduğundan, içerden öğrenenlerin ticareti olarak kabul edilebilir. Ancak burada da tereddüt vardır. Zira kamuya açıklanması gereken bilgi olasılık niteliğinde olduğundan kamuya açıklanmasının zorunlu olup olmadığı belirsizdir. CEO, bilgiyi, henüz kesin bir bilgi olmadığı ve erken açıklanması halinde şirkete zarar verebileceği gerekçesi ile açıklamadığı savunmasında bulunabilir. Somut örnekte CEO, teklif üzerindeki çalışmaların detaylandırılması talimatı ile bilginin kesinleşmesini önleyerek, sorumluluğunu da azaltmıştır. Mahkeme bu örnekteki özellikleri gösteren bir davada, bilginin henüz gerçeklik kazanmış bir bilgi olmaması sebebiyle, bu bilgiye sahip olmasına rağmen hisse senedi opsiyonu alan CEO'nun işlemini içerden öğrenenlerin ticareti olarak nitelendirmemiştir.

Diğer taraftan, böylesi bir davada, CEO'nun açıklamayı bilerek ve yatırımcıları yanıltmak kastı ile beklettiğinin de ispatı gerekecektir. Buna karşı da CEO, henüz satışa ilişkin teklif kesinleşmeden yapılacak açıklamanın şirket aleyhine sonuçlar doğurabileceği savunmasını ileri sürebilecektir.

O halde, özellikle erken açıklanan olumsuz bilginin CEO'nun sorumluluğuna yol açması ihtimali çok düşüktür. Bilginin açıklanmasının bekletilmesi durumunda

ise, durum biraz daha farklıdır. Çünkü burada bilginin gerçek bir bilgi olup olmadığı ve kamuya daha önce açıklanması gerekip gerekmediği hususu incelenecektir. Şayet bekletilen bilginin ilişkin olduğu olay (örnekte iştirak satışı) daha sonra gerçekleşmez ise yine CEO açısından bir sorun olmayacaktır. Gerçekleşmesi durumunda CEO'nun sorumluluğuna gidilmesi söz konusu olabilecek ise de, CEO burada da, anlaşmanın gerçekleşmeme ihtimali bulunduğu, anlaşma üzerinde daha çok çalışma yapılması gerektiği ve bu nedenle bilginin kesin olmadığı şeklinde savunmalar getirebilecektir.

Yukarıdaki örneklerde de görüldüğü gibi, menkul kıymetler düzenlemelerinin çok sıkı kamuyu aydınlatma kuralları benimsediği hallerde dahi, açıklamanın yapılma zamanı konusunda yöneticilerin bir takım takdir haklarının varlığının kabulü gerekir. Zira bilginin gerçek bir bilgi olup olmadığı, ne zaman net ve gerçek bir bilgi niteliğini kazanacağı gibi hususlarda yöneticilerin bir değerlendirme yapması gerekeceği de tabiidir.

Menkul kıymet düzenlemelerinin temel amacı yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek bilgilerin zamanında ve tam olarak yatırımcılara ulaştırılması ve şeffaf bir piyasanın sağlanmasıdır. Bu nedenle ilgili düzenlemeler ile bir takım sıkı kamuyu aydınlatma kuralları getirilmiştir. Ancak bu kurallar yukarıda belirtildiği gibi yatırımcıları bilgilendirme amacına yönelik olup, bilginin zamanından önce açıklanması konusunda yasak konulmamıştır. Diğer bir ifade ile anılan kurallar mümkün olduğunca çok bilginin açıklanmasını teşvik eder niteliktedir. Yalnızca yanlış ve yanıltıcı nitelikteki bilgilerin açıklanması konusunda yasaklar getirilmiştir.

Düzenlemeler ayrıca, şirketlerin ve yöneticilerin, şirket hisselerinin fiyatını olumsuz yönde etkileyebilecek ve yöneticilerin kötü performans sergiledikleri

düşüncesini yaratacak bilgilerin açıklanmak istenmeyeceği düşüncesi ile, olumsuz bilgilerin dahi açıklanmasını sağlamak amacıyla yapılmaktadır.

Ancak belirtmek gerekir ki, normal şartlar altında yöneticilerin, yatırımcıları yanlış yönlendirebilecek olgunlaşmamış bilgileri kamuya açıklamaları, kamuya açıklama yapmak için aceleci davranmalarını gerektirecek hiçbir neden yoktur. Zira basiretli bir yönetici bu durum değerlendirecek, ancak bilgi olgunlaştığı zaman bunu kamuya duyuracaktır.

Bununla birlikte daha fazla bilginin kamuya açıklanmasında kural olarak bir sakınca yoktur. Çünkü piyasa her türlü bilgiyi kendi içinde değerlendirecek ve bunu hisse senedi fiyatlarına yansıtacaktır. Bilgi ne kadar çok ise piyasa etkinliği o kadar iyi sağlanacaktır. İşte bu gerekçelerle menkul kıymetler düzenlemelerinde ek ya da erken açıklamaları yasaklayan özel hükümler sevk edilmemiştir. Zira burada düzenleyiciler, açıklama yapılmaması hususunu, erken açıklama yapılmasından daha tehlikeli görmüşler, erken ya da gereğinden fazla açıklama yapılmasını, zamanında açıklama yapılmamasına tercih etmişlerdir.

Kaldı ki, düzenlemeler ile bir taraftan açıklanması gereken hususların kamuya açıklanmaması pek çok yaptırıma bağlanmış iken, diğer taraftan erken ve fazla açıklama yapılmasının yasaklanması düzenlemelerin kendi içinde çelişki yaratacaktır.

Performansa ve hisse senedi fiyatına dayalı ücretlendirme modelleri kamuyu aydınlatma uygulamalarına yeni bir boyut kazandırmaktadır. Yöneticiler, böyle bir model içinde, yukarıdaki örneklerde de belirtildiği üzere, normal şartlarda açıklamayacakları bilgileri erken açıklamak ya da gerçek bilgi olmadığı gerekçesi ile açıklamayı bir süre bekletmek yoluna gidebileceklerdir²⁷⁰.

²⁷⁰ **YABLON, Charles M./HILL, Jennifer:** Timing Coporate Disclosures to Maximize Performance-Based Remuneration: A Case of Misaligned Incentives, Wake Forest Law Review, Spring 2000, 83,

Görüldüğü üzere, performansa dayalı ücretlendirme, şirket ile yöneticiler arasında menfaat çatışmalarına vücut vermekte olup, kamuya yapılacak açıklamaların manipüle edilmesi suretiyle yöneticilerin menfaatlerinin artırılması; genel olarak hisse senedi opsiyonlarına ilişkin olarak hisse senedi fiyatının opsiyonların verilmesi aşamasında aşağı çekilerek, opsiyonun verilmesinden sonra kullanılması aşamasında da yukarı çekilmek suretiyle manipüle edilmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır²⁷¹.

2. Yöneticilerin Mali Haklarına İlişkin Diğer Sorunlar

Yöneticilerin mali haklarına ilişkin olarak, bu hakların manipüle edilmesi dışında başkaca sorunlar da ortaya çıkmaktadır.

Hisse senedine dayalı mali haklar, pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılması, yöneticilerin pay sahipleri lehine kararlar almaya teşvik edilmesi amacıyla tesis edilirler. Bununla birlikte, bu türden mali hakların yukarıda belirtildiği gibi hisse senedi fiyatının ve kamuya yapılacak açıklamanın manipüle edilmesi suretiyle kötüye kullanılması ve sevk edildiği amaçtan uzaklaşması mümkün olabilmektedir.

Hisse senedine dayalı mali haklara bağlı olarak anılan sakıncalar yanında başka olumsuz sonuçların da ortaya çıktığı görülmektedir. Şöyle ki;

Hisse senedine dayalı mali hakların, yöneticinin performansını yansıtmaması beklenir. Diğer deyişle yöneticinin performansının ve buna bağlı olarak hisse senedi fiyatının düştüğü zamanlarda hisse senedine bağlı mali hakların getirisi düşecek, yükseldiği zamanlarda da yükselecektir. Böylelikle daha adil bir ödeme sistemi söz konusu olacaktır.

s.5-11, www.lexis.com, 18.11.2008; Benzer sonuçlara David ABOODY ve Ron KAZSNIK'in "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures" adlı makalesinde de varılmıştır. Makale için bkz. <http://ssrn.com/abstract=144589>.

²⁷¹ FERRARINI/MOLONEY/VESPRO: agm., s.15.

Ancak uygulamada durum her zaman bu şekilde olmaz. Zira yöneticinin performansı dışındaki sebeplerle piyasanın yükselişte olduğu durumlarda hisse senedi fiyatı yükseleceğinden yöneticilerin kazançları da (kendi performanslarına bağlı olmayan nedenlerle) artacak ya da aksi şekilde, piyasaların genel olarak kötü bir gidişat içinde olduğu zamanlarda esasen yönetici kötü performans göstermese dahi hisse senedi fiyatlarındaki genel düşüşe bağlı olarak yöneticilerin hisse senedine bağlı mali haklarında da düşüş söz konusu olacaktır.

Hisse senedine bağlı mali hakların bir diğer olumsuz sonucu da, mali haklar kalemleri içinde (özellikle ABD ve İngiltere’de) önemli yer teşkil eden hisse senedi opsiyonlarının yeniden fiyatlandırılmasının (repricing options) mümkün olması ve uygulamada bu duruma rastlanmasıdır.

Yeniden fiyatlama, piyasada esasen yöneticinin performansına ya da iradesine bağlı olmadan yaşanan şoklarda gerekli bir mekanizma olmakla birlikte, uygulamada kötü performans gösteren yöneticilerin dahi mali haklarının çok küçük kalmaması amacıyla kullanıldığı görülmektedir. Bu yöndeki uygulamalar mali hakların pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin uzlaştırılması amacına tamamen terstir²⁷².

3. Mali Hakların Manipüle Edilmesinin Sonuçları ve Yaşanan Şirket Skandallarındaki Rolü

2000’li yılların başlarında yaşanan şirket skandalları pek çok büyük şirketin çöküşü ve bir çok şirket yöneticisinin hürriyeti bağlayıcı ceza ile cezalandırılması ile sonuçlanmıştır. Söz konusu skandallar, kurumsal yönetim, şirketlerin muhasebe politikaları gibi pek çok konunun sorgulanmasını ve buna bağlı olarak bir çok

²⁷² FERRARINI/MOLONEY/VESPRO: agm., s.9-10.

düzenleme değişikliklerini (Sarbanes Oxley Yasası, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulunun kurulması gibi) beraberinde getirmiştir.

Esasen ard arda yaşanan şirket skandalları şirket yöneticilerinin birden bire hep beraber sahtekar olmaya karar vermelerinden değil, yapısal bazı sorunlardan doğmuştur. Skandalların ortaya çıktığı dönemde şirket üst kademe yöneticileri şirket hisse senedi fiyatlarının, gerçek değerlerinin çok çok üzerinde olacak şekilde yükseltilmesi döngüsüne kapılmışlardır. Oysa şirketler, bu yüksek hisse senedi değerine karşılık gelen yüksek bir performans gösterememişlerdir. 2000’li yıllarda yaşanan skandallar bir taraftan şirket yöneticilerinin piyasalara göndermiş oldukları yanlış sinyallerin, diğer taraftan yeni olan ileri teknoloji, iletişim, internet gibi sektörlerde faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerine yatırımcıların fazlaca değer kazandırmalarının ve çeşitli menfaat çatışmalarının sonucu olmuştur.

İşte hisse senedi fiyatlarının, altında gerçek bir şirket değeri yatmaksızın suni olarak yükselmesi ilk başta iyi gibi görünse de sonrasında şirket çöküşlerini beraberinde getirmekte, gerçek şirket değerini yansıtmadığından hisse senedi fiyatının düşüşü ve buna bağlı sonuçlar kaçınılmaz olmaktadır.

Nitekim Enron olayında, şirketin gerçek değeri 30 milyar \$ olmasına karşın piyasa değeri 70 milyar \$’a çıkmıştır. Aradaki 40 milyar \$lık farkı karşılayacak bir yatırım ya da şirket değerini artıracak bir gelişme olmadığından, şirket kısa sürede düşüş yaşayarak batmıştır. Bu nedenle doktrinde, CEO’ların suni hisse senedi fiyat artışlarını teşvik etmemeleri, yönetim kurulu üyelerinin özellikle hisse senedi fiyatının yüksek artışlar gösterdiği dönemlerde daha yakın bir inceleme ve denetim içinde olmaları gibi çözüm ve öneriler getirilmiştir²⁷³.

²⁷³ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.44-49.

4. Enron Olayı ve Yöneticilerin Mali Haklarının Enron Şirketinin İflasındaki Etkisi

ABD'nin halka açık en büyük yedinci şirketi olan enerji devi Enron, Aralık 2001 tarihinde iflasını açıklamıştır. Enron'un batışı, bir taraftan bu şirketin çalışanları ve aileleri ile Enron alacaklılarını, diğer taraftan Enron hisse senetlerine ve hatta ABD borsalarında işlem gören diğer şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapanları önemli derecede etkilemiştir.

Ocak 2002'de ABD Senatosu, Senato Araştırma Komitesinin Enron olayını derinlemesine inceleyeceğini açıklamış; araştırma Enron şirketi yöneticileri yanı sıra, başta Arthur Anderson olmak üzere bazı bağımsız denetim şirketlerini de içine alacak şekilde geniş bir düzeyde yürütülmüştür. Komite, incelemeleri sonucu yöneticilerin Enron'un batışındaki rolüne ilişkin 60 sayfalık bir rapor düzenlemiştir. Burada, söz konusu raporun temel olarak, adı geçen şirketin iflasında yöneticilerin mali haklarının etkisine yer verilecektir²⁷⁴.

Rapor yukarıda da ifade edildiği üzere Enron yöneticilerinin Enron'un iflasındaki rolüne ilişkin olup, raporda; Enron'un iflasında, yöneticilerin yüksek riskli ve menfaat çatışmaları içeren işlemlere giriştiği, bazı işlemlerin mali tablolara yansıtılmadığı ve kamuya açıklanmadığı, yönetim kurulu üyelerinin bağımsız olmadığı; ayrıca yöneticilere çok yüksek mali haklar sağlandığı tespitlerine ulaşılmıştır²⁷⁵.

Raporda anılan tespitlere yer verildikten sonra, her bir tespite yönelik olarak öneriler de getirilmiştir. Özetle, genel kabul görmüş muhasebe standartları dışında

²⁷⁴ The Role of The Board of Directors in Enron's Collapse, Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate, s.2.

²⁷⁵ The Role of The Board of Directors in Enron's Collapse, Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate, s.3.

yöntemlerin kullanılmasına izin verilmemesi, şirketin üst düzey yöneticileri ile ticari ilişkilere girmesinin yasaklanması, kamuyu aydınlatma gerekliliklerinin artırılması ve yöneticilerin yüksek mali haklarına ilişkin olarak, mali haklar planları ve ödemelerin sıkı gözetim altında tutulması, şirketler tarafından üst düzey yöneticilerine ödünç verilmesinin yasaklanması, hisse senedi opsiyonlarının, opsiyonun tanındığı yöneticileri kısa sürede hisse senedi fiyatını yükseltmek için manipüle edici ve hileli işlemlere yöneltebilmesi sebebiyle iyi yapılandırılması önerilerine yer verilmiştir²⁷⁶.

Enron'un iflasının temel nedeni, şirketin düşük kredi kaynaklarına ulaşabilmesi için gereken yüksek kredi derecesi alabilmesini teminen mali tablolarında bazı hileli işlemlere başvurularak, daha yüksek nakit akışı ve gelir gösterilirken, borçların olduğundan düşük gösterilmeye çalışılmasıdır. Bu çerçevede, şirket tarafından enerji projelerinden doğan alacaklar karşılık gösterilerek borçlanma araçları ihraç edilmiş, yine söz konusu enerji sözleşmelerinden doğan riski ortadan kaldırmak için vadeli işlem sözleşmeleri yapılmıştır. Öte yandan, Enron'un alacaklarının geri dönüşü uzun vadeli olurken bunların karşılığı olan yükümlülükleri mali tablolarında yüksek borç rakamları olarak görüldüğünden, Enron bunların likidite edilmesi ya da mali tablolardan atılması amacıyla çeşitli yöntemlere başvurmuştur. Bunlardan bir tanesi Enron'un bazı varlıklarını bağlı ortaklıklarına devretmesi ve çeşitli muhasebe hileleri ile kendi mali tablolarında varlıkların şişirilmesidir. Bu durum şirketin hisse senetlerinin yükselmesini gerektiren finansal sebepler olmadan hisse senetlerinin yükselmesine yol açmıştır²⁷⁷.

²⁷⁶ The Role of The Board of Directors in Enron's Collapse, Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate, s.4.

Şirketin yönetiminde de pek çok aksayan husus tespit edilmiştir. Şirkette icra komitesi, finans komitesi, denetim komitesi, aday gösterme komitesi ve mali haklar komiteleri yer almakla birlikte bunların etkin çalışmadıkları tespit edilmiştir. Yukarıda, yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetimi ve CEO'nun etkisinde kalmaları sebebiyle yönetim üzerinde etkin bir gözetim mekanizması teşkil etmediklerine ilişkin kısımlarda da açıklandığı gibi, şirket yönetim kurulunun toplantılardan önce toplantı gündemini tamamen şirket yönetimi ile yaptığı görüşmeler doğrultusunda şekillendirdiği, komite toplantılarda Enron yönetiminin şirkete ilişkin gelişmeler hakkında sunumlar yaptığı, komite üyelerinin bunun dışında çalışmalar yapmadıkları, yönetim kurulunun, adeta Enron yönetiminin sunumlarından ibaret olan komite toplantıları dışında gerek kendi içinde, gerek çalıştıkları bağımsız denetim şirketi olan Arthur Anderson ile iletişim içinde olmadığı tespit edilmiştir. Nitekim raporda bu hususa ilişkin olarak Enron'un iflasına yönetim kurulu üyelerinin de herkes kadar şaşırdığı ifadesine yer verilmiştir²⁷⁸.

Yöneticilerin mali haklarının Enron olayındaki yerine ilişkin olarak ise raporda, yönetim kurulunun, şirket üst yönetiminin mali haklar planları üzerinde yeterince durmadığı, ücret-performans ilişkisini ve yöneticilere ödenen primleri yeterince incelemediği, şirket tarafından üst yönetime verilen ödünçlerin göz ardı edildiği ve toplamda mali haklar konusunda yönetim kurulunun gözetim görevini yerine getirmediği ve etkisiz kaldığı ifade edilmiştir²⁷⁹.

Raporda, şirket yöneticilerine yüz milyon dolarlarla ifade edilen primler ve hisse senedi opsiyonları verildiği, Lou Pai adlı bir yöneticinin hisse senedi

²⁷⁸ The Role of The Board of Directors in Enron's Collapse, Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate, s.9,1012.

²⁷⁹ The Role of The Board of Directors in Enron's Collapse, Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate, s.52

opsiyonları ile aldığı hisse senetlerini elden çıkarması ile 365 milyon dolar elde ettiği, bu rakamların halka açık diğer şirketlerin ortalamalarının on katına kadar çıktığı, şirketin mali haklar komitesinin söz konusu mali haklar planlarını ya tamamen ya da küçük tartışma ve karşı çıkmalarla kabul ettiği, yüksek ödemelerin yönetim kurulu tarafından “büyük başarılar büyük ödemeleri gerektirir” anlayışı ile normal karşılandığı, ayrıca yönetim kurulunun yüksek mali hakları, piyasadaki en iyi yöneticiler ile çalışmanın tek yolu olarak kabul ettiği belirtilmiştir.

Öte yandan, yöneticilere yüksek ödünçler verilmiş, hatta yöneticilerin bu ödünçleri şirket hisse senedi ile ödemelerine imkan verilmiş, dikkat çekmemesi için de bu sözleşmeler de ara mali tablolara yansıtılmayarak, yıl sonu mali tablolarına kadar beklenilmiş, bu konudaki kamuyu aydınlatma yükümlülükleri de ihlal edilmiştir.

Raporda, bu konuda kendilerine soru sorulan bazı yönetim kurulu ve mali haklar komiteleri üyelerinin, şirket ile yönetici arasındaki ödünç ilişkilerini izlemekle yükümlü olduklarını bilmediğini ifade ettiği hususuna da yer verilmiştir. Yine raporda belirtildiği üzere, yönetim kurulu ve mali haklar komitesi üyeleri, yöneticilere tanınan hisse senedi opsiyonlarının, hisse senedi fiyatlarının manipüle edilmesine yol açabileceğinin farkında olmadıklarını belirtmişlerdir²⁸⁰.

Görüldüğü üzere Enron olayında tipik bir CEO güdümlü şirket işleyişi ortaya çıkmış, yönetim kurulu tamamen CEO’nun yönlendirmesi ile hareket eden, gözetim görevini yerine getirmeyen, yönetimin önüne sunduğu iş ve kararları onaylayan etkisiz bir mekanizma olmaktan öte gidememiş, yöneticiler de tamamen kendi

²⁸⁰ The Role of The Board of Directors in Enron’s Collapse, Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate, s.53-54.

menfaatleri doğrultusunda şirket pay sahipleri aleyhine hareket ederek şirketin sonunu hazırlamışlardır.

VIII. Mali Haklar Nedeniyle Ortaya Çıkan Sorunlara Yönelik Çözüm Önerileri

Yöneticilerin mali haklarını, şirketler hukukunun diğer unsurlarından ayırarak, tamamen özel bir konu olarak incelemek, konunun anlaşılması ve yaşanan sorunlara ilişkin olarak çözüm önerilerinin geliştirilmesinde yanıtıcı olacaktır. Bu nedenle yöneticilerin mali haklarının, esasen bir parçası olduğu kurumsal yönetim çerçevesinde incelenmesi gerekmektedir. Zira yöneticilerin mali haklarına ilişkin olarak tartışılan hususlar ve bunların başında gelen menfaat çatışmaları yıllardır kurumsal yönetim bazında irdelenen konulardır²⁸¹.

Öte yandan, yukarıda ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, doktrinde mali hakların yöneticilere daha yüksek menfaatler sağlamak üzere verildiği görüşleri (rent extraction) ortaya atılmıştır. Bu görüşe göre, mali hakların en çok kötüye kullanılan ve/veya kötüye kullanılmaya uygun olan kalemleri hisse senedine dayalı mali haklardır. Bu nedenle özellikle hisse senedine dayalı mali hakların çok iyi yapılandırılması gerekmektedir. Ancak yapılan araştırmalar göstermektedir ki; ne kadar iyi yapılandırılırsa yapılandırılırsın, mali haklar tek başına yöneticiler ile pay sahiplerinin menfaatlerinin uzlaştırılması için yeterli bir mekanizma olamamakta ve yöneticilerin mevcut durum ve yetkilerini kendi menfaatleri lehine kullanmalarını engellemeye yetmemektedir.

²⁸¹ YABLON/HILL: agm., s. 3.

Dolayısıyla yöneticilerin konumlarını ve mali haklarını kötüye kullanmaları yönünde bir potansiyel her zaman mevcuttur²⁸².

Bir başka ifade ile özellikle büyük halka açık anonim ortaklıklarda belirgin olarak ortaya çıkan iki türden vekalet problemi mevcuttur ve bu vekalet problemleri ile bunlardan kaynaklanan maliyetleri en aza indirmek için çeşitli öneriler üretilmişse de vekalet problemini tamamen ortadan kaldırmak mümkün olmamıştır.

İşte yöneticiler ile yönetim kurulu üyeleri arasından sorunlar yanında pay sahipleri ile onlar tarafından şirketi yönetmek üzere seçilen yönetim kurulu üyeleri arasında ortaya çıkan vekalet problemini en aza indirmek için ilk türden problemin çözümüne yönelik olarak mali hakların düzenlenmesi, ikinci türden problemin çözümüne yönelik olarak da iyi yapılandırılmış kurumsal yönetim politikaları gösterilmiştir.

Ancak söz konusu çözümler de birbirinden bağımsız değildir. Zira kötü kurumsal yönetim, mali haklar paketlerinin de iyi hazırlanmamalarını beraberinde getirecek; bu durum mali hakların vekalet problemini çözmedeki uzlaştırıcı fonksiyonunu ifa edememesine yol açacaktır. O halde mali hakları tek başına ele almak, vekalet probleminin çözümünde eksik kalacaktır. Çünkü yinelemek gerekirse mali haklar paketlerinin yapılandırılması sürecini kurumsal yönetimden ayrı düşünmek olanaklı değildir²⁸³.

Bu çerçevede, vekalet probleminin, gerek mali haklar paketlerinin yapılandırılması, gerek kurumsal yönetim ilkeleri bazında çözümüne hizmet etmek üzere doktrinde bir takım önerilere yer verilmiştir.

²⁸² HILL/YABLON: agm., s.22.

²⁸³ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.3.

1. Mali Haklar Komitelerinin Yeniden Yapılandırılması ve Mali Hakları Belirleme Sürecinin Daha Etkin Yönetilmesi

Pek çok halka açık şirket bünyesinde CEO ve üst kademe yöneticilerin performanslarını değerlendirerek mali haklarının belirlenmesi sürecinde şirket yönetim kuruluna öneri ve rapor sunan mali haklar komiteleri kurulmaktadır.

Ancak çalışmalar göstermiştir ki mali haklar komiteleri ne kadar iyi niyetle çalışırsa çalışsın, üst kademe yöneticilerin ücretlerini belirlemede kendi paraları hakkında karar verirken gösterdikleri dikkat ve özeni göstermemektedirler. Kaldı ki, aksi kabul edilse dahi, uygulamada mali haklar komitelerinin, performans değerlemesi, parasal hakların yapılandırılması ve şirket yöneticileri ile iyi pazarlık etmede, bu bağlamda şirketi koruyan etkin ve başarılı mali haklar sözleşmeleri yapmada yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmadıkları, esasen mali haklar komitelerinin hazırladıkları rapor ve sözleşme hükümlerinin, şirket insan kaynakları tarafından dışarıdan mali haklar konusunda alınan danışmanlık hizmeti sonucu getirilen önerilerden ibaret olduğu görülmektedir. Dolayısıyla mali haklar sözleşmeleri, mali haklar komitesinin fazlaca bir katkı yapmadığı, genellikle yöneticiler lehine hükümler ihtiva eden sözleşmeler olarak ortaya çıkmaktadır²⁸⁴.

İşte anılan sakıncalar dikkate alınarak, mali haklar komitelerinin daha etkin çalışması ve daha iyi hükümler getiren mali haklar sözleşmelerinin yapılmasını teminen mali haklar komitelerinin, mali hakların belirlenmesi sürecinin kontrolünü ellerine almaları, yalnızca şirket CEO'su ve diğer yöneticilerin iştiraki ile danışmanlık firmalarının hazırladıkları önerileri doğrudan yönetim kuruluna ileten bir makam olmaktan sıyrılarak, dışarıdan mali haklar konusunda profesyonel görüş

²⁸⁴ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.50.

alınacak ise bu hizmetin doğrudan mali haklar komitesi tarafından alınması ve danışmanlık firmalarının raporlamalarını şirket yönetimine değil mali haklar komitesine yapmaları, ayrıca komitenin danışmanlık hizmeti aldığı kişi/firmadan, menfaat çatışmalarının önlenmesini teminen şirketin başkaca konularda danışmanlık ya da diğer hizmetler almamaları önerilmektedir²⁸⁵.

Diğer taraftan, özellikle CEO ile anlaşma yapılması sürecinde öncelikle aday CEO'lar arasından en uygun isim belirlenmekte ve genellikle isim belirlendikten sonra mali haklar konusu görüşülmektedir. İşte bu durum mali haklar pazarlığında ibreleri CEO lehine çevirmektedir.

Kaldı ki aday CEO da genellikle, mali haklara ilişkin görüşmelerini konuda uzman olan bir vekil aracılığıyla yaptığından, mali haklar komiteleri yürüttüğü bu süreçte zayıf kalmaktadır. Bu nedenle mali haklar komitelerinin, mali haklar sürecini aday CEO'lar adına vekaleten yürüten temsilcilere şirket bünyesinden ödeme yapılmaması ve yine bu süreçte ellerini güçlendirmek üzere mali haklar komitelerinin kendi danışmanları ile birlikte pazarlık sürecini yürütmeleri önerilmektedir²⁸⁶.

O halde, mali hakların şirket yöneticileri ile pay sahipleri arasındaki vekalet problemini çözmede iyi bir araç olabilmesi, mali haklar paketlerinin yöneticiler tarafından kötüye kullanılma olasılığının azaltılması ve optimum mali haklar sözleşmelerinin hayata geçirilmesini teminen, mali hakları belirleme sürecinin yukarıdaki öneriler doğrultusunda yeniden yapılandırılması faydalı olacaktır.

²⁸⁵ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.51,56.

²⁸⁶ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.52-53.

2. Denetçilerin ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Gözetim Etkinliğinin Artırılması

Özellikle oransal olarak önemli bir bölümünün hisse senedine dayalı haklardan oluştuğu mali haklar paketlerinin kabul edildiği şirketlerde, menfaat çatışmaları ve vekalet problemi daha belirgin bir biçimde ortaya çıkmakta, vekalet problemine bağlı sorunların da (mali hakların manipüle edilmesi vs.) ortaya çıkma olasılığı artmaktadır. Bu nedenle, özellikle mali haklar paketlerine hisse senedine dayalı hakların hakim olduğu ortaklıklarda, denetçilerin ve yönetim kurulu üyelerinin gözetim etkinliğinin artırılması gereği doğmaktadır. Bu şekilde, gerek hisse senedi fiyatlarının, gerek gelirler gibi muhasebe rakamlarının manipüle edilmesi suretiyle haksız kazanç elde edilmesi sorunu çözülmeye çalışılmalıdır.

Gözetim etkinliğinin artırılması kapsamında doktrinde, yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin ekonomik gerekçesi ve temeli olmayan aşırı hisse senedi fiyat artışlarına temkinli yaklaşımları, ekonomik temeli olmayan bu suni yükselişi tetikleyecek karar ve açıklamalardan kaçınmaları, diğer deyişle bu yükselişin keyfini çıkarmak yerine aşırı yükseliş nedeniyle sonrasında yaşanabilecek mali krizlere ilişkin önlemler geliştirmeleri gerektiği tavsiye edilmektedir²⁸⁷.

3. Yönetim Kurulu Başkanı ile CEO'nun Farklı Kişiler Olarak Belirlenmesi, Yönetim Kurulu Üyeleri-CEO İlişkilerinin Yeniden Yapılandırılması

Yukarıda menfaat çatışmaları ve vekalet problemi anlatılırken, yönetim kurulu üyelerinin CEO lehine hareket ettikleri, zira büyük şirketlerde yönetim kurulu üyeliğinin iyi bir maaş, sosyal çevre ve prestij sağladığı ve yönetim kurulu üyesi

²⁸⁷ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.48-49.

seçilecek kişilere ilişkin aday listenin CEO tarafından belirlendiği, bu listeyle rekabet edebilecek bir listenin pay sahiplerince ortaya konulmasının çok ufak bir olasılık olduğu; öte yandan CEO ile ters dūřen yönetim kurulu yeleri için bu durumun kötü bir n yarattığı, bu kişilere başka şirketlerin yönetim kurulu yelięi teklif etme olasılığının azaldığı, CEO’lar ile iyi geçinmenin, yönetim kurulu üyelerinin kendi mali hakları açsından da önem arz ettiği, çünkü yönetim kuruluna ödenecek ücretler ve diğer parasal hakların CEO’ların etkisi ile belirlendiği, bu nedenlerle de yönetim kurulu üyelerinin şirket işleri ile ilgili olarak CEO’ları yakından denetleme ve onlarla ters dūřme güdülerinin azaldığı hususlarına ayrıntıları ile yer verilmiřtir²⁸⁸.

İşte mali hakların vekalet problemini zmede bir araç olarak etkinliğinin sağlanabilmesi için, kurumsal yönetim anlayışı kapsamında dikkate alınması gereken hususlardan biri de, CEO’lar ile yönetim kurulu arasındaki bu menfaat ilişkileri yumağından oluşan bağın, şirketler içinde gerçekleştirilecek yapısal değişiklikler ile üzülmesi ya da hafifletilmesidir.

Anılan sorunlar kapsamında, CEO’ları seçen, göreve getiren, onlarla mali haklar sözleşmelerini yapan ve görevden alan yönetim kurulunun başkanının aynı zamanda CEO olmasının engellenmesi ve yapısal değişikliklere bunun da eklenmesi gerekmektedir²⁸⁹.

Örneğin İngiltere’de Combined Code ile yönetim kurulu başkanı ve CEO’nun ayrılması gereği ngrlmş, bu düzenleme, yönetim kurulunun yarısının bağımsız ve icracı olmayan üyelerden oluşmasını tavsiye eden düzenleme ile birlikte

²⁸⁸ **BEBCHUK/FRIED:** agm., s.3-5.

²⁸⁹ **JENSEN/MURPHY/WRUCK:** agm., s.54.

değerlendirildiğinde, şirket yönetiminde de yönetim (icracı üyeler) ve kontrol (icracı olmayan üyeler) ayrımının benimsendiği görülmektedir²⁹⁰.

4. Yöneticilerin Şirket Hisse Senetlerine İlişkin Alım-Satımlarının Kamuya Açıklanması

Yöneticilerin mali haklar paketleri içinde nakit yanında hisse senedine dayalı mali hakların da yer aldığı, hatta son yıllarda bu türden mali hakların mali haklar toplamında en önemli yeri tuttuğu hususlarına yukarıda yer verilmiştir.

Bununla birlikte, hisse senedine dayalı mali haklar nakit ödemelerden farklı olarak daha fazla kazanç elde etmek amacıyla kötüye kullanıma, diğer deyişle manipüle edilmeye elverişlidir. Bu husus da yukarıda mali hakların manipüle edilmesi başlıkları altında ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

İşte çeşitli yöntemlerle mali hakların manipüle edilmesi yanında, yöneticilerin şirketle ilgili bilgilere önceden sahip olmaları nedeniyle bu bilgilere dayanarak alım satım yapılmasının ve kötüye kullanımın artmasının önlenmesini teminen, yöneticilerin şirket paylarını alım satımları öncesinde bunun kamuya açıklanması, hatta bu kuralın tüm şirket menkul kıymetlerine hasredilmesi gerektiği tavsiye edilmektedir²⁹¹.

5. Mali Haklar Komitelerinin Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinden Oluşması

Halka açık şirketlerin yönetim kurullarında belli sayıda bağımsız yönetim kurulu üyesi bulundurması, hatta yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız üyeler olması, yukarıda muhtelif yerlerde değinilen ve tüm dünyada yaşanan şirket skandallarından sonra ivme kazanan kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında üzerinde

²⁹⁰ HOPT/LEYENS: s.11.

²⁹¹ JENSEN/MURPHY/WRUCK: agm., s.68.

en çok tartışılan ve yazılan konulardan bir tanesi olmuştur. Bu nedenle bağımsız yönetim kurulu üyeliğı kavramının tanımına çok kısaca yukarıda yer verildiğinden burada ayrıntılı açıklamalar yapılmayacaktır.

Ancak yöneticilerin mali hakları konusuna özgü olarak, mali hakların şirket ve şirket ile ilgili kişiler ve bunlar arasındaki menfaat çatışmalarının önlenmesindeki rolü ve önemi dikkate alınarak, şirketler bünyesinde kurulan ve mali hakları belirleme sürecinde önemli bir fonksiyon ifa eden mali haklar komitelerinin, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden teşekkül ettirilmesi gerektiğı tartışmasız olarak kabul edilmektedir. Nitekim bu hususa pek çok ülkenin özellikle kurumsal yönetim ilkelerini belirleyen yasa ve diğere düzeylerdeki düzenlemelerinde yer verilmiştir²⁹².

²⁹² **HILL:** Regulatory Responses, s.19-21.

SONUÇ

Yöneticilerin mali hakları özellikle halka açık anonim ortaklıklarda son yılların dikkat çekici konulardan biri haline gelmiştir. Konunun ekonomi, finans ve ticaret hukuku gibi birden çok alanı ilgilendirmesi farklı boyutlarda inceleme ve çalışmaları da beraberinde getirmiş, ancak mali haklar üzerindeki tartışmalar akademik çevreler ile sınırlı kalmayarak özellikle CEO'ların yüksek ücretleri nedeniyle medyaya da bolca yansımıştır. Şirketler hukukunda tarihsel süreç içerisinde gerek yapısı, gerek tespit süreci ve özellikleri itibariyle büyük değişim gösteren mali haklar, bu haklara etki eden unsurlar pek çok olmakla birlikte başta ülkelerin sermaye piyasalarının derinliği ve şirketlerin pay sahipliği yapısı ile bağlantılı olarak farklı özellikler göstermiştir. Özellikle ABD ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının gelişmiş ve derin, pay sahipliği yapısının yaygın olduğu, şirketlerin yönetim kademelerinde CEO'ların en tepe noktada bulunduğu ülkelerde mali haklar her yönüyle büyük gelişme kaydetmiş, buna bağlı olarak da bu ülkelerde gerek akademik, gerekse mevzuat ve uygulama yönünden konu geniş bir perspektifte ele alınmıştır. Ancak pay sahipliği yapısının blok olduğu ve şirketi kontrol etme gücü veren payların belli bir ya da birkaç kişi ve kişi grubunun elinde bulunduğu şirket yapılanmalarının olduğu ülkelerde büyük pay sahiplerinin aynı zamanda şirketi yöneten kişiler olmaları nedeniyle, yönetim kurulu-yönetici-pay sahibi arasındaki menfaat çatışmalarında bir çözüm aracı olarak görülen mali haklara ilişkin çalışmalar kısır kalmış; bu şirketlerde daha ziyade azınlığın çoğunluğa karşı korunması, hakim pay sahiplerinin şirket varlıklarını kötüye kullanmasının önlenmesi gibi konular ön plana çıkmıştır.

Ülkemizde de şirketlerin genel profilinde halka açıklık oranları düşüktür. Bu nedenle yukarıda da ifade edildiği gibi gerek mevzuatta gerekse akademik çalışmalarda azınlık-çoğunluk ilişkilerine ilişkin çalışma ve düzenlemeler daha ayrıntılı ele alınmıştır. Zira uygulamada da bu tür sorunlar ile karşı karşıya kalınmış, azınlığın korunması, şirket varlıklarının örtülü olarak grup şirketlere ve şirketin çeşitli şekillerde ilişkili bulunduğu kişi ve şirketlere aktarılması hususları gündeme gelmiştir. Ancak sermaye piyasalarının gelişmekte ve derinleşmekte olduğu ülkemizde de üst kademe yöneticilerin ücretleri, başta bu ücretlerin kamuya açıklanması ve mali tablolara yansıtılarak pay sahiplerinin bilgilendirilmesi hususları olmak üzere daha yakından incelenmeye başlamıştır. Ancak belirtmek gerekir ki, her ne kadar TTK., TTK. Tasarısı ve Sermaye Piyasası Mevzuatında konuya ilişkin muhtelif düzenlemeler yer alsa da, bu düzenlemeler öncelikle konunun doğup geliştiği ve diğer ülkelerin düzenlemelerinde emsal aldığı ABD olmak üzere, AB mevzuatı ve diğer ülke düzenlemelerine göre son derece sınırlıdır. Zira mevzuatımızda yer alan düzenlemeler mali hakların neler olduğu, finansal tablolarda yer verilmesi ve kamuya açıklanmasına ilişkin az sayıda hükümden ibaret olup, mali hakların belirlenmesi süreci, mali hakların yapısı, türleri, yöneticiler bazında irdelenmesi ve genel kurulda oylanması gibi konularda hükümler sevk edilmemiştir.

Oysa mali haklar şirketlerin iyi yönetilmesinde önemli bir araçtır. Çünkü iyi yöneticilerin şirkete getirilmesi ve mevcutların şirkette tutulması kadar, bunların şirket işlerinde azami performansı göstermelerinin teşvik edilmesi, bir taraftan sergiledikleri performans ile orantılı ücret alırken, diğer taraftan bu ücretler ile şirketin mali durumunun dengelenerek pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve yöneticilerin mali haklarının kötüye kullanımının engellenmesi gerekmektedir. Bu

nedenle mali hakların daha yakından irdelenmesi ve bunların mevzuata ve kurumsal yönetim düzenlemelerine yansıtılmasına ihtiyaç vardır.

İşte mali hakların anılan fonksiyonlarının önemine binaen, konuya ilişkin olarak ABD ve AB düzenlemelerinde, mali hakların yapısına, türlerine, mali hakların belirlenmesi sürecinde yer alan danışmanlık firmalarında mali haklar komitelerinin kurulması ve işleyişine, mali hakların pay sahiplerinin bilgisine sunulması ve oylanması ile kamuya açıklanmasına yönelik olarak ayrıntılı hükümlere yer verilmiştir.

Öncelikle mali haklar paketleri sabit ve değişken kalemlerden oluşacak şekilde belirlenmelidir. Sabit kalemler risk sevmeyen yöneticileri çekecek önemli bir unsur teşkil ederken, değişken kalemler performansa bağlı bir ücretlendirme sağlamakta ve yöneticileri önceden belirlenen hedeflere ulaşılmasında teşvik edici bir rol oynamaktadır. Değişken kalemler içinde en çok ön plana çıkan ise hisse senedi opsiyonlarıdır. Sağlandığı kişiye belli bir süre içinde şirket hisse senetlerini önceden belirlenen bir fiyattan satın alma hakkı veren opsiyonlar, performans bazlı ve adil bir ücretlendirme yapılması açısından önemli görülürken, bağlı oldukları muhasebe kalemlerinin manipüle edilmesi suretiyle kötüye kullanıma son derece açık olmaları yanında, opsiyonun kullanılması ile yöneticilere verilecek hisse senetlerinin şirket tarafından temini açısından da şirketler hukukunun önemli bir konusu haline gelmiş olup, bu durumda şartlı sermaye artırımını ya da şirketlerin kendi paylarını iktisabı gereği doğmaktadır.

Öte yandan, başında CEO'nun bulunduğu yönetimin (management) etkili olduğu şirket yapılarında, yönetim kurulu üyelerinin yönetimi denetlemekte etkisiz

kaldığı görülmüştür. Bunun nedenleri arasında, yönetim kurulu üyeliğine adaylığın listeler halinde CEO tarafından genel kurula sunulması, yaygın pay sahipliği yapısının bulunduğu ortaklıklarda pay sahiplerinin yatırımcı profiline bürünmeleri nedeniyle alternatif bir liste oluşturmamaları, yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği oranlarının düşüklüğüne bağlı denetim güdülerinin az olması gibi hususlar sayılabilir. Bu nedenle, yöneticilerin mali haklarının belirlenmesi sürecinde şirketin ve pay sahiplerinin korunması ve mali hakların adil bir biçimde belirlenmesi için, sürecin iyi yönetilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, öncelikle konu hakkında iyi teknik bilgi elde edilmesini teminen, uzman şirketlerden danışmanlık hizmeti alınmalı, bu şirketler üzerinde CEO'nun etkisinin azaltılması için bu konuda hizmet alınan şirketlerden başkaca hizmet alınmamalı, ayrıca şirketlerin insan kaynakları bölümlerinin etki altında kalmadan çalışması, yönetim kurulunun bu süreci yakından takip ederek her aşamasından bilgi sahibi olması, yine menfaat çatışmalarının önlenmesi için CEO ile yönetim kurulu başkanının ayrı kişiler olarak belirlenmesi gerekmektedir.

Diğer taraftan, menfaat çatışmalarının azaltılması ve en adil ücret sisteminin benimsenmesi için yapılacak düzenlemeler yanında, pay sahiplerine de konuya ilişkin söz hakkı verilmeli, en başta mali haklar, pay sahiplerinin önüne anlaşılır ve ayrıntılı bir biçimde sunulmalı, en azından mali haklar politikaları oylarına sunulmalıdır. Ayrıca, konunun dava sürecine taşınması halinde, Mahkemelerin konuyu şirket içi mesele ve ekonomik tercih olarak görerek incelemekte isteksiz davranmaları özellikle kamuya yapılacak açıklamaların yöneticilerce manipüle edilerek mali hakların kötüye kullanmasını daha olası hale getirdiğinden, mali hakların belirli bir şekilde tespitini şark koşacak edecek şekilde olmamakla birlikte,

konunun Mahkemelerce incelenmesi, mali hakların Yargı kararları ile gelişimine ve pay sahiplerinin korunmasına hizmet edecektir.

Sonuç olarak, şirketlerin iyi yönetilmesi ve şirket içinde çeşitli menfaat grupları arasında adaletin sağlanması asıldır. Bu sebeptendir ki, kurumsal yönetim kavramı son yılların en önemli konularından biri olmuş, yasalarla yapılan düzenlemeler yanında şirketlerin iyi yönetimine yönelik olarak pek çok kurumsal yönetim kodu yapılmış, buradaki düzenlemeler de zamanla yasalara ya da borsaların kotasyon şartlarına taşınmıştır. İşte iyi şirket yönetimi, yöneticilere yeterince teşvik sağlanmasına, şirketin menfaat sahipleri arasında dengenin kurularak her birinin haklarının en iyi şekilde korunmasına bağlıdır. Bunun için de, gerekli teşviklerin sağlanması, şirket içindeki menfaat çatışmalarının önlenmesi, bu süreçte şirket varlıklarının ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve ücretlendirme sürecinde adaletin sağlanması gereklidir. Dolayısıyla, yöneticilerin mali hakları Türk hukukunda da daha ayrıntılı bir şekilde düzenlenmeli, bu düzenlemeler değişmesi son derece güç olan TTK.'nda yer almasa da, bunlara daha ayrıntılı düzenlemeye imkan tanıyan kurumsal yönetim ilkeleri ve borsa kotasyon şartlarında yer verilmesinin gerekli olduğu, bu şekilde AB düzenleme ve uygulamaları ile paralelliğin de sağlanması gerektiği düşünülmektedir.

ÖZET

Bu çalışmada, halka açık anonim ortaklıklarda pay sahipleri-yöneticiler-yönetim kurulu üyeleri arasında yaşanan menfaat çatışmalarının uzlaştırılmasında önemli bir mekanizma olarak değerlendirilen mali haklar inceleme konusu yapılmıştır.

Pay sahipliği yapısının yaygın olduğu anonim ortaklıklarda, şirket yönetim kademesinde bulunan kişilerin, blok pay sahipliği yapısı bulunan ortaklıklardan farklı olarak, ortaklıkta pay sahipliği oranları düşük olmakta, bu tür şirketlerde yönetim, başında CEO'nun bulunduğu profesyonel bir yönetim kadrosuna teslim edilmektedir. Bu türden bir yönetim anlayışının varlığında, şirket yönetim kurulu üyelerinin de pay sahipliği oranlarının azlığına ve CEO'nun şirket işleri ve yönetim kurulu üyeliği seçimindeki etkin rolüne bağlı olarak menfaat çatışmaları yaşanmaktadır. Zira yöneticiler her zaman pay sahiplerinin menfaatleri için hareket etmeyeabilmektedirler. Bu sorunun çözümüne yönelik olarak, şirket yöneticilerinin pay sahipleri lehine hareket etmeye teşvik edilmelerinin sağlanması ve mali hakların da bu amaca hizmet edecek şekilde düzenlenmesi gereği doğmuştur. Ancak mali hakların, belirtilen fonksiyonları yerine getirebilmesi için iyi şekilde yapılandırılmaları, sabit ve değişken kalemlerin uygun şekilde belirlenmesi, mali hakların belirlenmesi sürecinin başarılı ve tarafsız bir biçimde yönetilmesi, ayrıca mali hakların yöneticiler tarafından olası kötüye kullanımlarını önleyecek mekanizmaların geliştirilmesi gerekmektedir.

Mali hakların yapısı, türleri, etkileri, belirlenme süreci, pay sahiplerinin mali haklar üzerindeki rolü ve mali haklara bağlı olarak ortaya çıkan sorunlara ilişkin olarak en geniş çalışma ve düzenlemeler konunun doğup geliştiği ABD hukukunda olmuş, daha sonra AB'nin 2004/913 sayılı Tavsiye Kararı ile sonrasında çıkarılan 2005/162 sayılı Tavsiye Kararı ve bunlara ilave hükümler getiren AB Komisyonunun 29.04.2009 tarihli kararı ile AB mevzuatında da detaylı olarak yer almıştır.

Ülkemizde ise, yöneticilerin mali haklarına ilişkin düzenlemeler oldukça sınırlıdır. TTK, SPKn ve Kurumsal Yönetim İlkelerinde bir takım düzenlemeler bulunmakla birlikte, gerek ABD, gerekse AB düzenlemelerindeki detayda bir düzenlemenin mevcudiyetinden bahsetmek mümkün değildir. Bunun temel nedeni, ülkemizde halka açık şirketlerde dahi yapının halen aile şirketi görünümünde olması ve şirkette büyük pay sahibi olanların aynı zamanda yönetim kademesinde de bulunması nedeniyle, yöneticileri pay sahipleri lehine hareket etmede bir teşvik mekanizması olarak görülen mali haklar paketlerine duyulan ihtiyacın azalmasıdır.

Ancak sermaye piyasasının ülkemizde de gelişip derinleşmesi, halka açıklık oranlarının artması ve şirketlerin aile şirketi profilinden sıyrılmaları ile şirket yönetimleri daha profesyonel hale gelecek, bu durumda şirketlerin iyi yönetilebilmeleri, yöneticilerin iyi teşvik edilmesi ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması için iyi yapılandırılmış mali haklar paketlerine duyulan ihtiyaç da artacaktır. O halde ülkemizde de, fazlaca üzerinde durulmamış olan konunun daha etraflıca incelenmesi, konuya ilişkin hükümlerin ise Kurumsal Yönetim kodlarına konulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

ABSTRACT

In recent times there has been much debate on the level, structure and other issues of executive and director compensation. The topic has attracted much interest from different parts of the society in particular the media.

This dissertation is on executive remuneration, which is accepted as one of the most effectual devices in aligning the interests of three different stakeholder groups in companies with a dispersed ownership structure: Board of Directors-Management-Shareholders.

In dispersed ownership structure, where shares are owned by a large number of institutional and individual investors rather than being concentrated in the hands of one or a couple of investors or family owners, firms are run by professional managers and investors are usually reluctant to intervene in the running of the business. The same is also true for the board of directors. Since in dispersed ownership model, the board of directors do not hold a significant amount of company shares they also lack the incentives to closely scrutinise the actions CEO and other managers. For this reason, an incentive contract is necessary to make executives to act in the interest of the company and the shareholders and to prohibit them from using corporate control for their own gains; in short to align their interests. For remuneration contracts to implement the above mentioned functions, remuneration packages should be well structured and determined through an unbiased process.

In the US, where the corporate sector is characterized by a relatively large number of quoted companies, a liquid market and wide dispersal of ownership, due to the rise of conflict of interests among managers, board of directors and shareholders, regulation and practice on remuneration contracts, which are seen as a remedy for the problem is in high levels. European Union (EU) has also made a number of regulations with regard to the topic; where Directives 2004/913 and 2005/162 introduce and cover many issues of remuneration. Recently in 29.04.2009 The European Commission has published a recommendation on directors' remuneration.

In Turkish law however, regulations and principles governing executive and director remuneration is relatively limited. This is mostly because the Turkish company structures where most of them have a block-holding ownership and the problems usually arise not because of the conflicts of interests between executives and shareholders, but rather of minority and majority shareholding groups. As a consequence, there has been little demand for an alignment contract in Turkish public companies.

However, securities markets are in gradual development and evolution in Turkey. Therefore, in the near future similar problems are expected to occur in Turkish corporate world, too. For this reason, executive remuneration should be studied more closely and more detailed regulations need to be adapted especially in Corporate Governance Codes and Principles.

KAYNAKÇA*

- BEBCHUK, Lucian Arye/FRIED, Jesse M: **Executive Compensation As An Agency Problem**, Harvard Law School, Discussion Paper 421, 4/2003.
- BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas: **CEO Incentives and Earnings Management**, HBS Finance Working Paper No. 640585, December 2004.
- BERLE, Adolph A./MEANS Gardiner C.: **The Modern Corporation and Private Property**, With a New Introduction by Murray Weidenbaum and Mark Jensen, New Jersey 1991.
- BLAIR, Margaret B./STOUT Lynn A.: **A Team Production Theory of Corporate Law**, Virginia Law Review, Vol.85, No.2, March 1999.
- BOOTH, Richard A.: **Executive Compensation, Corporate Governance, and The Partner-Manager**, University of Illinois Law Review, No.1, 2005.
- BRAENDLE, Udo C./NOLL Juergen: **Alignment of Interests: Alternative Corporate Governance Through Penalties**, Social Science Research Network Working Paper Series, November 2004.
- BRAUNSTEIN, Jaclyn: **Challenging Executive Compensation in the US and the U.K.**, Brooklyn Journal of International Law, 2004.
- BRATTON, William W.: **The Academic Tournament over Executive Compensation, Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation**, by Lucian Bebchuk and Jesse Fried, California Law Review, Vol.93, No.5, 2005, (The Academic)
- BRATTON, William W.: **Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn**, Journal of Corporation Law, Vol.26, No.3, 2001, (Berle and Means).
- BRENNER, Karen: **Stock Option Timing: Investigation and Implication**, NACD-Directors Monthly, February 2008.
- BRUCE, Alistair/BUCK, Trevor/BRIAN, G. M. Main: **Top Executive Remuneration: A View From Europe**, Journal of Management Studies, Vol.42, Issue 7, November 2005.

* Bir yazarın birden fazla eserine atıf yapılan durumlarda, eserleri birbirinden ayırmak amacıyla yapılan kısaltmalar, parantez içinde verilmektedir.

- COOMBES, Paul/WONG, Simon Chiu-Yin: **Chairman or CEO- One Job or Two?** The Mc Kinsey Quarterly, No.2, 2004.
- CORE, John E./GUAY, Wayne R./ LARCKER, David F.: **Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey**, FRBNY Economic Policy Review, April 2003.
- ÇAMOĞLU, Ersin: **Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, ikinci Bası, İstanbul 2007.
- ÇELİKTAŞ, İlyas: **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı**, Ankara 2006.
- ÇEVİK, Orhan Nuri: **Anonim Şirketler**, Gözden Geçirilmiş, Genişletilmiş 2. Baskı, Ankara 1979.
- CHEFFINS, Brian R./THOMAS, Randal S.: **The Globalization of Executive Pay**, Berkeley Business Law Journal, Fall 2004.
- DEGEORGE, François/PATEL, Jayendu/ ZECKHAUSER, Richard: **Earnings Management to Exceed Thresholds**, Journal of Business, Vol.72, No.1, January 1999.
- DEPKEN, Craig A./NGUYEN, Giau X./SARKAR, Salil K.: **Agency Costs, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach**, Discussion Paper presented at Finance Management Association European Conference, Stockholm, June 2006.
- DOĞANAY, İsmail: **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, 4. Bası, Birinci Cilt, İstanbul 2004.
- DONALDSON, Lex/DAVIS, James H.: **Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns**, Australian Journal of Management, Vol.16, Issue 1, June 1991.
- EKİNCİ, Hüseyin: **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu**, Adalet Dergisi 22. sayı, Ankara 2009.
- ELSON, Charles M.: **Director Compensation and The Management-Captured-Board-The History of A Symptom and Cure**, Southern Methodist University Law Review, September/October 1996, s.4-6.
- ERİŞ, Gönen: **Türk Ticaret Kanunu, Ticari İşletme ve Şirketler**, 2. Cilt, 4. Baskı, Ankara 2007, (Türk Ticaret Kanunu).
- ERİŞ, Gönen: **Anonim Şirketler**, Ankara 1995, (Anonim).
- FERNANDES, Nuno: **Board Compensation and Firm Performance: The Role of “Independent” Board Members**, Finance Working Paper No.104/2005, October 2005.

- FERRARINI, Guido/Alessandro/ MOLONEY, Niamh: **Executive Remuneration in the EU: The Context For Reform**, Law Working Paper No.32/2005, April 2005.
- FERRARINI, Guido Alessandro/MOLONEY, Niamh/VESPRO, Cristina: **Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice**, ECGI Law Working Paper No.09/2003.
- GELTER, Martin: **The Dark Side of Shareholder Influence: Toward A Holdup Theory Of Stakeholders In Comparative Corporate Governance**, Harvard Law School Discussion Paper No:17.
- GLAUB, Tien: **Convergence and Divergence in a Two-Tier Board Model for U.S. Corporate Governance**, Unpublished Papers, The John Marshall Law School, Chicago, 2009.
- GORDON, Jeffrey: **Executive Compensation: If There's A Problem What's The Remedy? "Compensation Discussion and Analysis"**, ECGI Law Working Paper No.35/2005.
- GÜRİZ, Adnan: **Hukuk Başlangıcı**, Ankara 2009.
- HARVEY, Keith D./SHRIEVES, Ronald E.: **Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices**, Journal of Financial Research, Vol. 24, Issue 4, Winter 2001.
- HILL, Jennifer G.: **What We Can Learn from Other Statutory Schemes**, Widener University Conference, The Delaware General Corporation Law for the 21st Century, May 2008, (What We Can Learn).
- HILL, Jennifer G.: **Regulatory Responses to Global Corporate Scandals**, Wisconsin International Law Journal, Vol.23, 2005, (Regulatory Responses).
- HILL, Jennifer: **"What Reward Have Ye?", Disclosure of Director and Executive Remuneration in Australia**, Company and Securities Law Journal, Volume 14, 1996, (What Reward Have Ye?).
- HOWELL, Bo James: **Executive Fraud and Canada's Regulation of Executive Compensation**, 39 U Miami Inter-American Law Review 111.
- HOPT, Klaus J./LEYENS Patrick C.: **Board Models in Europe, Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy**, ECGI Working Paper Series in Law, Working paper No.18/2004, January 2004.
- JACKSON Eugenia: **Executive Remuneration – A Pan-European Perspective**, SSRN Working Paper Series, July 2006.

- JENSEN, Michael C.: **Value Maximization, Stakeholder Theory, and The Corporate Objective Function**, Amos Tuck School of Business at Dartmouth College, Working Paper No.01-09, October 2001.
- JENSEN, Michael C./MECKLING, William H.: **The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics (JFE), Vol.3, No:4, October, 1976.
- JENSEN, Michael C./MURPHY, Kevin J./WRUCK, Eric G.: **Remuneration: Where We've Been, How We Got To Here, What Are The Problems, and How To Fix Them**, ECGI Finance Working Paper No.44/2004, July 2004.
- JOHNSON, Tracy Scott: **Pay for Performance**, Delaware Journal of Corporate Law, Winter 1995.
- KIRCA, İsmail: **Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi**, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt XXII, S.3, Haziran 2004.
- KIRKBRIDE, James/LETZA, Steve: **The CEO in Law and Practice: A Study of Categorisation and Control**, Corporate Governance: An International Law Review, Vol.10, No.3, July 2002.
- LINDSTÄDT, Hagen/SEIFERT, Claudia: **Management in Firms and Organizations, A Significant Interrelation Between Balance Sheet Manipulation and Stock Option Remuneration, An Empirical Study of US Companies, Problems and Perspectives**, Problems&Perspectives in Management, Issue 1, 2006.
- MARTIN, Kenneth J./Thomas Randall S.: **The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans**, Vanderbilt Law, Joe C. Davis Research Paper, No.22.
- MOORE, Marc T./REBÉRIOUX, Antonie: **From Minimization To Exploitation: Re-Conceptualizing The Corporate Governanace Problem, Reflexive Governance in the Public Interest (REFGOV)** Working Paper No. REFGOV-CG-32.
- MOROĞLU, Erdoğan: **Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı**, Güncelleştirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, İstanbul 2003, (Esas Sermaye).
- MOROĞLU, Erdoğan: **Türk Ticaret Kanunun Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler**, 5. Baskı, İstanbul 2007, (Tasarı).
- MURPHY, Kevin J.: **Executive Compensation**, Working Paper Series, April 1998.
- ÖZDAMAR, Mehmet: **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi**, Ankara 2005.

- ÖZKORKUT, Korkut: **Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri**, Ankara 2008, (Bağımsız).
- ÖZKORKUT, Korkut: **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali**, Ankara 1996, (İptal).
- PASTORIZA, David/ARINO, Miguel A.: **When Agents Become Stewards: Introducing Learning In The Stewardship Theory**, 1st IESE Conference, “Humanizing The Firm&Management Profession”, Barcelona, IESE Business School, June30-July 2 2008,
- PICHET, Eric: **Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests Should Be Served by the Supporters of Corporate Governance?**, Social Science Research Network Working Paper Series, September 2008.
- POROY, Reha (TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin): **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Sekizinci Bası, İstanbul 2000.
- PULAŞLI, Hasan: **Corporate Governance, (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**, Ankara 2003.
- PULAŞLI, Hasan: **Anonim Şirketler Hukukunda CEO’nun Hukuki Durumu**, Batider Haziran 2007, Cilt XXIV, Sayı:1, Ankara 2007.
- RAMSAY, Ian M.: **Directors and Officers’ Remuneration: The Role of the Law**, Journal Of Business Law, July 1993.
- RASHID, Bahar: **Executive Compensation: Is Disclosure Enough?** Centre De Droit Bancaire Et Financier Universiter de Geneve, Working Paper December 2005.
- SALKY, Mark A.: **The Regulatory Regimes for Controlling Excessive Executive Compensation: Are Both, Either, or Neither Necessary?** Miami Law Review 795.
- SHEEHAN, Kym: **A Model of The Outrage Constraint**, SSRN Working Paper Series, November 2007.
- SHIVDASANI, Anil/YERMACK, David: **CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis**, Newyork University Center for Law and Business, Woprking Paper 98-015.
- SMITH, Adam: **Ulusların Zenginliği (Wealth of Nations)**(Çeviren: Ayşe YUNUS ve Mehmet BAKIRCI), Alan Yayınevi, İstanbul 1985.
- STAPLEDON, Geoffrey: **Executive Performance-Related Compensation: The Difficulty in Truly Aligning With Shareholder Returns**, Wisconsin International Law Journal, Summer 2005.

- TEKİNALP, Ünal: **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Oluşan “Güç Boşluğu” Sorununa İlişkin Çeşitli Çözümler, Öneriler ve Eleştiri**, Prof. Dr. Hüseyin Nali Kubalı’ya Armağan, İstanbul 1975.
- VELAMURI, S. Ramakrishna/VENKATARAMAN, Sankaran: **Why Stakeholder and Stockholder Theories Are Not Necessarily Contradictory: A Knightian Insight**, IESE Business School, University of Navarra, Working Paper No.591, May 2005.
- WEISBACH, Michael S.: **Optimal Executive Compensation vs. Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried’s Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation**, Journal of Economic Literature, Vol.XLV, June 2007.
- YABLON, Charles M./HILL, Jennifer: **Timing Corporate Disclosures to Maximize Performance-Based Remuneration: A Case of Misaligned Incentives**, Wake Forest Law Review, Spring 2000.