

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ŞİRKETLERDE KONTROL İŞLEMLERİNE İLİŞKİN HUKUKSAL DÜZENLEMELERİN EKONOMİK MANTIĞI

Doktora Tezi

Alaattin Ecer

Ankara- 2006

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ŞİRKETLERDE KONTROL İŞLEMLERİNE İLİŞKİN HUKUKSAL DÜZENLEMELERİN EKONOMİK MANTIĞI

Doktora Tezi

Alaattin Ecer

Tez Danışmanı
Yrd.Doç.Dr. Orhan Çelik

Ankara- 2006

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Düzenlemelere İlişkin Stratejiler	60
Tablo 2: Kurumsal Yönetime İlişkin Stratejiler	60

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Şirket Formunun Temel Özellikleri ve Çıkar Çatışmaları	8
Şekil 2: Hukuk Teorisinin İçinde Şirket Kontrolünün Değişmesi Sonucunu Doğuran İşlemler	16
Şekil 3: Yönetim Modelleri	25
Şekil 4: Hukuksal Sistemleri Yakınlaşmaya İten Nedenlerin Üç Temel Boyutu	36
Şekil 5: Şirket Teorileri	51
Şekil 6: Temsil Problemleri	57
Şekil 7: Temsil Maliyetini Azaltmayı Planlayan Hukuki Stratejiler	61
Şekil 8: Kontrolün El Değiştirmesi Sürecinde Ortaya Çıkan Gerilim	116
Şekil 9: Modelin Genel İşleyişi	158
Şekil 10: Hissedarların Çıkarlarının Korunmasında Kullanılacak Yöntemler	160
Şekil 11: Modelin İşleyiş Sürecinde Önemli Hususlar	167
Şekil 12: Kontrol Değişikliği Sürecinde Baskın Faktörler	170
Şekil 13: Farklı Durumlarda Yönetimin Toplam Getirisi	177
Şekil 14: Kişisel Beklentilerin Düzeyinin Süreç İçerisinde Karar Alma Üzerindeki Etkisi	180

KISALTMALAR LİSTESİ

A.e.: Aynı eser

a.g.e.: adı geçen eser

a.y.: aynı yer

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AMF: Autorité des Marchées Financiers

AR-GE: Araştırma Geliştirme

Bkz.: Bakınız

Çev.: Çeviren

CMF: Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers

COB: Commission des Opérations de Bourse

Ed.: Editör

ESOP: Employee stock ownership plans

GAAP: Generally Agreed Accounting Principles

GDP: Gross Domestic Product

GmbH: Gesellschaft mit berschränkter Haftung

IAS: International Accounting Standards

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotation System

NBER: National Bureau of Economic Research

NYSE: New York Stock Exchange

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

PDG: President directeur-general

SA: Societe Anonyme

SARL: Societe a responsbilite limite

SEC: Securities Exchange Commission

Sb.Dr.: Serbestlik derecesi

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

YK: Yönetim Kurulu

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR LİSTESİ	iii
ŞEKİLLER LİSTESİ	iv
KISALTMALAR LİSTESİ	v
İÇİNDEKİLER	vii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	7
ŞİRKET TEORİLERİ VE HUKUK SİSTEMLERİ ARASINDAKİ FARKLILIKLARIN ŞİRKETLER HUKUKUNA İLİŞKİN DÜZENLEMELERE ETKİLERİ	7
I. Şirket Formuna İlişkin Temel Hukuksal Özellikler	7
A. Şirketin Hissedarlarından Ayrı Tüzel Kişiliğinin Olması	8
B. Şirket Sahipliğinin El Değiştirebilmesi ve Sınırlı Sorumluluk İlkeleri	10
C. Hissedarların Şirket Üzerindeki Hakları ve Şirket Yönetiminin Delege Edilmesi İlkeleri	13
II. Şirketler Hukukunun Kapsamı ve Genel Amacı	16
A. Şirketler Hukukuna İlişkin Olarak Kanunlar Haricinde Yapılan Diğer Düzenlemeler	19
B. Şirketler Hukuku Dışındaki Düzenlemeler	21
III. Büyük İşletmelerde Yönetim Modeli Olarak Şirket Yapısının Yükselişi	22
IV. Hissedar Odaklı Yönetim Modeli	23
A. Alternatif Modellerin Başarısızlığı	26
B. Yönetici Odaklı Model	26
C. Çalışan Odaklı Model	27
D. Devlet Odaklı Model	28
E. Paydaşlar Odaklı Model	29
V. Şirketlerin Ortaklık Yapılarının Genişlemesi ile Hissedarların Artan Önemi, Azınlık Pay Sahiplerinin Giderek Artan Güçleri ve Hissedar Odaklı Model	31
A. Korunan Çıkarlar	32
B. Korunan Hissedar Grubu	33
C. Ortaklık Yapısının Önemi	34
VI. Hukuksal Sistemleri Temel İlkeler Ekseninde Birbirleri İle Yakınlaşmaya İten Nedenler	35
A. Mantıksal Çıkarımlar Sonucu Ulaşılan Sonuç	36
B. Yaşanan Gelişmeler Sonucu Ulaşılan Sonuç	37
C. Yaşanan Rekabet Sonucu Ortaya Çıkan Sonuç	37
VII. Farklı Hukuk Sistemlerindeki Kurumsal Yönetim İlkelerinin Birbirine Yakınlaşması	39
VIII. Hukuksal Düzenlemelerin Birbirine Yakınlaşması	40
A. Yönetim Kurullarının Genel Yapısında Gözlenen Yakınlaşma	41
B. Kamuyu Aydınlatma ve Sermaye Piyasası Düzenlemelerinde Gözlenen Yakınlaşma	42
C. Hissedarlarca Açılan Davalara İlişkin Düzenlemelerde Gözlenen Yakınlaşma	43
D. Şirket Ele Geçirmelerine İlişkin Düzenlemelerde Gözlenen Yakınlaşma	43
E. Yargı Sürecine İlişkin Düzenlemelerde Gözlenen Yakınlaşma	45
IX. Sistemlerin Birbirlerine Tam Olarak Yaklaşmasının Önündeki Potansiyel Engeller	45
İKİNCİ BÖLÜM	50
ŞİRKET TEORİLERİ, TEMSİL PROBLEMİ VE BU PROBLEMİ ÖNLEMENE-ÇÖZMEYE YÖNELİK HUKUKİ STRATEJİLER	50
I. Şirket Teorileri	50
II. Üç Önemli Temsil Problemi	55
III. Temsil Maliyetlerini Düşüren Hukuki Stratejiler	59
A. Düzenlemelere İlişkin Stratejiler	61
1. Kurallar ve Standartlar	61
2. Giriş ve Çıkış Koşullarının Belirlenmesi	63
B. Kurumsal Yönetim Stratejileri	66
1. Göreve Atama ve Görevden Alma Stratejileri	66
2. Onaylama veya Onaylamama Stratejileri	66
3. Ödüllendirme ve Yedimin Stratejileri	66
C. Öncül(Ex-post) ve Artçı(Ex-ante) Stratejiler	68
IV. Hukukun Rolü	69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	73
TEMEL KURUMSAL YÖNETİM YAPISI İÇERSİNDE HİSSEDARLARIN ÇIKARLARININ KORUNMASI	73
I. Hissedarların Çıkarlarının Korunması ve Temel Kurumsal Yönetim Yapısı Arasındaki İlişki	73
II. Yönetim Yetkisinin Devredilmesi	73
A. Yönetim Kurulunun Genel Yapısı ve Üyeleri	74
B. Yönetim Kurulu Üyelerinin Seçimi, Görevde Kalma Süreleri ve Görevden Alınmaları	78
C. Yönetim Kurullarının Üye Sayısı ve Karar Alma Süreci	81
D. Şirket Hissedarlarının Tek Bir Grup Olarak Hareket Etmesinin Sağlanması	87
E. Yönetim Organlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Değerlendirmeler	91
III. Hissedarlar ve Yöneticiler Arasındaki Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi ve Çözümünde Kullanılabilecek Diğer Yaklaşımlar	94
A. Hissedarların Şirkete İlişkin Önemli Kararların Alınması Sürecine Katılımının Sağlanması	94
B. Şirket Yönetiminin Tarafsızlığının Sağlanması	98
C. Şirket Yönetiminin Çalışmalarının Ödüllendirme Mekanizması İle Yönlendirilmesi	100
D. Şirket Yönetimine İlişkin Alınan Kararlarda Yönetimin Kişisel Sorumluluğu	102
E. Hissedarların Çıkarları İle Yönetimin Çıkarların Uyumlaştırılması	103
IV. Şirket Yönetimi ve Hissedarlar Arasındaki Çıkar Çatışmalarına İlişkin Genel Değerlendirme	104
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	107
ŞİRKETİN KONTROLÜNÜN DEĞİŞMESİ SONUCUNU DOĞURAN İŞLEMLER	107
I. Şirket Kontrolünün Değişmesi Sonucunu Doğuran İşlemlere İlişkin Yapılan Düzenlemelerin Hukuk Sistemi İçerisindeki Yeri	107
A. Kontrol Değişikliği Sonucu Doğuran İşlemlerde Temsil Problemi	107
B. Çeşitli Koşullar Altında Temsil Probleminin Genel Durumu	110
1. Kontrolü Ele Geçirilmek İstenen Şirketin Sermayesinin Çok Sayıda Ortağın Elinde Olduğu Durum	110
2. Kontrolü Ele Geçirilmek İstenen Şirketin Sermayesinin Az Sayıda Ortağın Elinde Olduğu Durum	113
3. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi Sonucunu Doğuran İşlemlerde Şirket Paydaşlarının Konumu	114
4. Şirket Ele Geçirmelerinde Yeni Yaklaşımlar	115
II. Şirketin Çok Sayıda Hissedarların Bulunduğu Durumda Temsilci Problemi: Düzenleme Stratejisi Olarak Kullanılan İki Temel Model	118
A. Modellerin Genel Özellikleri	118
B. Birinci Model: Tüm İnisyatifin Şirket Hissedarlarında Olduğu Durum	120
C. İkinci Model: İnisyatifin Şirket Yönetimi İle Hissedarlar Arasında Paylaşıldığı Durum	124
D. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi Sonucunu Doğuran İşlemlerde Süreci Kontrol Etme İnisyatifin Paylaşılmasını Esas Alan Modelin Gerekçeleri	129
E. Temel Özellikler Çerçevesinde İki Modelin Karşılaştırılması	130
III. Şirket Hissedarların Sayısının Çok ve Bu Hissedarların Şirket Sermayesinde Sahip Olduğu Payların Oranlarının Küçük Olduğu Durumda Yapılan Genel Hisse Alım Teklifi Sonucu Ortaya Çıkan Temsil Problemleri	132
A. Şirket Yönetiminin ve Hissedarların Çıkarlarının Birbirleriyle Uyumlu Hale Getirilmesi	133
B. Şirket Kontrolünün El değiştirmesi Sonucunu Doğuran İşlemlerde Şirketin Tüm Hissedarlarının Aynı Haklara Sahip Olmasının Sağlanması	136
C. Tüm Hissedarların Eşit Haklara Sahip Olmasının Temini İçin Zorunlu Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Uygulanması	139
D. Şirket Kontrolünü Ele Geçirmek İçin Birbirleri İle Rekabet Eden Tarafların Olması	143
E. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesine Olumsuz Yaklaşan Azınlık Pay Sahipleri	146
IV. Şirket Kontrolünü Elinde Tutan Hâkim Ortaklar Bulunması Durumunda Ortaya Çıkan Temsil Problemleri	146
V. Hissedar Olmayan Gruplar İçinde Temsil Problemi	149
VI. Değişik Hukuk Sistemlerinde Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi İle Sonuçlanan İşlemlere İlişkin Düzenlemelerde Görülen Farklılıkların Nedenleri	151
BEŞİNCİ BÖLÜM	156
ŞİRKETLERİN ORTAKLIK YAPISI, HUKUK SİSTEMİ VE SERMAYE PİYASALARININ ŞİRKET KONTROLÜNÜN DEĞİŞMESİ İŞLEMLERİ KAPSAMINDA ŞİRKET YÖNETİMİNİN KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	156

I. Hissedarların Çıkarlarının Korunması için Oluşturulan Mekanizmalar ile Ortak Sayısı, Hukuk Sistemi ve Sermaye Piyasasının Rolü Üzerine Yapılan Çalışmalar	156
II. Şirket Yönetiminin Göreve Atanmasının Ardından Aldıkları Yatırım Kararlarına İlişkin Kullanılan Model Hakkında Genel Açıklama	157
III. Şirket Yönetimin Yatırım Alternatifleri Arasından Yapacağı Tercih Etkili Faktörler	159
A. Birinci Yöntem	162
B. İkinci Yöntem	162
C. Üçüncü Yöntem	164
IV. Şirket Kontrolünün Ele Geçirilmesine İlişkin Genel Faktörler	168
V. Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Girişiminin Başlayacağı Özel Durum	171
VI. Şirketin Ele Geçirileme Girişiminde Bulunulması Olasılığının İncelenmesi	173
VII. Yönetimin Farklı Yatırım Alternatifleri Arasından Yapacağı Seçimin Mantıksal İncelemesi	175
VIII. En Uygun Sermaye Yapısı	181
A. Şirketin Piyasa Değerindeki Artış	181
B. Hissedarlar Açısından Temsil Maliyetinin Düzeyi	182
C. Temsil Maliyetinin En Aza İndirildiği Sermaye Yapısı	184
1. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi Mekanizmasının Yöneticilerin Kararlarını Disipline Etmedeki Etkisi	186
IX. Sermaye Piyasası ve Hukuk Sisteminin Kurumsal Yönetim Yapısı Üzerindeki Etkisi	190
A. Hukuk Sistemleri ve Kurumsal Yönetim	191
B. Kurumsal Yönetim Mekanizması ve Sermaye Piyasasının Büyüklüğü	193
X. Yapılan Analiz Kapsamında Elde Edilen Genel Çıkarımlar Çerçevesinde Uygulamaya Dönük Olarak Yapılabilecek Çalışmalar	195
SONUÇ	197
KAYNAKÇA	206
ÖZET	220
ABSTRACT	221

GİRİŞ

Bu tezde farklı hukuk sistemlerinde, halka açık anonim şirketlere ilişkin hukuksal düzenlemeler çerçevesinde, şirketlere ilişkin temel uygulamalarda gözlenen yakınlaşmanın, şirketlerin ortaklık yapısı, ülkelerin hukuk sistemi ve sermaye piyasasının ekonomi içerisindeki önemi dikkate alınarak, teorik düzlemde ve matematiksel olarak nasıl yorumlanabileceği incelenmektedir. Çalışmada dünya ekonomisinde önemli yere sahip ülkelerin hukuk sistemlerinin şirketler hukuku uygulamalarında, hissedar odaklı model çerçevesinde hızlı bir yakınlaşma yaşandığı düşüncesi temel hareket noktasını oluşturmaktadır. Yaşanan gelişmeler ve şirketler hukuku alanındaki yakınlaşmanın sonucunda hissedarları ilgilendiren, temel kurumsal yönetim yapıları ve şirketlerin kontrolünün el değiştirmesine ilişkin konuların çıkar çatışmaları ve temsil problemi ekseninde kapsamlı bir şekilde incelenmesi ve yakınlaşmanın boyutlarının ve sonuçlarının ortaya konulması hedeflenmektedir. Metin içerisinde “şirket” terimi ile sadece anonim şirket şeklinde örgütlenmiş işletmeler kastedilmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler kendileri için en uygun kurumsal yönetim mekanizmasını oluşturma hedefi ile hareket etmektedir. Küreselleşen dünya ekonomisinde yabancı yatırımlar için cazip hale gelebilmenin yöntemlerinden birisi de iyi bir kurumsal yönetim sistemine sahip olmaktır. Gelişmiş ülkelerdeki uygulamalar analiz edildiğinde, kurumsal yönetim sistemi içerisinde farklı mekanizmaların bulunduğu görülmektedir. Bu farklı kurumsal yönetim mekanizmalarının etkinliği ülkeden ülkeye değişmektedir. Bunun temelinde her ülkenin ekonomik gelişim sürecinin ayrı olmasının yanı sıra, hukuk sisteminin özellikleri ve finansal piyasalar ve kurumların durumu önemli rol oynamaktadır. Yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yönetim sistemlerinin farklılıkları ve bunların nedenleri üzerine yoğunlaşmıştır. Almanya ve Japonya’nın da aralarında olduğu bazı ülkelerde kurumsal yönetim sisteminin merkezinde kredi veren kuruluşlar ile şirket sermayesinde büyük paya sahip ortaklar yer almıştır. Diğer yandan ABD ve İngiltere’nin de aralarında olduğu ülkelerde sermaye piyasaları çok gelişmiştir. Bu gruba dâhil ülkelerde kurumsal yönetim sisteminde bankaların ve şirket

sermayesinde büyük paya sahip ortakların etkisi oldukça sınırlıdır. Bu ülkelerde şirket kontrolünün el değiştirmesi mekanizması kurumsal yönetim sisteminin merkezinde yer almıştır. Kurumsal yönetim sistemlerinde gözlenen farklılıkların nedenleri üzerinde hukuk, ekonomi, finans, strateji, işletme gibi pek çok alanda teorik çalışmalar yapılmıştır. Değişik ülkelerde uygulanan kurumsal yönetim sistemleri arasındaki farklılıklar pek çok soruyu da beraberinde getirir. Kurumsal yönetim sistemini oluştururken farklı kurumsal yönetim mekanizmalarının bir araya getirilip getirilemeyeceği, bunlar arasında sinerji yaratılıp yaratılamayacağı, hibrit bir yapı oluşturulması durumunda, bu yapı içerisinde hangi hususların öncelikle ele alınması gerektiği ve finansal sistemdeki kurumlar ve piyasaların gelişmişlik düzeyi, hukuk sisteminin yapısı veri olmak üzere etkin bir kurumsal yönetim sistemi oluşturmak isteniyorsa hangi hususlara dikkat edilmesinin kaçınılmaz olduğu gibi sorulara cevap aranması gerekmektedir.

Tezin üzerinde durduğu temel araştırma sorusu şirketler hukukunda şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemlere ilişkin hukuksal düzenlemelerde gözlenen yakınlaşmaya rağmen, farklılıkların devam etmesinin nedenlerinin matematiksel teknikler kullanılarak ekonomik açıdan gösterilmesinin mümkün olup olmadığıdır. Bu genel çerçeve içinde şirketi meydana getiren yapı içerisinde hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının nasıl kontrol altına alınabileceği, bu amaçla kullanılan mekanizmaların değişik ülkelerde neden farklılaştığı ve bunun ekonomik nedenlerinin matematiksel olarak nasıl gösterilebileceği sorularına da yanıt aranacaktır.

Şirketler hukuku alanında karşılaştırmalı bir çalışma yapmak açısından bu soruların sorulması ve farklı hukuk sistemleri içerisinde bu çalışmaya imkân verecek analitik yaklaşımın ortaya konabilmesi için gerekli cevapların bulunmaya çalışılması çok önemlidir. Yapılan çalışmalar Avrupa’da, Amerika’da ve Japonya’da kurulmuş şirketlerin kurumsal yönetim, hisse sahipliği, sermaye piyasaları ve iş yaşamı kültürü alanlarındaki farklılıkları üzerinde durmaktadır. Ancak bu hukuk sistemlerinde şirketler hukuku alanında, şirket yapısının temel özelliklerine ilişkin pek çok

benzerlik de bulunmaktadır. Ayrıca küreselleşmenin de etkisi ile farklılıkların boyutu giderek azalmaktadır.

Bu tezde, genel yaklaşım olarak “neden” ve “niçin” sorularına cevap aramak benimsenmiştir. Neden sorusu, geçmişte yaşanan olayları doğru değerlendirmek için sorulacak sorudur. Farklı ülkelerde hangi sebeplerden dolayı farklı hukuk sistemleri ortaya çıktığının ve bu hukuk sistemlerinin aynı tür problemlerin çözümü için neden farklı yöntemler benimsediğinin ortaya konması çok önemlidir. Neden sorusu kullanılarak var olan ilişkiler irdelenebilir. Niçin sorusu ise geleceğe yönelik öngörülerde bulunmak amacı ile kullanılır. Hukuk sistemleri içindeki farklılıkların niçin devam ettiğinin ekonomik gerekçelerinin matematiksel araçlar kullanılarak teorik bir temel üzerine oturtularak açıklanması, gelecekte ortaya çıkacak gelişmeleri takip etme açısından faydalı olacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle şirketler hukuku nedir sorusuna bir cevap aranarak, şirketler hukuku açısından farklı ülke hukuk sistemlerinde bir yakınlıktan söz edilip edilemeyeceği açıklanmaya çalışılacaktır. Şirketler hukukuna temel teşkil eden işletme yönetim modellerinin ve bu modeller içinde yer alan hissedar odaklı modelin 21.yy.’da baskın model haline gelmesinin neden ve sonuçları incelenecektir. Bu bölümde tezde yapılacak analize temel teşkil edecek iki önemli husus hakkında bilgi verilmeye çalışılacaktır. Bu iki temel konudan birincisi şirket yönetimi ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının ortaya çıkma nedenidir. Şirket formunun temel özellikleri kapsamında yapılacak analizle, bu tip çıkar çatışmalarının ortaya çıkış nedeni ortaya konulmaya çalışılacaktır. Çalışma boyunca üzerinde durulacak ikinci husus ise şirketler hukukuna ilişkin farklı hukuksal sistemlerde görülen düzenlemelerin birbirine yaklaşıp yaklaşmadığı, bu yaklaşmanın nedeni, boyutu ve sürecin işleyişidir.

İkinci bölümde şirketler hukukuna ilişkin çalışmaların merkezinde yer alan çıkar çatışmaları, temsil problemleri ve bunların önlenmesi ve çözümüne ilişkin geliştirilen hukuki stratejiler ele alınarak, çalışmanın devam eden bölümlerinde kullanılacak analitik inceleme çerçevesi oluşturulacaktır. Bu bölümde üzerinde odaklanılacak

konular iki ana başlık altında toplanacaktır. İlk olarak şirket teorisine ilişkin literatürde yer alan yaklaşımların sistematik bir analizi yapılmaya çalışılacaktır. Çalışmanın temelinde yer alan amir-temsilci teorisinin diğer şirket teorileri ile karşılaştırması yapılarak amir-temsilci teorisinde belirleyici olan iki taraf arasındaki bilgi asimetrisi ve amirin temsilcinin faaliyetlerini doğrudan izleyememesi konuları üzerinde durulacaktır. Şirket yönetimi ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının kapsamlı bir değerlendirmesinin yapılabilmesi için şirketlerde hissedarlar ile yöneticiler arasında ortaya çıkabilecek temsil problemlerinin incelenmesi gerekir. Temsil problemi her tür işletmede ortaya çıkabilir. Hukuki stratejiler, temelde temsil problemlerini önlemek ve çözmek amacı ile ortaya konulmuş stratejilerdir. Bu stratejiler hukuksal düzenlemeler yolu ile somut olaylarda kullanılır. Bu bölümde açıklanacak olan ve temsil maliyetlerini düşürmek için çeşitli hukuk sistemleri tarafından geliştirilerek uygulanan stratejiler, çalışmanın üçüncü ve dördüncü bölümlerinde şirketlerin temel kurumsal yönetim yapısı ve şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemler konularının analizinde kullanılacak inceleme çerçevesini belirleyecektir.

Üçüncü bölümde şirketler hukukunda temel kurumsal yönetim anlayışı çeşitli ülkelerdeki uygulamalardan örnekler verilerek ortaya konulacak ve kurumsal yönetim mekanizmasının şirketin olağan kararları üzerindeki etkisi incelenecektir. Ancak şirketler hukukunun bu problemleri çözmek için geliştirip uyguladığı mekanizmalar, bir organizasyon şekli olarak şirket formunun öncelikli durumunu açıklamaktadır. Bu bölümde farklı hukuk sistemlerinde gözlenen yaklaşma, temel kurumsal yönetim yapısı içersinde şirket yöneticileri ile hissedarlar arasında gözlenen çıkar çatışmaları ekseninde analiz edilmeye çalışılacaktır. Farklı ülkelerin hukuk sistemlerindeki uygulamaların bir karşılaştırması yapılarak genel eğilimler ortaya konulacak ve hukuk sistemleri arasında genel bir yaklaşma eğilimi gözlenmekle birlikte bazı farklılıkların görülmeye devam ettiği gösterilecektir. Yapılacak analizde şirketlerle ilgili düzenlemelerin ne tür problemlerin ortaya çıkmasını engellediği ve çözümünü sağladığı ve bu problemlerin ortaya çıkmasının önlenmesinde ya da ortaya çıkan problemlerin çözümünde hukuki düzenlemelere ilişkin stratejilerin nasıl kullanılabileceği üzerinde durulacaktır.

Dördüncü bölümde şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemlere ilişkin farklı ülke uygulamalarının karşılaştırılması yapılarak, hukuk sistemleri arasındaki yakınlaşmanın boyutu ortaya konulmaya çalışılacaktır. Çağrıda bulunma zorunluluğu, piyasadan hisse senedi toplanması, şirket kontrolünün ele geçirilmesi girişimlerine karşı kullanılabilecek savunma taktikleri gibi konular ve şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemler konusunda hukuki düzenlemelerin mantığının belirlenmesinde bu uygulamaların oynadığı rol analiz edilecektir. Ayrıca farklı hukuk sistemlerinde aynı problemin çözümü için değişik stratejiler kullanılmasının nedenleri de incelenecektir. Bu farklılıkların sistemde rol alan kurumlar açısından nasıl sonuçlar doğurduğu üzerinde durulacaktır. Piyasaların işleyişinin ve piyasadaki aracılık faaliyetlerinin geçmişi tarihsel ve kültürel temeller üzerinde incelenerek bunların etkilerinin farklı ülkelerde hukuk sistemlerinin farklı stratejiler izlemesinde ne ölçüde belirleyici olduğu açıklanmaya çalışılacaktır.

Beşinci bölümde ise şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamalarına teorik bir açıdan bakılmaya çalışılacaktır. Bu bölümde hukuksal düzenlemelerde gözlenen yakınlaşmaya karşın, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve ortaklık yapısının en uygun kurumsal yönetim sisteminin belirlenmesi açısından önemi, şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamaları kapsamında değerlendirilecektir. Bu teorik bölümde matematiksel yöntemler yoluyla elde edilecek sonuçların görgül uygulamalarda nasıl kullanılabileceğine ilişkin olarak da yorumlarda bulunulacaktır. Temel çıkar çatışmalarından birisi olan yönetim ve hissedarlar arasında şirketin yatırım tercihlerine ilişkin doğabilecek çıkar çatışması çerçevesinde, şirket kontrolünün el değiştirmesi mekanizmasının oynayabileceği rol teorik olarak ele alınarak çalışmanın dördüncü bölümünde yapılan yorumların matematiksel yöntemler kullanılarak somutlaştırılmasına çalışılacaktır. Bu amaçla hipotetik bir model geliştirilip kullanılacaktır. Bir model kullanılmasındaki temel amaç, çalışmanın özellikle üçüncü ve dördüncü bölümlerinde yapılan açıklamaların teorik bir çerçeve içersinde yeniden yorumlanmasıdır. Tezde bu noktaya kadar yapılan analizlerin matematiksel mantığının da ortaya konulmasının, çalışmada yapılan yorumların geçerliliği açısından, ayrı bir öneme sahip olacağı düşünülmektedir.

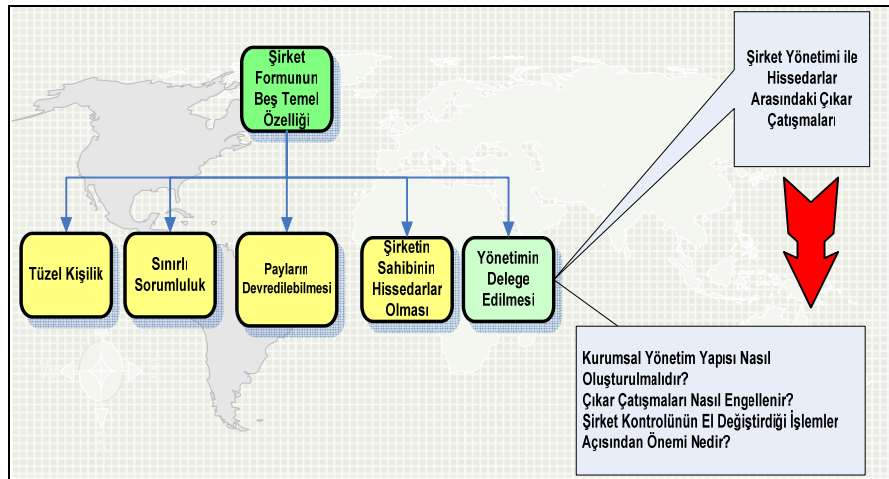
Yapılacak analizde, yöneticilerin ve hissedarların çıkarlarının uyumlaştırıldığı yöntem ile birlikte şirket kontrolünün el değiştirmesinin de bir mekanizma olarak kullanıldığı kurumsal yönetim sistemlerinde, ortaklık yapısı ile şirket ele geçirmelerinin kolaylığı arasındaki ilişki analiz edilecektir. Bu analizin çıkış noktasını şirket hissedarları ile yönetim arasında yaşanan çıkar çatışmalarının özel bir hali olan yatırım alternatiflerinin seçimi konusu oluşturmaktadır. Şirket yönetiminin yatırım alternatifleri arasında bir seçim yapması gerektiğinde, bu yatırım alternatiflerinden birisinin hissedarlar açısından en iyi yatırım alternatifi iken diğerinin yöneticilerin kişisel çıkarları açısından en iyi yatırım alternatifi olması değişik sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Çalışmanın son bölümünde en uygun kurumsal yönetim yapısının nasıl oluşturulabileceği, bu yapının belirlenmesinde sermaye piyasalarının, hukuk sisteminin ve şirketin ortaklık yapısının ne ölçüde belirleyici olduğu sorularına yanıt aranmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET TEORİLERİ VE HUKUK SİSTEMLERİ ARASINDAKİ FARKLILIKLARIN ŞİRKETLER HUKUKUNA İLİŞKİN DÜZENLEMELERE ETKİLERİ

I. Şirket Formuna İlişkin Temel Hukuksal Özellikler

Bir şirketin beş temel özelliği; (1) tüzel kişilik, (2) sınırlı sorumluluk, (3) devredilebilir pay, (4) yönetimin organlar vasıtası ile yürütülmesi, (5) şirketin sahipliğinin sermayeye katılanlara ait olması şeklinde sıralanabilir. Uluslararası ekonomik sistemde önemli bir yere sahip tüm ülkelerde faaliyetlerini sürdüren anonim şirketlerde bu karakteristik özellikler görülmektedir. Esas sözleşme kapsamında kurulup faaliyetlerini sürdüren şirketlerde, kanunla tanınan istisnalar hariç bu beş özellik mutlaka bulunmaktadır. Bu beş özellik işletmenin organizasyon formunun şirket olarak belirlenmesini cazip de kılmaktadır. Diğer taraftan bu özellikler temsil probleminden kaynaklanan çıkar çatışmalarının sonucu olan problemlerin yarattığı gerilimler ile şirketler hukukunun ilgilenmesini zorunlu hale getirmektedir. Bu gerilimlerin çözümünde ise bir alanda çözüm yaratmak için diğer alanlardaki ideal durumlardan fedakârlık yapmak zorunlu olmaktadır.



Şekil 1: Şirket Formunun Temel Özellikleri ve Çıkar Çatışmaları

Tezde bu beş özelliğe sahip olan şirketler ana inceleme konusunu oluşturmuş olsa da bu özelliklerin sadece bazılarını bünyesinde bulunduran şirketlerin bulunduğu da dikkate alınmalıdır. Bu şirketler kanunların kendilerine sağladığı avantajlardan yararlanarak esnek bir yapı oluşturma hedefi gütmektedir¹.

A. Şirketin Hissedarlarından Ayrı Tüzel Kişiliğinin Olması

Ekonomik bir birim olarak, bir şirket sözleşmeler bütünü olarak ele alınabilir². Şirket, hissedarlar, yöneticiler, tedarikçiler ve müşteriler ile yapılan işlemlerin hepsinde bir rol almaktadır. Bu taraflarla yapılan sözleşmelerde taraflardan birisi mutlaka şirketin kendisidir. Şirketler hukukunun birinci ve en önemli özelliği, şirkete bir tüzel kişilik yaratarak bu rolü oynama imkânı sağlamasıdır. Bu şekilde şirket sahiplerinden, yöneticilerinden, tedarikçilerinden ya da müşterilerinden ayrı bir kişilik kazanır.

Tüzel kişiliğin asıl önemli özelliği, şirkete tek başına varlık edinme imkânı sağlamasıdır. Bunun da ötesinde bu varlıkları alıp-satma, kullanmanın yanı sıra kredi verenlerle çeşitli yükümlülükler doğuran sözleşmeler yapabilmesi de tüzel kişiliğin bir sonucudur. Bu özellik sayesinde, şirket ayrı bir kişilik olarak, varlıklarını şirket sahiplerine, kredi verenlere, yöneticilerine karşı koruyabilir.

Şirketler hukukunda iki önemli hukuksal ilkedен bahsedilebilir: Şirkete kredi verenlerin alacaklarının öncelikli olarak ödenmesi ilkesi, kredi verenlerin şirketin varlıkları üzerindeki haklarına birinci sırada yer verir. Bu temel ilke tüm modern şirketler hukuku düzenlemelerinde yer almaktadır. Bu öncelik kuralının önemli bir sonucu, şirketin varlıklarının şirketin yaptığı sözleşmelerde, kredi verenler lehine güvence altına alınmış olmasıdır. Böylelikle şirket faaliyetlerini sürdürmek için

¹ Örneğin Almanya'da GmbH, Fransa da SARL, ABD, Japonya ve İngiltere'de halka kapalı şirket örnekleri verilebilir. Bu yapılar altında kurulan şirketler çalışmada kullanılan şirket kavramına tam olarak uymakla birlikte esneklikten de yararlanmaktadır. Halka kapalı şirketler, yukarıda belirtildiği üzere önemli bir karakteristik özellik olan yönetim kurulu mekanizmasını kullanmasa da, diğer karakteristik özellikleri ve sorunları da bulundurmaktadır. Çalışmada üzerinde durulan pek çok konu, özel düzenlemeler çerçevesinde faaliyet gösteren şirketlere de uygulanabilir. Bunlar arasında sınırlı sorumlu şirketler ve işletmeler tröstü sayılabilir. Bu tür şirketlerde karakteristik özelliklerin bazıları yer almasa da (tabi oldukları kanun çerçevesinde) ve bu şirketlere ilişkin konular şirketler hukukunun kapsamında olmasa da, çalışmada gerektiğinde bu tür şirketlerden de örnekler verilecektir.

² Şirketin bir sözleşmeler bütünü olduğu ilk kez Michael Jensen ve William Meckling tarafından ortaya atılmıştır. Bkz. Jensen, M., W. Meckling(1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 **Journal of Financial Economics** s. 305 .

gerekli kaynaklara daha uygun maliyetlerle ulaşabilmektedir. Kredi verenler açısından da şirketi sıkı bir şekilde izleme maliyetinde düşüşe neden olmaktadır.

Şirketler hukukundaki ikinci temel prensip ise şirketin likiditesinin korunması ilkesidir. Bu ilke kapsamında şirkete sahip olan bireysel yatırımcılar, şirketin varlıklarındaki paylarını istedikleri zaman geri almayı talep edemezler. Bu şekilde şirketin faaliyetlerini sürdürmesi garanti altına alınmıştır. Burada pay devri ile payların şirket tarafından geri ödenmesini birbirinden ayırmak gerekir. Ortaklara kredi verenlerde alacaklarının şirket varlıklarından ödenmesi talebinde bulunamazlar. Bu prensip sayesinde şirketin varlıklarının ortaklar ya da kredi verenler tarafından zarara uğratılmasının önüne geçilmiş olur³.

Öncelik ilkesinin etkili olabilmesi için özel bir doktrine ihtiyaç vardır. Böyle bir doktrinin bulunmaması durumunda ise bir doktrinin bulunarak kopyalanması çok uygun olmayabilir. Böyle bir doktrinin şirket sahipleri ve kredi verenler arasında yapılacak bir sözleşme ile kopyalanması ekonomik açıdan uygun bir çözüm olmayabilir. Çünkü bu taraflar arasındaki sözleşmeler şirket sahipleri ile kredi verenler üzerinde bir yükümlülük yaratmaz⁴. Benzer biçimde şirketler hukukundaki likidite prensibi şirket sahipleri ve kredi verenler üzerinde etkilidir. Şirket sahipleri düzenlenecek bir sözleşme ile şirketi sona erdiremeyecekleri yönünde kendilerini bağlayıcı bir vaatte bulunabilirler. Örneğin ortaklıklarda ortaklar böyle bir taahhütte bulunurlar. Bu özellikler, şirketlere ait diğer dört özellikte bulunmayan unsurlardır. Bu unsurları içeren standart bir organizasyon yapısını kanun sağlamasa da, teoride yer alan sözleşmelerle bu sağlanır. Sonuçta bu sözleşmeler bütünü tüzel kişilik haline gelir⁵.

³ Birinci prensibin aksine ikinci prensip şirketler haricindeki işletme yapılarında bulunmaz. Örneğin adi ortaklıklarda böyle bir özellik yoktur.

⁴ Sözleşmeler yolu ile kredi verenlerin aktifler üzerinde öncelik sahibi olmasının temini için özel hükümlerin yer aldığı ayrı sözleşmeler yapılmasını zorunlu kılar. Bu hükümleri de kapsayacak sözleşmelerin yapılması hem çok sorunlu olacaktır hem de sözleşme dolayısı ile ortaya çıkan yükümlülüklerin izlenmesi çok maliyetli olacaktır. Ayrıca ahlaki çöküntü riski de bulunmaktadır. Şirket sahibi verilen krediye karşı kişisel mal varlığı ile de sorumlu olacağına ilişkin vaadini yerine getirmeyebilir.

⁵ Bkz. Armour, J.,M. Whincop, The Proprietary Structure of Corporate Law (Working Paper 2004). http://www.hertig.ethz.ch/LE_2004-05_files/Papers/Armour_Corporations_2004.pdf

B. Şirket Sahipliğinin El Değiştirebilmesi ve Sınırlı Sorumluluk İlkeleri

Şirketler hukukuna ilişkin gelişmeler tarihsel bir süreç içinde değerlendirildiğinde, sınırlı sorumluluk kavramının şirket formu ile eskiden beri var olagelen bir özellik olmadığı görülür. Bazı önemli hukuk sistemlerinde ortakların alacaklılara karşı tüm mal varlıkları ile sınırsız sorumluluğu, şirket borçlarının ödenmesi açısından bir ilke olmuştur⁶. Ancak günümüzde, sınırlı sorumluluk ilkesi şirketler için evrensel geçerliliği olan bir ilke haline gelmiştir. Bu gelişim sınırlı sorumluluk kavramının finansal araç ve sözleşme aracı olarak önemini ortaya koymaktadır.

Tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk ilkeleri hukuk sisteminin, şirketler hukukuna ilişkin düzenlemelerinin dengeli işleyişi üzerinde önemli bir role sahiptir. Sınırlı sorumluluk ilkesi ile hissedarların şahsi mal varlıkları koruma altına alınırken, şirketler açısından da ortaklara kredi verenlerin şirketin malvarlıkları üzerinde hak iddia etmelerinin önüne geçilmiş olur. Bu yapı her iki taraf açısından da iki tarafın varlıklarının kredi değerini arttırmaktadır. Şirkete kredi verenlere şirket varlıkları üzerinde öncelik tanınırken, bu kredi verenlere şirket faaliyetlerinin denetim ve takip edilmesi açısından da üstünlük sağlanmaktadır. Ortakların varlıklarının takibi ve kontrolü açısından benzer bir avantaj, ortaklara kredi verenler açısından da geçerlidir. Sonuçta, tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk ilkeleri birlikte şirket ve sahipliğin sermaye maliyeti azaltılmaktadır.

Şirketlerin iştirak ve bağlı ortaklık yapıları zaman içerisinde çok karmaşık bir hal alabilir. Şirketler, iştirakler, bağlı ortaklıklar gibi yapılar oluşturarak kredi bulmada kendileri açısından çeşitli avantajlar yaratabilir. Kreditörler genelde şirketin iştiraklerinin ve bağlı ortaklıklarının varlıklarının değerlendirilmesini, takibini yapmakta, ancak ana şirketin tüm faaliyetlerini izlemede yetersiz kalmaktadır. Bu yapı sayesinde bu sorun ortadan kaldırılmaktadır.

⁶ Sınırlı sorumluluk İngiliz hukukunda anonim şirketler için on dokuzuncu yüzyılın ortalarına kadar standart bir özellik olarak uygulanmamıştır. ABD’de de Kaliforniya eyaletinde hissedarlar 1931 yılına kadar sınırsız sorumlu kabul edilmişlerdir. Bkz. Davies Paul L., (6th ed., 1997), Gower and Davies’ **Principles of Modern Company Law** s.40–46; Blumberg Phillip, (1986), Limited Liability and Corporate Groups, 11 **Journal of Corporate Law** s.573.

Sonuç olarak, sınırlı sorumluluk ilkesi çerçevesinde, şirket iştiraklerinden oluşan yapı, işletme riskinin paylaşılması, riskin ilgili taraflarca yüklenilmesini kolaylaştırma açısından çok önemlidir. Çünkü özel bir faaliyet üzerine yoğunlaşan taraflar bu tür riskleri üzerlerine alınca daha etkin davranırlar. Sonuçta, sınırlı sorumluluk kavramı, sermaye toplamak için şirket formunda kurulmanın şart olmadığı, şirketin sadece bir ortağının bulunduğu durumlarda bile önemli bir anahtar sözleşme rolü oynar. Bu duruma örnek olarak ana şirketin bağlı ortaklığın tüm hisselerine sahip olduğu durumu verilebilir⁷.

Ayrıca sınırlı sorumluluk ilkesi, riskin getirinin ortaklar ve kredi verenler arasında dağıtılması konusunda da esneklik sağlamada, işlem maliyetlerini (özellikle şirket ödeme gücüne düştüğü durumlarda) azaltmakta ve hisse fiyatının tespitine ve bu fiyatın istikrarının sağlanmasına yardımcı olmaktadır⁸.

Sınırlı sorumluluk ilkesi, yönetim fonksiyonunun etkin bir şekilde delege edilmesi temel ilkesi açısından da önemli bir rol oynamaktadır. İşletme riskini ortaklardan kredi verenlere kaydırmak sureti ile kredi verenlerin yöneticileri daha yakından izlemesine ortam hazırlanmaktadır. Örneğin şirketin finansman ihtiyacının bankacılık sistemi vasıtası ile sağlandığı ülkelerde, kredi verenlerin izleme fonksiyonu sistemin işleyişi açısından çok önemli bir rol oynamaktadır. Ortaklık yapısının dağınık, ortakların sahip olduğu ortalama pay miktarının küçük olduğu şirketlerde bahsedilen bu yapının şirket denetiminin etkin bir biçimde sağlanması açısından çok önemli sonuçları ortaya çıkar⁹.

Hisse senetlerinin devredilebilme özelliği, şirketleri diğer işletmelerden ayırt eden önemli bir özelliktir. Bu ilkenin bir sonucu olarak esas sözleşmede süresi

⁷ Bkz. Posner, R., (1976), The Rights of Creditors of Affiliated Corporations, 43 **University of Chicago Law Review** s.499; Hansmann H., R. Kraakman, (1991), Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts, 100 **Yale Law Journal** s.1879.

⁸ Bkz. Halpern Paul, Michael Trebilcock and Stuart Turnbull, (1980), An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law, 30 **University of Toronto Law Journal** s.117; Easterbrook, Frank and Daniel Fischel, (1985), Limited Liability and the Corporation, 52 **University of Chicago Law Review** s.89; Woodward, Susan E., (1985), Limited Liability in the Theory of the Firm, 141 **Journal of Institutional and Theoretical Economics** s.601.

⁹ Çalışmanın dördüncü ve beşinci bölümlerinde şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemlerde bu konu kapsamlı bir biçimde ele alınmıştır.

belirtilmemiş ise, şirketin varlığını sonsuza dek sürdüreceği varsayımı yapılır. Bu temel özellik hissedarların likidite ihtiyacını karşılamada da çok önemlidir. Ayrıca bu sayede şirket kontrolünün el değiştirmesi de mümkün olmaktadır. Bu ilke sayesinde şirket yönetimi ile hissedarlar arasındaki anlaşmazlıkların önlenmesi ve çözümüne ilişkin pek çok ilke geliştirilmiştir¹⁰.

Bu noktada hisse senetlerinin devredilebilmesi önündeki engellerden bahsetmek faydalı olabilir. Teorik olarak hisse senetlerinin alınıp satılması çeşitli mekanizmalar ile sınırlandırılabilir. Örneğin hisse senetlerinin devri yönetim kurulunun onayına bağlanabilir. Hisse senetlerinin devredilebileceği kişilere ilişkin çeşitli kısıtlar konulabilir. Bu durumda aynı gruba ait hisselerle sahip hissedarlardan alınacak bir onay sonrasında işlem yapmak mümkün olabilir. Hisse senetlerinin özgürce alınıp satılabilmesi, likiditeyi arttırmanın yanı sıra, yatırımcılar açısından portföy oluştururken çeşitli avantajlar da sağlar. Şirket açısından da sermaye artırım işlemlerini kolaylaştırır. Bu sebeplerden dolayı, bu ilke, en azından halka açık şirketler açısından olmazsa olmaz bir prensip halini almıştır. Ancak bu ilke bazı denetim sorunlarını da beraberinde getirir. Bu denetim zaafları sonucunda bu ilkenin işleyişi üzerine çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. Bu nedenle tüm hukuk sistemlerinde devredilebilme üzerine bazı sınırlamalar konulmuştur. Örneğin Avrupa'da halka kapalı şirketler için bu yönde düzenlemeler vardır. Bazı hukuk sistemlerinde de temel şirketler hukuku içerisinde bu sınırlamalara yer verilmiştir.

Payların devredilebilmesi ilkesi, likiditenin korunması, tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk kavramları ile yakından ilgilidir. Bu ilkelerden birisinin eksikliği, şirketin güvenilirliğini önemli ölçüde etkilediği gibi potansiyel alıcılar için hisselerin değerlerinin tespiti de çok güçleşir. Bu nedenlerden dolayı tüzel kişilik, sınırlı sorumluluk ve devredilebilir olma özellikleri şirket yapısı içinde genel kabul görmüş özelliklerdir.

¹⁰ Bu konu çalışmanın ikinci bölümünde kapsamlı bir biçimde ele alınmıştır.

C. Hissedarların Şirket Üzerindeki Hakları ve Şirket Yönetiminin Delege Edilmesi İlkeleri

Atanmış yönetim, hissedarların şirket sermayesinde küçük oranlarda paya sahip olduğu büyük şirketlerde çok yaygın görülen bir özelliktir. Üretim faaliyetlerini idare etmek için gereken merkezi yönetim yapısı bu sayede oluşturulur. Ayrıca, üçüncü kişiler şirketle yapacakları anlaşmalarda, karar alma yetkisinin devri sayesinde şirket adına kiminle pazarlık yapacaklarını bilirler. Görev ve yetki dağıtımı şirketin gelişim süreci içinde halledilmesi gereken önemli bir problem haline gelir. Özellikle çok sayıda ortağın ve yöneticinin bulunduğu şirketlerde, yetki belli bir düzen çerçevesinde dağıtılmazsa, üçüncü kişiler şirketle yaptıkları işlemlerde çeşitli sorunlarla karşılaşır. Bu sorunu ortadan kaldırmak için ortaya konan yetki ve görev paylaşımı hissedarlar ile şirket yöneticileri arasında çıkar çatışmaları gibi bazı temel problemleri de beraberinde getirir.

Yönetim yetkisinin nasıl dağıtıldığına göre şirketler farklılık gösterir. Örneğin sınırlı sorumlu ortaklıklar ve yediemin¹¹ tüm kontrol haklarını sınırsız sorumlu ortak ya da yediemine verir. Bunun aksine, şirketler hukuku genelde şirket faaliyetleri üzerindeki yetkiyi yönetim kuruluna ya da periyodik olarak ortaklar tarafından seçilen bir başka organa verir. Daha net ifade edecek olursak, şirketler kurumsal yönetim yapısına göre de sınıflandırılabilir. Bu yapıda tüm temel kararlar dört temel özelliğe sahip yönetim kurulu üyelerince verilir¹².

i) İlk olarak, yönetim kurulu resmi olarak en azından şirketin faaliyetlerinin doğrudan yönetiminden ayrılmıştır. Bu ayrım sonucunda şirket yönetimi fonksiyonu Almanya’da olduğu gibi iki organlı bir yapı ile yerine getirilebilir. İki organlı yapıda, şirketin fonksiyonel birimlerini yöneten yöneticiler bu organlardan ikincisini oluşturur. Birinci organda şirket faaliyetlerini yöneten yöneticiler temsil edilmez. Bu organ, ilke olarak şirketin icracı birimlerinde yönetici olarak çalışmayanlardan

¹¹ Türk Dil Kurumu Sözlüğü’nde yediemin “ Birden çok kişi arasında hukuki durumu çekişmeli olan bir malın, çekişme sonuçlanıncaya kadar emanet olarak bırakıldığı kimse” olarak tanımlanmıştır. Bkz. <http://www.tdk.gov.tr> Arapça kökenli bu terim İngilizce’de “trustee”, Almanca’da “(der) Treuhander”, Fransızca’da ise “(le) sequestre” sözcükleri ile ifade edilmektedir.

¹² Buradan, adi ortaklıklar, sınırlı sorumlu şirketler gibi diğer hukuki yapılarda yönetim kurulu bulunmaz anlamı çıkarılmamalıdır. Bu yapılarda da yönetim kurulları bulunabilir. Bu yapılarda yönetim kurulunun bulunması bir zorunluluk değildir.

oluşur. Tek organlı yönetim yapılarında ise, ücretli yöneticiler alt yönetim organında görev alabilirler. Hatta bu organın üyelerinin çoğunluğu şirketin faaliyetlerinin yöneticilerinden de oluşabilir. Şirketin yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri arasındaki güç dağılımından bağımsız olarak, bunların arasındaki yasal ayrım tüm karar alma mekanizmasında, hissedarların onayını gerektirmeden, yönetim kurulu üyelerinin onayı ile alınan kararlar ve şirket yöneticilerinin kendi başlarına alacakları kararlar olarak gruplandırılabilir.

Bu yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki farklılık nedeniyle işletme kararlarının alınması ve uygulanmasında yöneticiler etkili olurken, yöneticilerin aldığı kararların kontrolü ve onayının yapılması ile yöneticilerin işe alınması yönetim kurulunun yetkisinde olur. Bu ayrım işe alınan yöneticilerin aldığı kararların kontrolü açısından önemli bir avantaj yaratır¹³. Ayrıca daha önce belirtildiği gibi üçüncü kişiler açısından da kimin karar verici olduğunu belirlemede kolaylık sağlar.

ii) İkinci olarak, yönetim kurulu şirketin sahiplerinden ayrı bir yapıdır. Bu yapı karar alma mekanizmasında maliyetleri en alt seviyeye çeker. Çünkü şirketin hissedarlarını bilgilendirme ve onların onayını alma ihtiyacını en aza indirir. Sadece tasfiye, birleşme gibi kararlarda, hissedarların onayı gerekebilir. Bunun ötesinde, ayrı olarak oluşturulan yönetim kurulu yöneticilerin çalışmalarını ve fırsatçı davranışlarını denetlemede bir kontrol mekanizması kurar. Şirket tarafından belirlenen kişisel sorumluluk ilkeleri şirketin ortaklarının, şirketle iş yapan kişilerin fırsatçı davranışlarını dizginler. Yönetim kurullarının bir başka önemli görevi de azınlık pay sahipleri ve kredi verenlere başta olmak üzere şirketle ilgili tüm tarafların şirket hakkındaki bilgilere tam ve eş zamanlı olarak ulaşmasını sağlamaktır. Ayrıca bu özellik azınlık pay sahiplerinin şirket karından, çoğunluk pay sahipleri gibi pay almalarına da olanak sağlar. Diğer taraftan yönetim kurulları bazı kişilere şirketle ilgili karar alıcı olarak özel roller vererek, şirket yapısı içinde işletme adına söz sahibi tüm grupların çıkarlarına sosyal hak ve moral değerlerine uygun, yasal sorumluluk ve hesap verilebilirlik ilkelerine paralel ilkeli politikalar geliştirir.

¹³ Bkz. Fama Eugene, Michael Jensen, (1983), Agency Problems and Residual Claims, 26 **Journal of Law and Economics** s.327.

iii) Üçüncü olarak, yönetim kurulu üyelerinin önemli bir kısmı şirket ortakları tarafından seçilir. Bunun en önemli faydası, yöneticilerin şirket ortaklarının çıkarları konusunda hassas davranmalarıdır. Ortaklar şirketin sahibi olarak, hakları yapılan sözleşmelerle güvence altına alınmış diğer aktörlerin aksine şirket kararlarının sonuçlarından, maliyet ya da faydalardan doğrudan doğruya etkilenmektedir¹⁴.

Seçilmiş yönetim kurulu özelliği, şirket formunu diğer hukuki organizasyon türlerinden ayırır. Kar amacı gütmeyen organizasyonlar, işletme birlikleri gibi hukuki yapılarda da yönetim kurulları vardır ama işletme ortakları tarafından seçilmeleri bir zorunluluk değildir. Bu noktada şirketin temel özelliklerinden bir diğeri olan, şirketin sahibinin hissedarlar olması ilkesi ile yönetimin delege edilmesi ilkesi arasındaki yakın ilişkinin altı çizilebilir.

iv) Dördüncü olarak, yönetim kurulları birden çok üyeden oluşur. Bu yapı üyeler arasında karşılıklı kontrol mekanizmasının oluşmasını sağlar. Son yıllarda yönetim kurulları içersinde çeşitli fonksiyonları yürüten komitelerin oluşturulması uygulamaları bu kapsamda değerlendirilebilir. Ayrıca yönetim kurullarında şirket içersinden seçilen yönetim kurulu üyeleri ile şirket dışından seçilen yönetim kurulu üyeleri arasında bir denge kurulmaya çalışılması uygulamaları da bu kapsamda ele alınabilir. Karar alma mekanizmasında üyeler daha dikkatli davranırlar. Ancak bu noktada bazı istisnalar da söz konusudur¹⁵.

Şirket sahiplerinin şirket üzerinde iki temel hakları vardır. Şirketi kontrol etme ve şirket kazançlarından pay alma hakları. Şirketler hukukunda bu iki hak hissedarların şirket sermayesine yaptıkları katkı ile doğru orantılı olarak düzenlenmiştir. Örneğin hissedarlar şirket sermayesindeki payları oranında kar payı alır ve oy kullanırlar. Şirketler hukukuna ilişkin farklı hukuk sistemlerinde bu iki temel hakkın sonucu olarak pek çok düzenleme yapılmıştır.

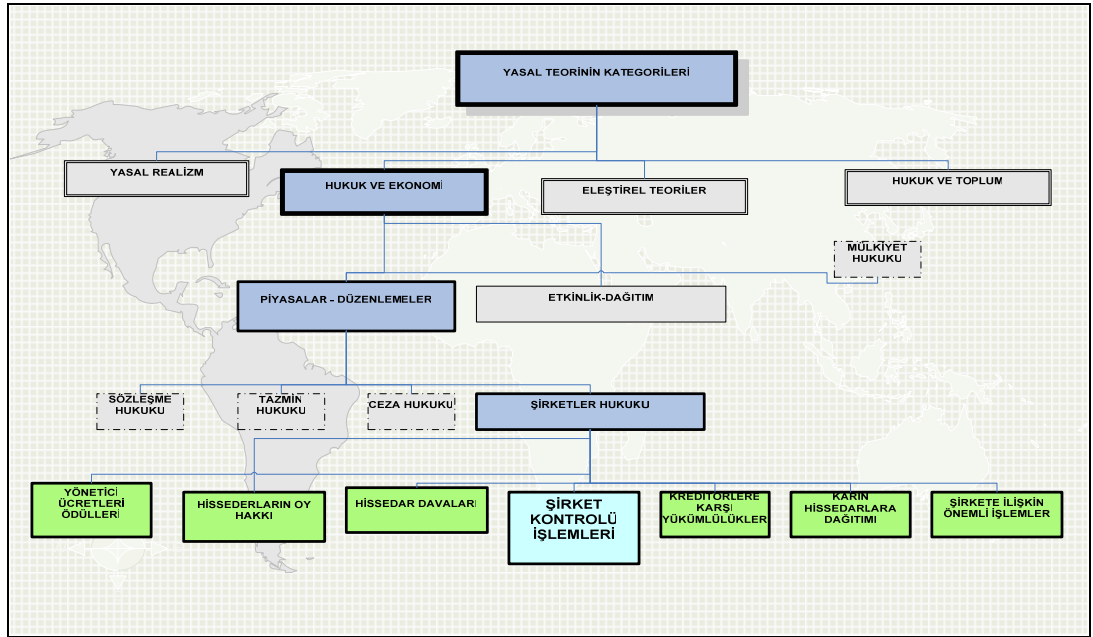
¹⁴ Beşinci bölümde açıklandığı gibi şirket yönetiminin yatırım alternatifleri arasından yapacağı seçim, şirkete giren nakit akışları ve dolayısı ile şirket değeri üzerinde çok önemli etkilere sahiptir.

¹⁵ Örneğin Almanya'da GmbH'lar ya da Fransa'da SARL gibi pek çok şirkete ilişkin yapılan düzenlemelerde, yönetim kurulunun bir üyesinin bir kişilik yönetim kurulu gibi hareket etmesine olanak tanınmıştır. Bunun temel nedeni küçük işletmelerde tüm yönetim fonksiyonunun, şirketin genel müdürü konumundaki yönetici tarafından etkili biçimde yapılabilecek olması olarak açıklanabilir.

Günümüzde şirketler ülke ekonomilerinde çok önemli bir yere sahiptir. Bu nedenle hissedarların sahip oldukları haklara ilişkin düzenlemeler özel bir öneme sahiptir. Hissedarların haklarının şirket ile hissedarlar arasında yapılacak sözleşmeler yolu ile korunması çok zor ve maliyetlidir. Şirket formu için yapılan hukuki düzenlemeler ile yatırımcıların korunması sağlanmış olur¹⁶. Diğer bir nokta ise bu hakların koruma altına alınması ile hissedarlar arasında çok şiddetli çıkar çatışmaları yaşanmasının ve bunun sonucunda ortaya çıkabilecek maliyetlerden kaçınılmış olur.

II. Şirketler Hukukunun Kapsamı ve Genel Amacı

Hukuk alanında yapılan çalışmalar çeşitli alt başlıklar altında gruplandırılabilir. Aşağıdaki şekilde de görülebileceği gibi bu çalışma en genel anlamda hukuk ve ekonomiye ilişkin bir çalışmadır. Çalışmanın konusu biraz daha daraltılarak piyasalar ve düzenlemeler başlığı altında sınıflandırılabilir. Bu başlık altında da şirketler hukukunun özel bir konusu olan şirket kontrolünün el değiştirmesi ile sonuçlanan işlemler analiz edilmeye çalışılacaktır. Hemen hemen bütün hukuk sistemlerinde yukarıda sıralanan beş temel özelliğin yer aldığı şirket yapısına ilişkin düzenlemeler vardır. Ancak, şirketler hukukuna ilişkin düzenlemeler bununla sınırlı kalmaz.



Şekil 2: Hukuk Teorisinin İçinde Şirket Kontrolünün Değişmesi Sonucunu Doğuran İşlemler

¹⁶ Bkz. Williamson, Oliver, (1984), Corporate Governance, 93 Yale Law Journal s.1197.

Şirketler hukukuna ilişkin olarak, hukuk sistemlerinde ikincil düzenlemeler diye adlandırılabilirler de vardır. Bu düzenlemeler genelde yabancı şirketler ya da devletin sahip olduğu işletmeler gibi özel tür işletmeleri ilgilendirir. Bu tür şirketler de yukarıda sayılan beş temel özelliğin hepsini taşımasalar da bazılarını bünyelerinde bulundurabilir. Çalışmada üzerinde durulacak kavramlar hukukun yapısına ve işleyişine ilişkin çıkarımlarda bulunmaya da imkân verir.

Şirketler hukukunun amacı, işletmenin yapısını tanımlayıp düzenlemek, ilgili taraflar arasındaki çıkar çatışmalarını önlemek gibi temel fonksiyonların yanında, hukukun bir alanı olarak, toplumun çıkarlarına hizmet etmektir. Daha özel olarak, şirketler hukukunun amacı, toplumun refah seviyesini şirketin ortaklarının, çalışanlarının, tedarikçilerinin refah seviyesinde bir eksiltme yapmadan yükseltmektir. Şirketler hukukunun, diğer tüm hukuk dallarında olduğu gibi, bir bütün olarak toplumun ihtiyaçlarına cevap vermek gibi bir amacı vardır. Bu genel amaca ek olarak şirketler hukukunun toplumun genel refah düzeyini arttırmak gibi bir hedefinin olduğu da ileri sürülebilir. Toplumun genel refah seviyesi ifadesinin altında, genel kabul görmüş bir tanımın bulunmadığının belirtilmesi gerekir. Toplumun toplam refah düzeyini bir sayı ile ifade edip bu sayıdaki değişimi gözlemenin basit bir yöntemi yoktur. Burada refah konusunda çalışma yapan ekonomistlerin kullandığı Kaldor-Hicks etkinlik tanımındakine benzer bir tanıma kabul etmek uygun olabilir.

Bu genel hedefin ötesinde bir ikincil amaç olarak şirketin hissedarları, çalışanları, tedarikçileri, müşterileri ve üçüncü taraflarla, toplumun diğer kesimleri ile ilişkilerin düzenlenmesi yer alabilir. Bu da ekonomistlerin toplam sosyal etkinlik arayışı olarak tanımladıkları durumdur.

Şirketler hukukuna ilişkin daha dar bir tanımın yapılmasının uygun olacağı düşünülebilir. Örneğin şirketler hukukunun temel amacının hissedarların çıkarlarına en iyi hizmet etmek olduğu ileri sürülebilir. Hatta şirketin genel amacına ilişkin bu tanım bir adım daha ileri götürülerek hissedarların finansal getirilerini maksimize etme ya da daha da basit bir ifade ile şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin

maksimize edilmesi olarak da ifade edildiği olmaktadır. Bu yaklaşım iki açıdan bir analize tabi tutulabilir.

İlk olarak, bu bakış açısı ile anlatılmak istenenin, sadece hissedarların çıkarlarının göz önünde tutulması olduğunu kabul edelim. Bu durumda hiçbir şirketler hukukunun kredi verenler ya da çalışanları üç birim kötü duruma sokacak ancak hissedarlara iki birim kazanç sağlayacak işlemlere izin vermesi beklenemez.

Diğer taraftan yukarıdaki ifadenin toplumun genel refah seviyesindeki artışın sağlanması için hissedar değeri üzerinde yoğunlaşarak elde edilmesinin en kestirme sonuç olacağı ileri sürülebilir. Kredi verenler, çalışanlar, müşteriler ancak şirketin onlar için bir değer yaratacağını düşünüyorsa şirketle iş yaparlar. Bu nedenle hissedarlar şirketin devamı açısından, yukarıda sıralanan paydaşlara şirket tarafından bir değer yaratılması konusunda hassas davranırlar¹⁷. Bu ikinci bakış açısının şirketin temel amacının hissedarların değerini maksimize etmek olduğunu ileri süren ekonomistlerce anlatılan bakış açısı olduğu düşünülmektedir.

Hissedarların sahip olduğu değeri maksimize etmenin, sosyal refahı arttırmada etkin olarak nasıl kullanılabileceği bir araştırma konusu olabilir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasının önlenmesinde ve çözümünde kullanılacak stratejiler ele alınacaktır. Bu soruya verilecek cevaba odaklanmadan önce, bu ve benzeri soruların analiz edilip olası çözümler oluşturmada kullanılacak yöntemin ortaya konulmasına çalışılacaktır.

Şirketler hukukunun geçerli olması gereken amacının sosyal refahı maksimize etmek olması, hukukun her zaman bu amaca hizmet edeceği anlamına da gelmez. Düzenleyiciler ve mahkemeler şirket yöneticileri, büyük ortaklar ya da çalışanlar söz konusu olduğunda, toplam refahı artırma konusunda zaman zaman daha az ısrarcı

¹⁷ Bir kuruluşun çeşitli nedenlerle ilişkide bulunduğu kesimler iş paydaşları (stakeholder) olarak tanımlanmaktadır. Çağdaş iş yönetimi anlayışı bir firmanın, kuruluşun uzun dönemde başarılı olabilmenin ancak ilişkide bulunduğu tüm kesimlerin menfaatlerinin korunması ve onların kuruluşa bağlı kalması ile mümkün olacağını benimsemektedir. Bir tanım ise paydaşı, işletme faaliyetleri sonucunda hakları çiğnenen veya korunan, diğer bir deyişle işletme ile ilişkilerinden yarar sağlanan veya zarar gören kişi veya grup olarak tanımlamaktadır.

olabilmektedir. Bunun da ötesinde şirketler hukuku tüm hukuk sistemlerinde yaşanan tarihi gelişim sürecinin izlerini de taşımaktadır. Bu tarihi gelişim süreci içinde, zaman zaman etkinliğe çok fazla odaklanmamış bakış açıları ve ideolojik yaklaşımlar ön plana çıkmıştır. Bu bağlamda, tüm hukuki sistemlerde şirketler hukuku değişen derecelerde bu farklı hedeflerin etkilerini taşımaktadır.

A. Şirketler Hukukuna İlişkin Olarak Kanunlar Haricinde Yapılan Diğer Düzenlemeler

Bütün önemli hukuk sistemleri şirketler hukukuna ilişkin temel düzenlemelerin yanında ikincil düzenlemeler olarak adlandırılabilen şirketler hukuku düzenlemelerine sahiptir. İkincil düzenlemeler (mevzuat) yabancı şirketler ya da devletin sahip olduğu şirketler gibi farklı türdeki şirketler için oluşturulan ayrı düzenlemeleri de içerir. Bu beş özelliğe sahip olunmasına izin verilmiş ve kısmi şirketler hukuku düzenlemelerinde ayrı olarak tanımlanmış hukuki yapılar için limitet ortaklıklar, sınırlı sorumlu şirketler ve fonlar örnek olarak verilebilir. Alman GmbH, Fransız SARL, ABD, İngiliz ve Japon kapalı şirketleri öz açısından halka açık şirketlerden farklıdırlar. Yapılan analizde bu yapıların ve rollerinin açığa kavuşturulması ve aydınlatılması, öz-asıl karakteri içermesine göre, şirket formunun genel özelliklerinin ortaya konulması açısından yardımcı olacaktır.

Bazı hukuk sistemlerinde, kanunlar ve içtihat hukuku ile oluşturulan ve temel şirket yapısından bazı farklılıklar gösteren alternatif işletme örgüt yapıları vardır. Şirketler hukukundan ayrı olarak düzenlenen bu alternatif yapılara ilişkin çeşitli hukuki düzenlemeler de bulunmaktadır. Ancak bu düzenlemeler işletme organizasyon yapılarının temel karakterleri ile ilgilenmez.

Bunlara verilebilecek en güzel örneklerden birisi Alman holding hukukuna ilişkin düzenlemelerdir. Bu gruptaki şirketler karşılıklı sahiplik ilişkileri ile birbirleri ile sıkı ilişkisi olan şirketlerdir. Bu düzenlemeler “Konzernrecht” olarak bilinir, sınırlı sorumluluk ilkesini savunur ve yönetim kurulunun inisiyatif-sağduyu kullanması üzerine çeşitli sınırlamalar getirirler. Yönetim kuruluna getirilen bu sınırlamalar ile kredi verenlerin ve azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması hedeflenir. Bağlı

ortaklıklar halka açık şirketlere ilişkin düzenlemelere tabi iken, kontrol edilen şirketin hakları bu düzenlemenin kendisi ile sınırlanır, bu düzenlemeler sözleşmelerle oluşturulan grup ilişkileri ve de facto kontrol ilişkilerini şirketler arasında düzenler. Bağlı ortaklıklar halka kapalı şirket düzenlemeleri ile düzenlenmiş olsa da, şirket gruplarının paralel hukukuna yargıç tarafından karar verilir konusunda açıkça belirlenmemiştir. Hangi şekilde olursa olsun, ancak, Alman holding hukukuna ilişkin düzenlemeler açıkça Alman şirketler hukukunun bir parçasıdır.

Benzer bir biçimde hukuksal düzenlemeler pek çok hukuk sisteminde çalışanların şirket yönetim kurulunda temsilini zorunlu kılmaktadır. Örneğin dikkat çekici biçimde Alman ya da Hollanda’da geçerli olan birlikte karar alma ilkesi, bu ilke şirketler kanunu dışında yazılmış olsa da, şirketler hukukunun önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Çünkü burada büyük şirketlerin yönetim kurullarında çalışanların katılımına ilişkin detaylı düzenlemeler yapılmıştır.

Amerikan menkul kıymetler kanunu, büyük şirketlere uygulanan, önemli bir biçimde yönetim kurulu temsilcisinin seçim prosedürünü detaylı bir biçimde tanımlamıştır. Çeşitli durumlarda payların devirlerinin nasıl yapılacağını düzenlemiştir. Ayrıca çok ayrıntılı kamuyu aydınlatma düzenlemeleri de oluşturulmuştur.

Borsa kuralları, borsada kota girmiş şirketlerin pek çok işlemini düzenlemesi nedeniyle şirketler hukukunun ayrı bir kaynağı olarak ele alınabilir. Borsalar bazen belirli durumlarda kendi başlarına düzenleme yapma yetkisine de sahip olabilirler. Örneğin İngiltere’de City Code şirket ele geçirmelerinde ve birleşmelerde borsalara bu yönde çeşitli yetkiler tanımış durumdadır¹⁸. Bu açıdan bakıldığında öz düzenleyici kurumların yaptığı düzenlemeleri bir kanun kaynağı olarak ele alabiliriz. Çünkü genelde dar anlamda kanunla doğrudan ya da dolaylı olarak

¹⁸ City Code İngiliz hukukunda zorunlu teklif kurallarına ilişkin yapılan düzenlemeleri ifade etmek için kullanılmaktadır. Esas olarak “The City Code On Takeovers and Mergers” adlı bir dizi davranış kurallarını içeren düzenlemelerdir. Bu düzenlemelerde kontrol değişikliği halinde ve hâkimiyet oranı belli bir oranın üzerine çıktığında da azınlığın, paylarının satın alınmasını hâkim gruptan talep etme hakkına ilişkin hükümler bulunmaktadır. Bkz Manavgat, Çağlar, (1997), **Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)**, s.121.

desteklenmektedirler. Amerikan borsasının öz düzenleyici otoritesi örneğinde her ikisinde de yaptırımı ve oluşumları ABD Menkul Kıymetler Kanunu (SEC Act) tarafından verilmiştir ve kanun hükmüne göre idari düzenlemeler ABD Sermaye Piyasası Kurulu (Securities Exchange Commission) tarafından yapılmaktadır.

Bu yardımcı düzenlemelere şirketler hukukunun genel yapısının bir parçası olması nedeniyle destekleyici demek belki daha doğru olabilir. Çalışma kapsamında bu hususlar da değerlendirmeye alınacaktır.

B. Şirketler Hukuku Dışındaki Düzenlemeler

Şirketleri etkileyen ancak, şirketlere ilişkin işlemleri düzenlemekten ziyade diğer nedenlerle çıkarılan kanunlardan kaynaklanan kısıtlamalar da vardır. Bu düzenlemelerin aslında şirketin temel karakteristik özellikleri ile doğrudan bir ilişkisi yoktur. Bu nedenle bu düzenlemeler çalışmada incelenen uygulamalarda şirketler hukukuna ilişkin uygulamalar açısından detaylı biçimde incelenmeyecektir. Bu düzenlemelere örnek olarak İngiltere'deki tanımı ile iflas ya da tasfiye hukuku gösterilebilir. Şirketin hukuki bir yapı olarak ortaya koyduğu en önemli özelliklerden birisi varlıkların sermaye olarak farklı çıkar grupları tarafından rehin edilebilmesidir. İflas hukuku bu bölüşümden kaynaklanan iddiaların çözümlenmesinde önemli rol oynar. İcra-iflas hukukuna ilişkin olarak tüm hukuk sistemlerinde kapsamlı düzenlemeler yapılmıştır. Yapılan bu düzenlemeler sadece anonim şirketleri değil tüm işletmeleri kapsar¹⁹.

Çalışanlarla şirket arasında ortaya çıkan problemler, şirket formuna ilişkin özel düzenlemelerin içinde ele alınmıştır. Bu düzenlemeler de burada yeri geldikçe açıklanmaya çalışılmıştır. Örneğin şirketin yönetim kurulu üyelerinin nasıl seçildiği, kompozisyonu gibi konular çalışmanın üçüncü bölümünde yer alan temel kurumsal yönetim yapısına ilişkin açıklamalar kapsamında incelenmiştir.

¹⁹ Bu geniş kapsam ve çalışmada sadece anonim şirketler üzerinde durulacak olması nedeniyle icra-iflas hukukunun pek çok kısmı bu çalışmada şirketler hukukunun bir parçası olarak ele alınmamıştır. Ancak bazı durumlarda icra-iflas hukukunun temel noktalarına da atıflarda bulunulmuştur. Örneğin, iflas-tasfiye hukukunda İngiltere'deki doktrinde yer alan emniyeti süistimal (wrongful trading) iflas hukukunun bir parçası iken uygulamada yöneticilerin şirkete ve hissedarlara karşı sorumluluğu çerçevesinde değerlendirilir.

Hemen hemen tüm hukuk sistemlerinde sınırlı sorumluluk ilkesinin sözleşme hukukundan, ceza hukukuna doğru genişlemesi, şirket yapısının temel özelliklerinden bir olarak ortaya çıkar. Bu nedenle görevden alma gibi konular inceleme çerçevesi içine dâhil edilerek bir anlamda ceza hukukuna ilişkin bazı hususlara da değinilmiş olmaktadır. Çünkü bazı durumlarda şirketler hukuku ile hukukun diğer alanları arasındaki ayırım azalmaktadır. O nedenle çalışmada zaman zaman bu konu üzerinde de durulacaktır.

III. Büyük İşletmelerde Yönetim Modeli Olarak Şirket Yapısının Yükselişi

On dokuzuncu yüzyıl sonunda büyük işletmelerin işletme modeli olarak şirket kavramı, esas unsurları ile birlikte ortaya çıkmıştır. On dokuzuncu yüzyıl sonunda tüm önemli ekonomilerde faaliyet gösteren büyük işletmeler şirket formunda organize olup faaliyet göstermekteydiler. Bu modelin temel fonksiyonları, organları farklı hukuk sistemlerinde hemen hemen birbirinin aynıdır.

Günümüzde şirketler hukuku uygulamalarında da kabul gören bu beş özelliği de kapsayan şirketler on dokuzuncu yüzyıl ortalarında görülmeye başlanmıştır. 1844'e kadar İngiltere'de devredilebilir hisse senedine sahip şirketler ortaya çıkmamıştır, sınırlı sorumluluk ilkesi de 1855'te ancak şirketin hukuksal formu içersine dâhil edilmiştir²⁰. On dokuzuncu yüzyıl başında ise tüm önemli hukuk sistemlerinde yukarıda sıralanan beş özelliği de kapsayan bir standart forma sahip hukuksal yapı düzenlenmiştir. Bu oluşum daha sonraki dönemlerde de devam etmiştir. Yani yaklaşık olarak yüz yıldır şirketler benzer yapıda faaliyet göstermektedirler. Ancak on dokuzuncu yüzyılda yaşanan çok önemli bazı sosyal ve ekonomik olaylar bu yapıda bazı küçük farklılaşmaların ortaya çıkması ile sonuçlanmıştır.

Şirketlere ilişkin yukarıda açıklanan temel özellikler hissedarların çıkarlarına çok duyarlıdır. Bu özellikler diğer paydaşların çıkarlarının ne ölçüde ve nasıl dikkate alınacağı konusunda bir açıklama yapmaz. Ayrıca bu temel özellikler farklı paydaşlara ve azınlık-çoğunluk pay sahipleri arasında ortaya çıkacak çıkar

²⁰ Bkz. Blumberg, Phillip, (1988), **The Law of Corporate Groups Substantive Law**, s.9-20.

çatışmalarının nasıl çözümleneceği konusunda da yeni açılımlar ortaya koymamıştır. Bu çözüm yolları zamanla farklı hukuksal sistemlerde ortaya çıkan mekanizmalar yardımı ile bir çözüme ulaştırılmıştır. Yirminci yüzyıl boyunca bu çıkar çatışmalarını önleme ve çözme yolunda neler yapılabileceği teorisyenler arasındaki tartışmalarda ele alınmıştır. Bu kapsamda farklı modeller geliştirilerek uygulamaya konulmuştur.

Son yıllarda, bu konularda belli başlı hukuk sistemleri içersindeki önemli aktörler; akademik çevreler, iş dünyası, hükümette görev alan karar alıcılar ve üst bürokratlar arasında genel bir görüş birliğine ulaşılmış gözükmektedir. Ulaşılan bu görüş birliğinin temel unsuru, şirketin kontrolünün şirket sahiplerinin elinde olması gerektiği olmuştur. Şirketi yönetenler şirketi ortakların çıkarları doğrultusunda yönetmekle mükelleftir. Diğer paydaşların hakları şirket yönetiminde doğrudan söz sahibi olma yöntemi ile değil de başka düzenlemeler ile güvence altına alınmalıdır. Ayrıca ulaşılan başka bir sonuç da azınlık pay sahiplerinin haklarının çoğunluk pay sahiplerinin doğurabileceği risklerden korunması olmuştur. Başka bir sonuç da halka açık şirketlerin hissedarlarının çıkarlarının en önemli göstergesinin şirkette sahip oldukları paylarının piyasa değeri olduğudur. Bu önemli özellikleri içeren model hissedar merkezli model olarak adlandırılmıştır.

Hissedar odaklı modelin, standart model olarak ortaya çıkmasının nedenleri üç gruba ayrılarak incelenebilir. Bunlar alternatif modellerin başarısızlığı, küresel ticaretin getirdiği sonuçlar, hissedarların bir grup olarak güçlerini giderek arttırmalarıdır.

IV. Hissedar Odaklı Yönetim Modeli

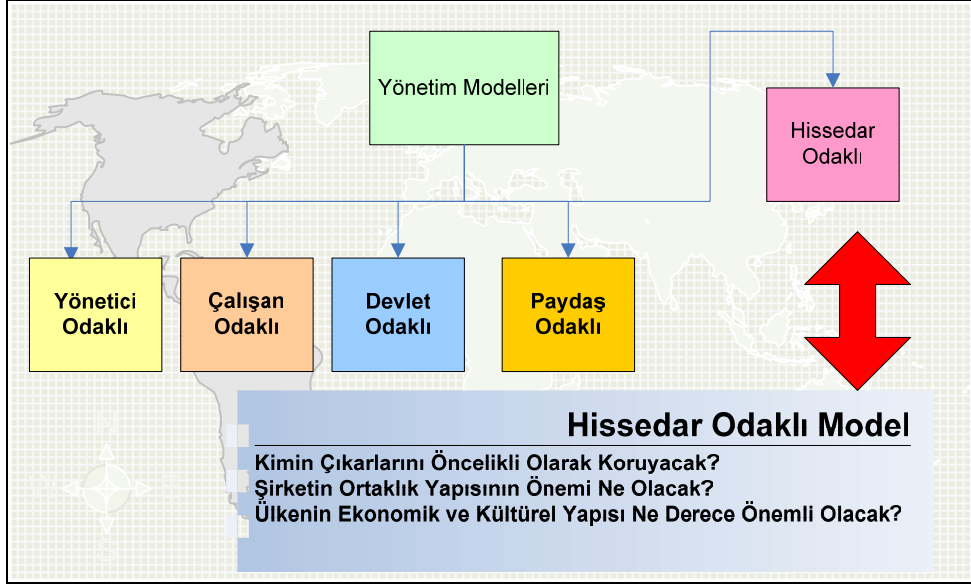
Gelişmiş ekonomilerde kurumsal yönetim, hissedar sahipliği, sermaye piyasaları ve şirket kültürüne ilişkin farklılıklar gözlenmektedir. Şirketler hukuku, bir anlamda bir birine çok benzer hale gelmiştir. Bu birbirine yaklaşmanın daha hızlı bir şekilde devam edeceği beklenmektedir. Bu yaklaşmanın temelinde ideolojik düzlemde ortaya çıkan bir fikir birliği yer almaktadır. Şirket yöneticileri esas olarak şirket ortaklarının çıkarlarını ön planda tutarak hareket etmelidir. Azınlık pay sahiplerinin çıkarlarına da en az çoğunluk pay sahiplerinin çıkarları kadar önem vermelidir. Şirketlere ilişkin diğer modellerin başarısızlığı karşısında hissedarları ön plana

çıkaran bu model genel kabul gören bir model haline gelmiştir. A.B.D.'de 1950 ve 1960'lı yıllarda görülen yönetici merkezli model, Almanya'da birlikte karar alma ilkesi ile en uç noktasına ulaşan çalışanları merkez alan model ve son zamanlara kadar Fransa ve Asya ülkelerinde baskın olan devlet merkezli modeller hissedar odaklı model karşısında güçlerini yitirmiştir²¹. Hissedar odaklı modelin baskın hale gelmesinde etkin olan bir diğer faktör de İngiliz ve Amerikan şirketlerinin küresel rekabet ortamında ortaya koydukları başarılı performanstır. Bir başka önemli faktör ise ekonomi ve finansın bir akademik disiplin olarak dünya çapında artan önemidir.

Başka bir önemli nokta da hisse sahipliğinin yani şirkete ortak olma durumunun gelişmiş ülkelerde çok yaygın oluşudur. Son olarak da hissedarların çıkarlarını aktif olarak korumada önemli başarı gösteren mekanizmaların (birlikte dava açma uygulamaları gibi), aktörlerin (uluslararası danışmanlık şirketleri, denetim firmaları, yatırımcı dernekleri, uluslararası organizasyonlar gibi) tüm hukuksal sistemlerde giderek artan bir önemde oynadıkları rol olmuştur.

Hissedar odaklı model, şirketler hukukuna ilişkin benzer düzenlemeler ve uygulamalar ile tüm hukuksal sistemlerde etkisini gittikçe arttırmaktadır. Kurumsal yapılar ve tarihi gelişme süreçleri açısından bazı farklılıklar gözlense de yaşanan gelişmeler gelecekte hemen hemen tüm hukuksal sistemlerde birbirinin neredeyse kopyası olan standart hukuki bir şirket modelinin ortaya çıkabileceğini göstermektedir. Bu gelişmeler sonucunda şirketler hukukunun etkinliği ile beraber uygulamaların etkinliğinin de artacağına ilişkin yaygın bir beklenti vardır. Bazı durumlarda hukuksal yapılar çok da verimli olmayan uygulamalar yapmakta zaman zaman birbirleri ile şaşırtıcı derecede benzerlikler taşımaktadır. Hissedarların sınırlı sorumluluğu ilkesi, hissedarların normalde kendilerinin yüklenmek durumunda kalacakları maliyetleri başka taraflara yüklemeleri sonucunu doğuracağından, verimli olmayan uygulamalarda da birbirine yaklaşma görülebilir.

²¹ Bkz. Berle Adolph A., (1959), **Power Without Property: A New Development In American Political Economy** s.107-110.



Şekil 3: Yönetim Modelleri

Son dönemlerde yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim, hissedarların önemi, sermaye piyasası ve şirket kültürleri açısından Avrupa, A.B.D ve Japon şirketleri arasındaki farklılıklar ön plana çıkmıştır²². Bu çalışmalarda ortaya konan, hukuk sistemlerinde görülen farklılıklara rağmen, kurumsal yönetimin temel düzenlemeleri yani şirketler hukukunun esaslı bir kısmı önemli ölçüde birbirine yakınlaşmıştır. Bu sürecin artan bir hızla devam etmesi beklenmektedir. Büyük işletmelerde bir yönetim modeli olarak şirket formu esas unsurları ile birlikte yaklaşık yüz yıl önce ortaya çıkmıştır. Yirminci yüzyıl başlarında, daha sonra kurumsal yönetim açısından bazı farklılaşmalar görünse de, yaşanan son gelişmeler hukuksal sistemler arasındaki yakınlaşmanın hızlanarak arttığını ortaya koymaktadır. Birbirine yakınlaşma ile sonuçlanan gelişmelere yol açan en önemli etkenler arasında, dünya ekonomisi üzerinde söz sahibi ülkelerde, iş dünyasında, hükümetlerde ve hukuki yapılarda şirketler hukuku açısından hissedar odaklı modelin baskın hale gelmesi en başta gelen sebep olarak gösterilebilir. Şirketler hukukunun esas olarak dikkate alınması gereken noktanın şirketin ortaklarının sahip olduğu değerın uzun vadede maksimize

²² Bkz. Roe, M., (1993), Some Differences in Company Structure in Germany, Japan, and The United States, 102 **Yale Law Journal** s.1927; Gilson, Ronald J., Mark J. Roe, (1993), Understanding The Japanese Keiretsu: Overlaps Between Company Governance and Industrial Organization, 102 **Yale Law Journal** s.871; Black, Bernard S., John C. Coffee, (1994), Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation, 92 **Michigan Law Review** s.1997.

edilmesi genel kabul gören bir ilke olmuştur. Bu modele rakip olacağı düşünülen modeller başarılı olamamıştır.

A. Alternatif Modellerin Başarısızlığı

Yirminci yüzyılda yapılan tartışmalarda cevap aranan sorular, şirketler hukukunun temel yapısı içerisinde hangi grup paydaşların çıkarlarının ön planda tutulması gerektiği olmuştur. Bu tartışmalarda hissedar merkezli modele ek olarak üç model daha ortaya atılmıştır. Bunlar yönetici odaklı, devlet odaklı ve çalışan odaklı modellerdir. Bazı önemli ekonomilerdeki şirketler hukuku sisteminde bu alternatif modeller esas alınarak bir yapılanmaya gidilmiş olsa da son yıllarda gözlenen değişiklikler bu modellerin etkinliklerini kaybettiklerini göstermiştir.

Son yıllarda ise paydaş odaklı model, hissedar odaklı modele bir alternatif olarak ortaya konmuştur. Paydaş modeli, diğer modellerin bir karışımı olarak ele alınabilir. Diğer üç modele ilişkin sıralanacak zayıflıklar, paydaş modeli için yapılacak değerlendirmede de geçerli olacaktır.

B. Yönetici Odaklı Model

A.B.D.'de 1930'lu yıllardan 1960'lı yıllara kadar büyük şirketlerde yöneticileri ön plana çıkaran bir yönetim anlayışının benimsendiği gözlenmiştir²³. Bu tartışmaların temelinde şirketi toplumun genel çıkarlarına en uygun olarak en iyi şekilde profesyonel yöneticilerin idare edeceği inancı olmuştur. Şirketlerin sosyal sorumluluğu alanında yapılan çalışmaların bu bakış açısının bir yansıması olarak değerlendirilmesi mümkündür²⁴. Bu bakış açısının önemli sonuçları da olmuştur. 1950'li ve 1960'lı yıllarda şirket yöneticilerin gücünü arttıran hukuksal düzenlemeler yapılmıştır. ABD Sermaye Piyasası Kurulu'nun çağrı yoluyla hisse senedi ve oy toplamaya ilişkin yaptığı düzenlemeler ile Williams Act bu düzenlemeler arasında

²³ Bkz. Galbraith, John Kenneth, (1967), **The New Industrial State**; Dodd, E Merric, (1932), For Whom Are Corporate Managers Trustees? 45 **Harvard Law Review** s.1145; Berle, Adolph A., (1931), Corporate Powers as Powers in Trust, 44 **Harvard Law Review** s.1049. Dood sosyal sorumluluk kavramını ön planda tutarken, Berle bu çalışmada hissedarların çıkarlarını ön planda tutmuştur.

²⁴ Bkz. Galbraith, John Kenneth, A.g.e; Berle Adolph A., (1959), **Power Without Property: A New Development in American Political Economy** s.107-110. Berle bu çalışmada Berle (1931)'de savunduğu fikirleri değiştirerek sosyal sorumluluk kavramına vurgu yapmıştır.

sayılabilir. Ancak 1970 ve 1980’li yıllarda farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketler yolu ile sinerji yaratma uygulamaları ve bu uygulamalara yardımcı olmak amacı ile geliştirilen organizasyon modellerinin(conglomera) başarısızlığı, yönetici merkezli modelin başarısızlığı sonucunu da doğurmuştur. Yöneticilerin çok fazla otoriteye sahip olmaları durumunda, alacakları yatırım kararlarında kendi çıkarlarını ön plana çıkarma risklerinin ne ölçüde önemli bir risk olduğu ortaya çıkmıştır.

C. Çalışan Odaklı Model

Büyük ölçekli şirketlerde ortaya çıkan önemli bir problem de bu şirketlerin çalışanları ile olan ilişkileri olmuştur. İşverenlerle işçiler arasındaki uzun vadeli ilişkileri düzenleme konusunda sözleşmeler hukukunun açılımları yetersiz kalmıştır. Ayrıca bu iki grup arasındaki bilgi asimetrisi de önemli problemlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Bu problemlerin çözüm yollarından birisi sendikalar çatısı altında işçilerle toplu sözleşmeler yapılması yöntemi olmuştur. Ancak bu yöntem, çalışanların pazarlık yaptığı şirketin organizasyon yapısının dışında kaldığından bu tezde detaylı bir şekilde incelenmemiştir. Diğer bir çözüm yolu da çalışanların temsilcileri yolu ile şirket yönetimine aktif katılımının sağlanması olmuştur. Almanya’da Weimer Cumhuriyeti’nden beri çalışanların şirket yönetimine katılımı söz konusu olsa da, İkinci Dünya Savaşı’na kadar toplu sözleşme yöntemi pek çok önemli ekonomide yukarıda belirtilen sorunun çözümünde tercih edilen temel yöntem olmuştur. İkinci Dünya Savaşı’nın ardından Avrupa’da çalışanların şirket yönetimine temsilcileri yolu ile katılması konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu örneklerin en bilineni Almanya’da uygulanan sistem olmuştur. 1951’de kömür ve çelik işletmelerinde uygulanmaya başlayan yöntem, 1952-1976 yılları arasında Almanya’daki diğer şirketlerde de uygulanmaya başlanmıştır. Almanya’da çalışanlar şirketin üst yönetim organının üyelerinin yarısını seçme ayrıcalığına kavuşmuşlardır. Almanya’da uygulanan bu yöntem çalışanların şirket yönetimine katılması konusunda uç bir örneği teşkil etse de diğer Avrupa ülkelerinde de benzer

uygulamalar görülmüş, çalışanlara şirket yönetiminde temsilci bulundurma hakları tanınmıştır²⁵.

Genellikle Avrupa’da kabul gören bu model 1970’li yılların ortasında uygulamalarda doruk noktasına ulaşmıştır. Avrupa Topluluğu’nun Şirketler Hukukuna İlişkin Beşinci Direktifinde, Alman şirketlerinde görülen ortak karar alma sisteminin tüm Avrupa’da uygulanması önerilmiştir²⁶. A.B.D.’de bile çalışanların şirket yönetimine katılmasının olumlu yönlerine ilişkin görüşler ortaya atılmıştır. Bu model daha sonra cazibesini yitirmiştir. Beşinci Direktif de uygulamaya sokulmamıştır. Çalışanların şirket yönetimine temsilcileri yolu ile katılmaları sonucunda şirketlerin karar alma süreçlerinde bazı zayıflıkların ortaya çıkması normaldir. Ortaya çıkan ek maliyetler, bu sistemden elde edilmesi umulan faydanın önüne geçmiştir. Günümüzde Almanya’da şirket yönetiminde ortak karar alma yönteminin getirdiği ek maliyetler ciddi anlamda eleştiri konusu olmaktadır. Alman ekonomisinin diğer gelişmiş ülke ekonomilerine karşı rekabet gücünü koruyamamasına neden olarak, karar alma sisteminin işleyişindeki bazı noktalara ilişkin eleştiriler yapılmaktadır²⁷.

D. Devlet Odaklı Model

İkinci Dünya Savaşından önce yavaş yavaş uygulamaları etkilemeye başlayan, hükümetlerin büyük işletmelerin kurulup yönetilmesinde etkin rol oynamasının toplumun genel refahı açısından çok iyi bir yöntem olduğuna ilişkin bakış açısı, savaşın ardından da bir süre etkinliğini devam ettirmiştir. Bu modele göre teknokratlardan oluşan hükümet, ekonomik kalkınmanın etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlayacaktır. İkinci Dünya Savaşının ardından bu model özellikle Fransa ve Japonya’da uygulanmıştır. ABD’de savunma sanayi dışındaki sektörlerde bu yaklaşım genel kabul görmemiştir²⁸.

²⁵ Bkz. Hansmann Henry, (1993), Worker Participation and Corporate Governance, 43 **University of Toronto Law Journal** s.589-606.

²⁶ Bkz. Şirketler Hukukuna İlişkin Beşinci Direktif Önerisi, 1983 O.J. (C240).

²⁷ Bkz. Hansmann, Henry, (1993), Worker Participation and Corporate Governance, 43 **University of Toronto Law Journal** s.589-606; Hansmann, H., Reinier Kraakman, (1999) The Essential Role Of Organizational Law(**Yale Law School And Harvard Law School**).

²⁸ Bkz. Shonfield Andrew, (1967), **Modern Capitalism: The Changing Balance of Public and Private Power**.

Bu modelde şirket işleyişi üzerinde etkili olacak yöntemler şirketler hukukun dışındaki düzenlemelerde yer almıştır. Hükümetlerin ellerindeki kredi kaynakları, düzenleme yapma, istisna, muafiyet tanıma yetkisi, lisans verme gücü, rekabet avantajı yaratabilme kapasitesi gibi yöntemler şirketler hukukun kapsamı dışındaki araçlardır. Bu modelde yöneticilerin devlet çıkarlarını göz önünde tutarak faaliyette bulunmalarını sağlamak amacıyla, hissedarların şirket üzerindeki etkisi oldukça azaltılmıştır. Görevlerini tam manasıyla yerine getirmeyerek usulsüz işlemler yapan yöneticiler hakkında cezai müeyyideler getirerek, aynı durumda ortakların dava açarak haklarını aramaları uygulaması geri plana itilmiştir.

Son otuz yılda yaşanan gelişmeler devlet odaklı modelin de cazibesini yitirmesi ile sonuçlanmıştır. Bunun bir nedeni olarak entelektüeller arasında, akademik çevrelerde ve politik alanda devletçiliğin cazibesini yitirmesi gösterilebilir. İngiltere’de 1970’li yıllarda yaşanan Teacherism, 1980’lerde Mitterand’ın Fransa’da ortaya koyduğu yeni açılımlar, 1990’lı yıllarda Komünizmin hemen hemen uygulandığı her yerde terk edilmesi, bu süreci tetikleyen önemli gelişmeler olmuştur. 1989’da Japon şirketlerinin, 1990’lı yıllarda da diğer Asya ekonomilerinin yaşadığı sarsıntılar bu modele olan ilginin daha da azalması ile sonuçlanmıştır.

E. Paydaşlar Odaklı Model

Kurumsal yönetim ve şirketler hukuku alanlarında yapılan çalışmalarda, hissedar merkezli modele alternatif olarak paydaşlar merkezli model ileri sürülmüştür. Bu paydaşlar içerisinde şirket çalışanları, kredi verenler, müşteriler daha genel anlamda ise çevre ve toplum yer almaktadır. Bu paydaşlar, şirketi yönetenlerin fırsatçı davranışlarından olumsuz etkilenecektir. Bu nedenle şirketi yönetenlerin sadece hissedarlara karşı sorumlu olduğu yönündeki bakış açısı doğru bir yaklaşımı yansıtmamaktadır. Şirket yöneticilerinin diğer çıkar gruplarına olan hassasiyetlerinin artırılması sağlanmalıdır. Bu yapının oluşturulması için iki çözüm yolu önerilmiştir. Birinci yöntem yediemin modeli olarak adlandırılabilir. Bu modelde yöneticilerin tam manası ile tarafsız bir koordinatör olarak hareket edeceği beklentisi vardır. Bu tarafsız yöneticinin varlığı nedeniyle, haklarını korumak için, diğer paydaşların yönetime girme gereksinmesi ortadan kalkmış olur.

Yönetim kurullarının sadece hissedarların çıkarlarına hizmet etme misyonu genişletilerek, bu paydaşların da korunması sağlanabilir. Bu şekilde yönetim kurullarına paydaşların çıkarlarını savunma görevi de verilmiş olabilir.

Yediemin modeli, ABD hukukunda düşmanca şirket ele geçirmeleri karşısında yönetim kurullarının uygulayabileceği taktiklere ilişkin olarak yapılan düzenlemelerde görülebilir²⁹. İngiltere’de yediemin modeli şirket yöneticilerinin sorumlulukları hakkında yapılan tartışmalarda sıkça ele alınan bir konudur³⁰.

İkinci grup paydaş modeli, yedieminin yerinin doğrudan paydaşların temsilcileri ile değiştirilmesini önerir. Şirketler hukukundaki bu temsilci modelinde, iki ya da daha çok paydaş grubu yönetim kuruluna temsilci atar. Bu yönetim kurulu üyeleri de paydaşların refahını maksimize etme amacıyla çalışırlar. Bu durumda, yönetim kurulu yediemin gibi hareket eder. Yönetim kurulu ya da üst yönetim organı paydaşların temsilcilerin bir koalisyonu haline gelmiş olur. Yöneticilerin hareketlerini gözlerken aynı zamanda farklı paydaş gruplarının çıkar çatışmalarının çözüm merci haline de gelmiş olur³¹.

Ne yediemin ne de temsilci paydaş modelleri şirketler açısından yeni bir açılım getirememişlerdir. Yediemin türündeki paydaş modeli, yönetici odaklı modelin yeni baştan formüle edilmesinden başka bir şey değildir. Bu nedenle de yönetici odaklı modelin taşıdığı tüm zayıflıkları bünyesinde barındırır. Belli bir grubun çıkarlarını, öncelikli olarak gözetmek gibi bir hedefi olmayan yöneticiler şirket çalışanları ve kredi verenler gibi bazı paydaşların çıkarlarını korumak açısından önemli roller oynasalar dahi, yöneticilerin karar verme süreci içinde kendi çıkarlarını ön planda tutmaları, bazı çıkar gruplarına büyük maliyetler yükleyebilir. Bunun da ötesinde, örnekler göstermiştir ki mahkemeler yediemin oluşturma, uygulama ve yöneticilerin

²⁹ Bkz. Blair Margaret M. , Lynn A. Stout, (1999), A Team Production Theory Of Corporate Law, 85 **Virginia Law. Rev.** s.247.

³⁰ Bkz. Company Law Reform Steering Group, (March 1999), **Modern Company Law For A Competitive Environment: The Strategic Framework** s.39-46

³¹ Bkz. Reinhard H. Smith, G. Spindler, (1999), Path Dependence, Corporate Governance And Complementarity: A Comment On Bebchuk and Roe, **The Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series In Finance And Accounting**, No. 27, s. 14.

daha etkin ve adil davranmalarını garanti etme konusunda da, çok da etkin değildirler.

Temsilcinin merkezi bir görev yüklendiği paydaş modelleri ile çalışan odaklı model arasında pek çok benzerlikler bulunmaktadır. Sadece eskiden çalışanları merkeze koyan model diğer paydaşları da kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Çalışan odaklı modelin zayıflıkları paydaşlar odaklı modelde de görülmektedir. Paydaşlardan bir grubun ya da birkaçının temsilcilerinin bulunacağı yönetim kurulu modeli karar alma süreci içerisinde çeşitli zafiyetler yaratabilir. Bu nedenle bu model sayesinde elde edilecek kazançlar karşısında katlanılması gereken maliyetler çok daha fazla olabilir.

V. Şirketlerin Ortaklık Yapılarının Genişlemesi ile Hissedarların Artan Önemi, Azınlık Pay Sahiplerinin Giderek Artan Güçleri ve Hissedar Odaklı Model

Yöneticilerin çalışanların ya da devletin şirket yönetiminin merkezinde yer alan rollerinin kaldırılması ya da vazgeçilmesi ile hissedarlar şirketi yönetenlerin sorumlu olacağı tek grup olarak kalmıştır.

Bir şirketin hissedarı olarak o şirketin gelirlerine ortak olmak, artık çok küçük bir azınlığa tanınan ayrıcalık olmaktan çıkmıştır. Borsaya kote olmuş şirketlerin piyasa değerinin Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla'ya oranı giderek artmaktadır³². Hisse senedi sahipliği tabanının genişlemesinde şirketlerin uyguladığı çalışanları hisse edindirme planlarının da önemli rolü olmuştur. Ayrıca son yıllarda yatırım fonu sektöründe yaşanan gelişmeler, emeklilik fonlarının artan önemi ve cazibesi de hissedar tabanının genişlemesinde etkili olmuştur³³.

Daha önce şirket yönetiminde söz sahibi olamayan azınlık pay sahiplerinin haklarını birlikte savunma yaklaşımı ve bu yaklaşım ışığında kurumsal yapılar oluşturmaları sonucunda şirket yönetimlerinde azınlık pay sahiplerinin güçleri oldukça artmıştır.

³² Son yirmi yıldır hisse senedi piyasasının kapitalizasyonunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı hemen hemen tüm önemli ekonomilerde artmaktadır. Pek çok Avrupa ülkesinde 3-4 katlık artışlar gözlenmiştir. Bkz. School Brief, (1999), Stocks in Trade, **The Economist**, November 13, s. 85-86.

³³ Bkz. Carolyn Kay Brancato et al. (Sept. 12, 1991), Institutional Investor Concentration of Economic Power and Voting Authority In U.S. Publicly Held Corporations. <http://www.corpgov.net/library/abbooks.html>

Ayrıca emeklilik fonları ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar da gittikçe büyümekte ve şirket yönetiminde söz sahibi olmaktadır. Avrupa’da gittikçe daha sık görülmeye başlayan yatırımcı derneklerinin faaliyetleri bir başka önemli noktadır. Bu kurumlar küçük yatırımcıların haklarını son derece aktif bir biçimde savunmaktadır. Bu derneklerin faaliyetleri gittikçe artan bir hızla uluslararası boyuta da taşınmaktadır³⁴.

Hissedar odaklı model merkezinde ortaya çıkan yakınlaşma, gelişmiş ülkelerdeki çıkar gruplarında gözlenen değişime bakarak da yorumlanabilir. Bu değişimin önemli bir özelliği, hissedarların etkili bir baskı grubu olarak ekonomik ve politik alanda etkilerini gittikçe daha çok arttırmalarıdır.

Bu artışın iki önemli sonucundan bahsedilebilir. Şirketin hissedarı olarak ekonomik büyümeden pay alma yaklaşımı, toplumun geniş bir kesiminde giderek yaygınlaşmaktadır. Hissedarların çıkarları, yöneticilerin, çalışanların ve devletin çıkarlarının bir anlamda önüne geçmektedir. Bir diğer önemli sonuç ise şirket yönetimindeki güç dengesinde yaşanan değişimdir. Hissedarlar arasında, bir grup olarak, azınlık pay sahiplerinin haklarına da saygı duyulup ön planda tutulması yaklaşımı giderek ön plana çıkmaktadır.

A. Korunan Çıkarlar

Şirketlerin sadece hissedarların çıkarları dikkate alınarak yönetilmesi gerektiği konusunda bir zorunluluk bulunmamaktadır. En azından yapılmış olan hukuki düzenlemeler bu tür yaklaşımları yasaklar ya da en azından bir set çeker. Akademisyenlerin önemli bir kısmı ve konu ile ilgili taraflar şirketlerin toplumun çıkarlarına bir bütün olarak hizmet etme gayesi ile yönetilmesi gerektiği konusunda fikir birliğine sahiptir. Bu bakış açısına göre şirket hissedarlarının çıkarları toplumu oluşturan diğer grupların çıkarlarından üstün değildir.

Uygulamalar sonucu elde edilen tecrübeler ve mantıksal çıkarımlar, toplum çıkarlarına hizmet etmenin en iyi yolunun, şirket yöneticilerinin sorumluluk

³⁴ Bkz. Steinmetz, G. and M. R. Sesit, (1999), Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World, **Wall Street Journal**, Aug. 4, s.A1 & A8.

sınırlarını hissedarların çıkarlarına en iyi şekilde düzenlemek olduğunu ortaya koymuştur³⁵.

Hissedarların öncelikli konumunu temel alan yaklaşım ile şirketlerin diğer paydaşlarının çıkarlarını korumaya bir gerek olmadığı gibi bir iddiada bulunulmamaktadır. Bu yaklaşım ile hissedarlar dışındaki- kredi verenler hariç- diğer paydaşların çıkarlarının korunması konusunda şirketler hukuku dışında kalan düzenlemelerin kullanılabileceği ileri sürülmektedir. Çalışanlar için iş, emeklilik, sağlık ve sosyal güvenlik ve ayrımcılığın önlenmesine ilişkin düzenlemeler; müşteriler için ürün güvenliğine, tazminat alma haklarına, ürün garantilerine ilişkin düzenlemeler; toplumun daha geniş kesimleri için ise çevrenin korunmasına ilişkin kanunlar gibi düzenlemeler bunlara örnek olarak gösterilebilir.

Kredi verenler diğer gruplara göre bir anlamda ayrıcalıklı bir konuma sahiptir. Şirketler hukukunun işletmeler ile kredi verenlerin ilişkilerini düzenlemesi gerektiği konusunda ortak bir görüş vardır. Kreditörleri koruyan, onların bu özel durumlarını ortaya koyan düzenlemelere örnek olarak şirket zırhının delinmesi (veil piercing) ve sermayenin borç geri ödemeleri için yeterli olmadığı durumlarda kar dağıtılmasına sınırlamalar getiren düzenlemeler örnek verilebilir³⁶. Bu düzenlemelerin temel nedeni, şirket formunda, kredi verenlerle ilgili temel bazı problemlerin olmasıdır. Diğer taraftan sınırlı sorumluluk ilkesinin varlığı da bir ikilem yaratmaktadır.

B. Korunan Hissedar Grubu

Hissedar odaklı model, tüm hissedarların çıkarlarını öncelikli olarak korumayı hedefler. Bu anlamda şirket kontrolünü elinde tutan çoğunluk pay sahipleri kadar

³⁵ Ayrıcalık taviz teorisi(concession theory)'ni destekleyenlerin hissedarların çıkarlarını ön planda tutması önemlidir. Yani hissedarların çıkarlarının öncelikli olarak dikkate alınması konusunda genel bir fikir birliği vardır. Bu konuda Bkz. Mahoney Paul G., (1999), Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations, Working Paper, **University of Virginia School of Law**.

³⁶ Finansal kuruluşlar anonim ortaklığa kredi vermek için, ortaklığın kaynaklarını yeterli görmeyip, pay sahiplerinden bir ya da birkaçında kişisel teminat isteyebilirler. Bu ve benzer bazı hususlarda mahkemeler, anonim ortaklığın kişiliğini bir tarafa bırakarak, pay sahiplerinin sorumluluğu yoluna gidebilirler. Bu durum "piercing the corporate veil" olarak ifade edilmektedir. Bu konuda bakınız, Brayn, (1999), A.G. **Black's Law Dictionary**, St. Paul, Minn., , s.1168 ve Anderson, R.A.,Fox, I.Twomey, D.P.Jennings, M.M.Smith, P.S, (1999), **Business Law and The Legal Environment**, s. 879.

azınlık pay sahipleri de önemlidir. Bunun pratik bir sonucu halka açık şirketlerde tüm hissedarların şirket kazançları ve varlıkları üzerinde eşit biçimde iddiada bulunabilme haklarının varlığıdır.

Bu konuya ilişkin olarak, etkinlik kavramı kullanılarak iki temel açıklama getirilebilir. Birincisi küçük pay sahipleri için bir kontrol mekanizması oluşturulamaz ise şirket sermaye piyasalarından kaynak toplama da büyük zorluklarla karşılaşır. İkinci olarak ise sadece şirket kontrolünü elinde tutan hissedarların istekleri doğrultusunda şirket politikaları şekillendirilecek olursa, kontrole sahip hissedarların şirket kaynaklarından orantısız biçimde faydalanmaları ve verimsiz yatırım kararları almaları sonuçları ortaya çıkabilir.

C. Ortaklık Yapısının Önemi

Hissedar odaklı modelin, şirketin çok sayıda hissedarının bulunduğu ve bu hissedarların bireysel olarak ellerinde tuttıkları hisse senetlerinin sermayeye oranın çok küçük kaldığı ABD ve İngiltere gibi ülkelerde uygulanan şirketler hukuku sistemlerinde iyi sonuçlar verdiği; şirketin az sayıda hissedarı bulunduğu ve bu yatırımcıların ellerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin şirket sermayesine oranının yüksek olduğu kıta Avrupa'sı ülkeleri gibi yerlerde ise başka bir modelin daha iyi sonuçlar verebileceği üzerinde durulmuştur³⁷.

Hissedar odaklı model hiçbir ortaklık yapısına öncelik tanımaz. Yoğunlaşmış ve dağınık ortaklık yapılarına sahip şirketlerde, temsil problemleri ile ilgili olarak hissedar odaklı modelin eşit derecede iyi sonuçlar doğurduğuna ilişkin çalışmalar yapılmıştır. Farklı ülkelerde, farklı bilim adamları her iki ortaklık yapısının da hissedar odaklı model açısından uygun olduğunu ortaya koymuştur. Hemen her hukuk sisteminde birden çok şirket sahipliği modeli bulunmaktadır. ABD ve İngiltere'de çok ortaklı büyük şirketler olduğu gibi halka kapalı pek çok şirket de bulunmaktadır. Benzer biçimde kıta Avrupa'sında da halka kapalı şirketlerin yanı sıra, çok ortaklı pek çok şirket de vardır ve bu şirketlerin sayısı hızla artmaktadır.

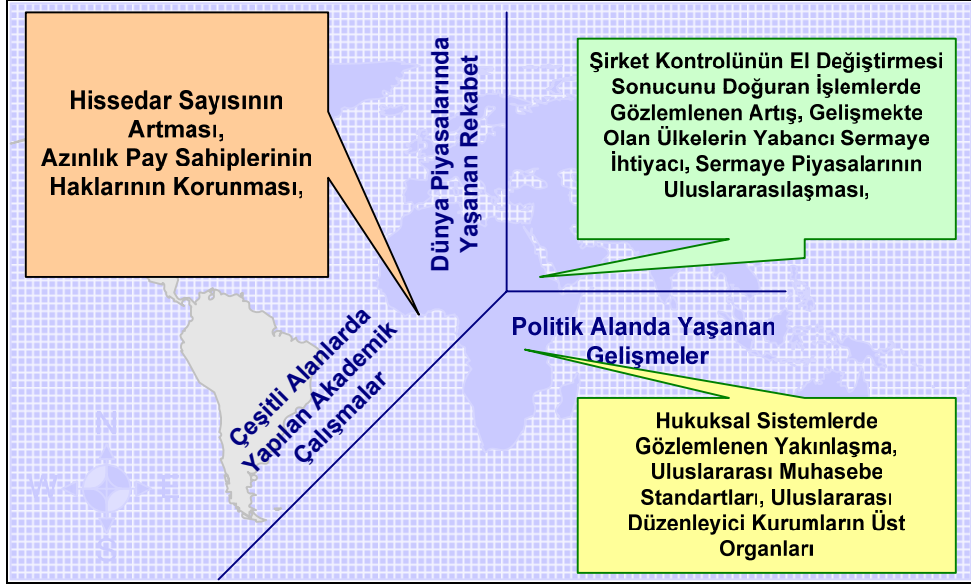
³⁷ Bkz. Hansmann H., and R. Kraakman, (2001), "The End Of History For Corporate Law", **Yale Law School Working Paper** No. 235, www.ssrn.com.

Buradan her hukuk sisteminde, şirketlerin işleyiş esaslarını belirleyen şirketler hukukun farklı türdeki sahiplik yapılarını kapsayacak şekilde tasarlanmış olduğu sonucu çıkarılabilir. Örneğin artık şirketlerin sahipleri arasında, büyük ortaklar ve küçük ortakların yanı sıra, yatırım fonları, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılarda önemli paya sahiptir.

VI. Hukuksal Sistemleri Temel İlkeler Ekseninde Birbirleri İle Yakınlaşmaya İten Nedenler

Hissedar odaklı modelin ortaya çıkışında kanun koyucunun bu yönde irade ortaya koyması, diğer modellerin başarısız olmasından daha etkili olmuştur. Ekonomik gelişmeler hissedar odaklı modele olan ilgiyi çok arttırmıştır. Hissedar odaklı modelin hemen hemen herkesin üzerinde fikir birliği yaptığı bir model olarak ortaya çıkmasını üç şekilde açıklanabilir. Öncelikli olarak mantıksal deliller kullanılarak bir açıklama yapılabilir. İkinci olarak yaşanan gelişmelere bakarak bir çıkarımda bulunulabilir. Üçüncü olarak ise içinde bulunulan rekabet ortamında hangi modelin ayakta kaldığına bakılarak bir yorum yapılabilir. Bu üç açıklama da hissedar odaklı modelin neden tek model olarak ortaya çıktığını ve farklı hukuksal sistemlerde görülen farklılaşmanın bu model çerçevesinde nasıl bir yakınlaşma süreci geçireceğini izah etmekte kullanılabilir.

Takip eden şekilde özetlenmeye çalışıldığı gibi bu üç önemli faktör sonucu hissedar sayısında gözlenen artış neticesinde hissedarların haklarının korunmasına daha fazla önem verilmeye bu yönde düzenlemeler yapılmaya başlamıştır. Ayrıca gelişmekte olan piyasaların daha fazla yabancı sermaye çekmek amacı ile hukuk sistemlerinde çeşitli değişiklikler yapmaları, muhasebe uygulamalarını uluslararası standartlar ile uyumlu hale getirmeleri şirket kontrolünün değişmesi sonucunu doğuran işlemlerde bir artış gözlenmesi ile sonuçlanmıştır.



Şekil 4 : Hukuksal Sistemleri Yakınlaşmaya İten Nedenlerin Üç Temel Boyutu

A. Mantıksal Çıkarımlar Sonucu Ulaşılan Sonuç

Hissedar odaklı model, son yıllarda hukuk, ekonomi ve işletme alanında çalışan akademisyenlerce ortaya konulan yorumlar neticesinde genel kabul gören bir model olarak ortaya çıkmıştır. Bu modelin popülerliğinin kaynağı şirketin verimli işleyişi üzerindeki etkisi ile açıklanabilir.

Hissedarların çıkarları sadece sözleşmeler yolu ile koruma altına alınamaz. Hissedarların haklarının korunması açısından, ortakların şirketlerin önemli kararlarında söz sahibi olmasının yanı sıra alınan kararların ne ölçüde uygulamaya konulduğunun da denetlemesi gerekmektedir. Ayrıca ortaklar şirket yönetiminde önemli bir etkiye sahip olursa, şirketin değerini maksimize etmeye çalışırlar. Hissedarların şirket değerini maksimize etme yönündeki çabaları diğer paydaşlar açısından da önemli sonuçlar doğurur. Hissedarlar dışında kalan diğer paydaşların çıkarları da yapılan sözleşmeler ve düzenlemeler yolu ile koruma altına alınabilir.

Yapılan açıklamalar, günümüzde şirket finansmanı ve şirketler ekonomisi konularında yapılan çalışmalara da yansımıştır. Konu hakkında yapılan çalışmalar gittikçe daha uluslararası bir hal almaktadır. Kurumsal yönetim açısından hissedar odaklı model şirketlerin ekonomik boyutunu öne çıkarmaktadır. Buna ek olarak, hissedar odaklı modele uluslararası hukuk firmaları, bağımsız denetim firmaları,

büyük yatırım bankaları ve danışmanlık şirketleri tarafından gösterilen ilgi de hissedar odaklı modelin kurumsal yönetim anlayışının merkezine yerleşmesini sağlamıştır.

B. Yaşanan Gelişmeler Sonucu Ulaşılan Sonuç

Hissedar odaklı modelin neden kurumsal yönetim anlayışının merkezine yerleştiğinin bir başka açıklaması, bu model etrafında oluşturulan kurumsal yönetim kültürüne sahip ülkelerin ekonomik alanda yaşadıkları başarıdır. Farklı modelleri uygulayan ülkelerin ekonomilerinin performansları arasında bir karşılaştırma yapmak bile, hissedar odaklı modelin ne kadar başarılı olduğunu göstermede yeterli olacaktır³⁸. Örneğin ABD ekonomisinin yakın geçmişte gösterdiği başarılı performans Almanya, Japonya ve Fransa'nın gösterdiği zayıf performans ile karşılaştırıldığında bu durum açıkça görülebilir³⁹.

Bu açıklamaya, hissedar odaklı modelin çok yeni bir model olduğu, başarısının geçici olabileceği, bunun sonucunda da hissedar odaklı modelin hukuk sistemlerindeki yaygınlığının de kalmayacağı şeklinde bir eleştiri getirilebilir. Hissedar odaklı model dışındaki bir model çerçevesinde faaliyetlerine devam eden Alman ve Japon firmalarının bundan on beş yıl önce alternatif modeller içerisinde en başarılı model olduğu düşünülürken, bu kanı zaman içinde değişmiştir. Günümüzde hissedar odaklı model hakkında yaygın olan görüşlerde zaman içinde değişebilir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta, on beş yıl önceki yarışın başka bir yarış olduğudur. O dönemde yarış çalışan odaklı model, devlet odaklı model ve yönetici odaklı model arasında yapılmakta idi. 1980'li yılların sonuna kadar bu yarış içerisinde hissedar odaklı model yer almamıştır.

C. Yaşanan Rekabet Sonucu Ortaya Çıkan Sonuç

Ürün piyasalarının ve finansal piyasaların gittikçe artan bir hızla küreselleşmesi, şirketleri farklı finansman modelleri uygulamaya zorlamıştır. Aslında farklı ülkelerde

³⁸ Dünya ekonomisinde önemli şirketlerin dağılımı konu hakkında fikir verebilir. Bkz. World's Most Respected Companies 2005, **Financial Times**, <http://news.ft.com/reports/wmrc2005>.

³⁹ Bkz. Jacobs M. T., (1991), **Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia**.

halka arz yaparak, değişik ülke borsalarında işlem görme şeklinde tanımlanabilecek birden çok ülkede kayda girme faaliyetleri de bu kapsamda değerlendirilebilir.

Hissedar odaklı model çerçevesinde organize olup faaliyet gösteren şirketler, diğer modeller temelinde faaliyetlerini sürdüren şirketlerden daha başarılı olmuştur. Bunun nedenleri arasında daha düşük maliyetle sermaye elde edebilme, yeni ürün geliştirme konusunda daha hızlı davranma, verimsiz yatırımlardan daha çabuk vazgeçebilme gibi faktörler sıralanmıřtır⁴⁰.

Hissedar odaklı modelin sağlayacağı avantajlar sayesinde bu model temelinde hareket eden şirketlerin, diğer model çerçevesinde faaliyetlerini sürdüren şirketleri doğrudan rekabette saf dışı bırakacakları gibi bir sonuç çıkarılmamalıdır. Çünkü hissedar odaklı modelde faaliyetlerini şekillendiren şirketler diğer şirketlerden daha verimli çalışırlar gibi bir genel yargıya varılmamalıdır. Örneğin devlet odaklı model de faaliyetlerini sürdüren Japon ve Kore şirketleri yönetim ve standart üretim faaliyetlerinde daha yüksek verim ile çalışmaktadır. Alman ve Hollanda şirketleri de teknik-mühendislik alanında diğer şirketlere göre daha üstün bir konuma ulaşmıştır. Bir başka önemli nokta da şu şekilde özetlenebilir. Hissedar odaklı modelde şirketler diğer modellerde olduğundan daha verimli çalışsalar bile maliyete büyük önem veren ve hissedar odaklı model felsefesi çerçevesinde faaliyette bulunan kar odaklı şirketler belli piyasalarda faaliyetlerine son verme eğilimindedir.

Diğer modelleri temel alan ülkelerde faaliyet gösteren şirketler, daha düşük verimle çalışsalar bile kapasite artırımını için yatırım yaparak ya da çok düşük kar marjı ile çalışarak faaliyetlerini sürdürebilir. Diğer modellerde çalışanların ya da devletin çıkarları ön planda gözetiliyor olabileceğinden verimlilik konusu ikinci derece öneme sahip bir konu olmaktadır. Global anlamda hissedar odaklı modeli kullanan ülkelerin şirketleri kar odaklı olmaları nedeniyle, diğer modeli kullanan şirketlere küresel ürün piyasasının bir kısmını diğer modelleri temel alan ülkelerin şirketlerine bıraksalar bile, hissedar odaklı modeli kullanan şirketler yeni kurulan piyasalarda,

⁴⁰ Bkz. Frydman R., M. Hessel, and A. Rapaczynski, (Working Paper, April 1988), Why Ownership Matters? Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe, **New York University Working Paper**. <http://siteresources.worldbank.org/>

yeni ürün pazarlarında ve hızlı büyük değişikliklerin yaşandığı piyasalarda büyük kazançlar elde edebilir.

Gelişmekte olan piyasalarda hissedar odaklı modeli esas alan şirketler çok hızlı bir şekilde büyüyebilir. Çünkü bu şirketlerin uluslararası piyasalardan fon bulması, başka ülkelerde hisse senetlerini halka arz etmesi ve o ülke borsalarında işlem görmeye başlaması, kurumsal yatırımcılardan kaynak sağlaması daha kolaydır. Bu noktalar dikkate alındığında zaman içinde hissedar odaklı modelin, farklı modeller arasındaki yarışı kazanacağı ileri sürülebilir. Teknolojik değişimin hızının arttığı çağımızda hissedar odaklı model de başarısını arttıracaktır.

VII. Farklı Hukuk Sistemlerindeki Kurumsal Yönetim İlkelerinin Birbirine Yakınlaşması

Bu noktaya kadar yapılan açıklamaların ardında yatan temel fikir, hissedar odaklı modele alternatif olan modellerin geçerliliğini kaybettiğidir. İlk olarak ideolojik anlamda yaşanan gelişmelerin sonucunda farklı hukuk sistemleri şirketler hukuku alanında birbirine yakınlaşmaya başlamıştır. Bu yakınlaşmanın sonuçlarının uygulama alanına hemen yansıtacağını beklemek doğru olmaz. Kurumsal anlamda yakınlaşmanın yaşanabilmesinin önünde çeşitli engeller bulunmaktadır. Hissedar odaklı modelin tüm modeller içersinde en iyi model olduğuna yönelik görüşlere rağmen değişim zaman almaktadır. İdeolojik anlamda gözlenen bu yakınlaşmanın hukuki düzenlemelerle birlikte uygulamalarda da zaman içinde kendini göstereceği beklenmektedir.

Kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişmeleri, hukuksal alanda yapılacak düzenlemeler takip eder. Çünkü kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler yaparak uyumlaştırma sağlamak ve bunları uygulamaya aktarmak için yasama organından yeni yasalar geçirmek zorunlu değildir. Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişmeler buna güzel bir örnek oluşturmaktadır⁴¹.

⁴¹ SPK, Temmuz 2003’te “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi çerçevesinde kendi Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır. SPK, bu ilkelere uymaları konusunda hisse senetleri Borsada işlem görmeyen şirketlere sadece tavsiyelerde bulunmaktadır.

Hissedar sayısındaki artış ve azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması konusunda gittikçe belirginleşen hassasiyet, kurumsal yönetim konusunu Kuzey Amerika’da, Avrupa’da ve Japonya’da popüler hale getirmiştir. Pek çok şirket kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelere uyum konusunda gönüllü davranmaktadır. Buna örnek olarak ABD’de yönetim kurullarına çok sayıda bağımsız üyenin atanması, yönetim kurulu üye sayısının azaltılması, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan komitelerin şirket işleyişindeki fonksiyonlarının artırılması, şirket hisse senetlerinin fiyat performansı ile yöneticilerin maaş ve diğer hakları arasında güçlü ve paralel ilişkilerin kurulması ve yönetim kurulu üyeleri ile kurumsal yatırımcılar arasındaki iletişimin artırılması sayılabilir. Bu gelişmeler hemen her ülkede gözlenmektedir. OECD’nin yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri, Japon şirketlerinin yönetim kurullarındaki üye sayısının azaltılması ve şirket dışından insanları da yönetim kurulu üyesi yapması ve İngiltere’de hisse senedi opsiyonlarının yönetici ücretlerini hesaplamada kullanılan temel unsurlardan biri olması gözlenen bu değişimler arasında sayılabilir⁴².

VIII. Hukuksal Düzenlemelerin Birbirine Yakınlaşması

Kurumsal yönetim uygulamalarında görülen yakınlaşma, şirketler hukukunda görülen yakınlaşmadan çok daha hızlı olmuştur. Şirketler hukukunda değişiklik yapma yetkisi yasama organının tasarrufu altındadır. Bu yetkinin nasıl kullanılacağı anayasalarda düzenlenmiştir. Ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte yasama süreci genelde uzun bir süreçtir. Ancak hissedarların gerek politik gerekse ekonomik alanda artan gücünün, yasama süreci üzerinde çabuklaştırıcı bir etkisi olacağı düşünülmektedir. Pek çok baskı grubu, yasama organı üzerinde çeşitli lobi faaliyetlerinde bulunarak kendi çıkarları için uygun yasaların bir an önce kabul edilmesi yönünde çaba gösterecektir. Yönetim kurulu yapısı, sermaye piyasasına

⁴² Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından hazırlanan ve “Millstein Raporu” olarak da bilinen Rapor (Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets) ve bunu takiben 1999 yılında yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, bu alanda önemli bir kilometre taşı olmuştur. Bu ilkelerin hazırlanmasının ve hemen akabinde yayınlanmasının, Asya krizinin tüm şiddeti ile yaşandığı 1997-1998 dönemine denk gelmesinin bir rastlantı olmadığı iddia edilebilir.

ilişkin düzenlemeler, muhasebe sistemleri ve hatta şirket ele geçirme uygulamalarında farklı hukuk sistemleri arasında bir yakınlaşma görülmektedir⁴³.

A. Yönetim Kurullarının Genel Yapısında Gözlenen Yakınlaşma

Yönetim kurullarının yapısında, tek organlı yönetim yapısını destekleyen, göreceli olarak az sayıda üyesi olan, şirket dışından üyelerin de bulunduğu bir yönetim kurulu yapısına doğru bir değişim gözlenmektedir. Bazı kıta Avrupası ülkelerinde, özellikle Almanya’da görülen iki organlı yönetim yapısı küresel ekonomik sistemde görülen hızlı değişimlere cevap vermekte zayıf kaldığından, artık fazla kabul görmemektedir. İki organlı yönetim yapısına olan ilginin nasıl bir değişim süreci izlediği AB içersindeki gelişmelere bakılarak anlaşılabilir. 1970’lerde önerilen ilk taslakta AB’de şirketler için iki organlı yönetim yapısının zorunlu model olarak yer aldığı görülmektedir⁴⁴. 1991 yılında yapılan değişiklikle üye ülkelerin iki organlı ya da tek organlı yönetim yapısından birisini seçmeleri mümkün olmuştur.

Diğer taraftan, geleneksel olarak şirket içinden seçilen yöneticilerin ağırlıkta olduğu, tek organlı yönetim sistemini uygulayan hukuk sistemlerinde yönetim kurullarındaki şirket dışından gelen üye sayıları artmıştır. NYSE uyguladığı kotasyon şartları içerisine şirket dışından gelen yönetim kurulu üyeleri de koyduğu gibi, denetim komitesini oluşturan yönetim kurulu üyelerinin bu bağımsız üyelerden seçilmesini de zorunlu tutmuştur. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin taraf olduğu çıkar çatışmalarında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin onayını zorunlu tutmuştur. Japon şirketleri açısından da benzer gelişmeler gözlenmektedir. Japonyada yönetim kurullarının üye sayısı azaltılmakta, şirket dışından gelen yönetim kurulu üyelerine de rastlanmaktadır. Sonuçta iki uç noktadan merkeze doğru bir yaklaşım görülmektedir. Bir taraftan iki organlı yönetim yapısından tek organlı yönetim yapısına geçilmekte, diğer taraftan şirket dışından gelen yönetim kurulu üyelerinin sayısı artmaktadır.

⁴³ Çalışmanın üçüncü bölümünde genel kurumsal yönetim yapısı içerisinde gözlenen yakınlaşma eğilimi, dördüncü bölümde ise şirket kontrolünün değişmesi sonucunu doğuran işlemler kapsamında düzenlemelerde gözlenen yakınlaşma ele alınmıştır.

⁴⁴ Bkz. Proposed Regulation on the Statute for a European Company,
<http://www.uia.org/legal/app53.php>

B. Kamuyu Aydınlatma ve Sermaye Piyasası Düzenlemelerinde Gözlenen Yakınlaşma

Kamuyu aydınlatma düzenlemeleri açısından da bir yakınlaşma gözlenmektedir. Ancak bu alanda yaşanan gelişmeler basit bir şekilde analiz yapmaya imkân vermeyecek ölçüde karmaşıktır. ABD dışındaki hukuk sistemlerinde de kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler sürekli bir biçimde ihtiyaçlara cevap verecek ve finansal piyasalardaki değişimi takip etmeyi sağlayacak şekilde değiştirilip geliştirilmektedir. Önemli hukuk sistemlerindeki kamuyu aydınlatma ilkelerine baktığımızda, bu ülkelerdeki uygulamaların birbirine çok yakınlaştığı görülmektedir. Örneğin AB'nin kayda girmeye ilişkin düzenlemeleri ile ABD Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri birbirine çok benzerdir⁴⁵. Bunun sonucunda piyasalar arasındaki bilgi akışı, fiyatlara daha etkin biçimde yansımaktadır.

Uluslararası muhasebe uygulamaları, ulusal muhasebe uygulamalarını kendisine uydurmaya başlamıştır. Uluslararası muhasebe düzenlemeleri konusunda iki temel standart seti vardır. ABD'de temel muhasebe sistemi olan Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri(GAAP) ile Avrupa başta olmak üzere dünyanın değişik ülkelerinde genel kabul gören Uluslararası Muhasebe Standartları(IAS). Bu iki sistem dünyadaki tek muhasebe sistemi olma yolunda bir anlamda birbirleri ile rekabet içerisindeyler. Bu iki sistem arasında önemli farklılıklar bulunsa da, ulusal sistemlerin diğer ulusal sistemler ile aralarındaki farklılıklara bakıldığında, IAS ile GAAP arasındaki farklılıklar nispeten küçük kalmaktadır. IAS ve GAAP'ın gelecekte birbirlerine daha da yakınlaşmaları beklenmektedir. Çünkü küreselleşmenin etkisini her geçen gün daha fazla hissettirdiği sermaye piyasalarında, birden çok ülkede faaliyette bulunan şirketler açısından genel geçerliliği olan bir tek finansal raporlama yapabilmek, maliyetler göz önüne alındığında, çok önemli bir hale gelmektedir. Rekabet ortamının gittikçe yoğunlaştığı, kurumsal yatırımcıların önemi ile birlikte sermayenin küreselleşmesinin de arttığı günümüzde gelecekte tek bir temel muhasebe sisteminin olacağı tahmininde bulunulabilir.

⁴⁵ AB düzenlemelerine ilişkin olarak Listing Particulars Directive'e (<http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/4968.pdf>) , SEC düzenlemelerine ilişkin olarak ise Form S-1'e (<http://www.sec.gov/about/forms/forms-1.pdf>) bakılabilir.

C. Hissedarlarca Açılan Davalara İlişkin Düzenlemelerde Gözlenen Yakınlaşma

Şirketlerin yönetim kurulları ve yöneticileri aleyhine hissedarlarca açılan davaların sayısı, eskiden bu tür davalara hiç rastlanmayan hukuk sistemlerinde bile, gittikçe artmaktadır⁴⁶. Bunun bir nedeni hissedarların, şirket yöneticilerinin kötü niyetle ya da yasal olmayan işlemler yaparak haklarına zarar verdikleri şeklinde iddialar ile şirket yöneticileri hakkında yasal soruşturma yapılmasını istemelerinin kolaylaştırılmış olmasıdır⁴⁷. Benzer biçimde Japonya’da avukatlık ücretlerinde yapılan düzenlemeler ile yatırımcıların şirket aleyhine dava açabilmesini kolaylaştırıcı bir sistem oluşturulmuştur. ABD ise bu konuda diğer uç noktada yer almaktadır. Şirket aleyhine açılan dava sayısı çok fazladır. Hissedarların birlikte şirket aleyhine açacakları davalara ilişkin yeni düzenlemeler yapılmıştır. Şirketler kamuyu aydınlatmak için yapacakları tüm açıklamalarda ortaya çıkan riski hafifletmek için her türlü dikkati göstermektedir. Şirketlere yardımcı olmak amacıyla, hissedarlar tarafından şirket aleyhine açılan davaların çok hızlı bir şekilde karara bağlanmasına imkân tanıyan düzenlemeler yapılmıştır. Bunun temelinde ise bu tür davalar neticesinde zaman zaman şirketlerin çok yüksek yasal danışmanlık ücretleri ödemesi ve şirket işleyişinde, karar alma mekanizmalarında zafiyetler ortaya çıkması gösterilmektedir.

D. Şirket Ele Geçirmelerine İlişkin Düzenlemelerde Gözlenen Yakınlaşma

Farklı ülkelerde şirket ele geçirmelerine ilişkin yapılan düzenlemelerde de bir yakınlaşma gözlenmektedir. Anglo-Amerikan hukuk sistemi dışında, düşmanca şirket ele geçirmeleri çok sık görülmemektedir. Çünkü İngiltere ve ABD dışındaki ülkelerde şirketlerin hisse senetleri çok sayıda yatırımcının elinde değildir. Düşmanca şirket ele geçirmeleri az sayıda yatırımcının şirket hisse senetlerinin büyük bir kısmını elinde tuttuğu ülkelerde fazla rastlanılan bir durum değildir. Hissedar tabanı genişleyip, halka açıklık oranı da arttıkça şirket ele geçirmelerine

⁴⁶ Örneğin Almanya’da hissedarlar yöneticiler aleyhine doğrudan mahkemelere gidip dava açamaz. Ancak üst yönetim organına ya da özel şirket temsilcisine dava açma konusunda taleplerini iletebilirler. Ancak bu talep iletme hakkını kullanabilmek için belli miktarda hisse sahipliği şartı konulmuştur. Eskiden bu yönde bir talepte bulunabilmek için aranan hisse senetlerinin % 10’una sahip olma şartı, yapılan yeni düzenlemelerle % 5’e indirilmiştir.

⁴⁷ Bkz. Baums, Theodor, (1999), Corporate Governance in Germany: System and Current Developments, **Working Paper, Universitat Osnabruck**. <http://papers.ssrn.com>

ilişkin örnekler diğer hukuk sistemlerinde de sıkça karşılaşılan bir durum halini alacaktır. Gelecekte Avrupa ve Japonya başta olmak üzere diğer önemli ekonomilerde de şirket ele geçirmelerine ilişkin çok sayıda örnek ortaya çıkacaktır⁴⁸. Şirket ele geçirmeleri konusundaki uygulamalar farklılık gösterse de bu düzenlemelerin yavaş yavaş birbirine yakınlığı konusunda çeşitli işaretler vardır. ABD’de uzun zaman önce şirket ele geçirmeleri konusunda kapsamlı düzenlemeler yapılmıştır. Yapılan bu düzenlemeler de şirket ele geçireceklerin fırsatçı davranışları önüne set çekilirken, ele geçirilme tehdidi altındaki şirketin yöneticilerinin çeşitli savunma mekanizmaları geliştirmesine de imkân tanınmıştır. Zehirli hap uygulamaları yaygınlaşmış ve bu taktiklerin kullanılmasına ilişkin çeşitli esaslar da belirlenmiştir. Zorunlu çağrı yapma yükümlülüğü de yaygın olarak kullanılır hale gelmiştir.

Şirket ele geçirmelerine ilişkin düzenlemelerde hukuksal sistemlerin birbirinden ayrıldığı pek çok nokta da vardır. Yakınlaşmanın olduğu alanlar ise çok net değildir. ABD’de yöneticiler düşmanca şirket ele geçirmelerine karşı taktik geliştirmede AB’deki yöneticilere göre daha fazla araca sahiptir⁴⁹. Avrupa’da da şirket ele geçirmelerine ilişkin örnekler arttıkça yapılacak düzenlemeler ile yönetim kurullarına bu ele geçirmeler karşısında savunma taktikleri geliştirme imkânı sağlaması beklenmektedir. Ancak yöneticilerin geliştirdikleri savunma taktiklerinin şirketin verimliliği üzerinde olumsuz etkileri ortaya çıkarsa, Delaware sistemindeki savunma taktiklerinin uygulanması kısıtlanabilir. Tüm bu süreç içerisinde ekonomik anlamda en uygun yapının temel unsurlarının neler olacağını şimdiden kestirmek zordur. Denge noktasının nerede olacağını bulmak çok zordur. Ancak zaman içerisinde şirket ele geçirmelerine yönelik işlemlerin düzenlenmesi konusunda da tek bir yapının ortaya çıkacağı tahmininde bulunulabilir.

⁴⁸ 1999 yılından beri Kıta Avrupası’nda pek çok şirket ele geçirmesi girişi ortaya çıkmıştır. Bunlar arasında o tarihe kadar yapılan en büyük düşmanca şirket ele geçirmesi de İngiliz şirketi Vodafone’un ile Alman şirketi Mannesmann’ı ele geçirme girişimidir. Bu gelişmelerin ardından pek çok ülkede ABD’deki Williams Act ve İngiltere’deki London City Code’u örnek alan düzenlemeler yapılmıştır. Bu ülkeler arasında Brezilya ve İtalya sayılabilir. Bkz. Brazil’s tender offer regulations, Securities Commission Ruling 69, Sept. 8. 1987. Arts. 1-4; İtalya’da kontrol değişikliklerine ilişkin olarak yapılan son değişiklikler için Bkz. Legislative Decree 58 of February 24, 1999, Draghi Reform.

⁴⁹ ABD’de Delaware sisteminde, yönetim kurulları düşmanca şirket ele geçirmelerine karşı çok çeşitli taktikler geliştirebilmektedir.

E. Yargı Sürecine İlişkin Düzenlemelerde Gözlenen Yakınlaşma

Yakınlaşmanın çok yavaş olacağının tahmin edildiği bir başka alan da hukuksal yargılama sürecine ilişkin düzenlemelerdir. Şirketlere ilişkin konularda çeşitli sorunlar çıktığında, bu sorunların tarafları bir çözüm yolu bulunması için mahkemelere başvuracaklardır. Ancak tarihsel, kültürel, ekonomik ve sosyal yapıların etkisi altında bir süreç içerisinde ortaya çıkan hukuk sistemleri, bu anlaşmazlıkların çözümü için değişik düzenlemeler yapmıştır. Delaware sisteminde mahkemeler zaman zaman çok çarpıcı kararlar alabilmektedir. Bu çeşit kararlar şirketlerin işleyişi üzerinde ciddi sorunlar ortaya çıkarabilmektedir. Amerikan Hukuk Enstitüsü'nün yönettiği Kurumsal Yönetim Projesi ile olay-karar temelli Anglo-Amerikan yaklaşımının, yapısal temeller üzerine oturtularak daha sistematik hale getirilmesine yönelik çalışmalar yapılmaktadır.

IX. Sistemlerin Birbirlerine Tam Olarak Yaklaşmasının Önündeki Potansiyel Engeller

Hissedar odaklı model dünyanın her yerinde en çok kabul gören model olmaya başlamıştır. Örneğin Japonya'da Ticaret, Ekonomi ve Endüstri Bakanlığı tarafından yapılan “Şirket Değeri Çalışması”nda şirket ele geçirmelerine ilişkin uygulanabilecek savunma taktikleri belirlenmiştir. Bu yapılan yeni düzenlemede Delaware sisteminin etkisi açık bir biçimde gözlenmektedir⁵⁰. Almanya'da da, birlikte karar alma ilkesinin hissedar değerini düşürdüğüne ilişkin çalışmalar bulunmaktadır⁵¹. ABD'de yönetici odaklı modelin baskın olduğu bir sistemdir. Bu sistemde de son yıllarda yaşanan gelişmeler neticesinde, yöneticilerin yönetim kurullarına, yönetim kurullarının da genel kurula karşı sorumluluklarının arttırıldığı görülmektedir⁵².

⁵⁰ Bu düzenlemenin İngilizce çevirisine <http://www.j.u-tokyo.ac.jp/~kanda/english.htm> adresinden bakılabilir.

⁵¹ Bkz, Schmidt F. ve G. Gorton, (2004), Capital, Labor, and The Firm: A Study of German Codetermination, **J.European Econ. Assoc.** s.863.

⁵² Yönetici odaklı sistemin korunması gerektiğine ilişkin çalışmalar da sürmektedir. Margret Blair ve Lynn Stout, yönetici odaklı sistemin hissedar haklarını korumada, üstün bir model olduğunu iddia etmektedirler. Bkz. Blair, Margret M., (2003), Locking In Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in The Nineteenth Century, 51 **UCLA L. Rev.** s.387-455; Stout, Lynn A., (2003), The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance. 28 **J. Corp. L.** s. 635-669.

Avrupa’da yapılan akademik tartışmalarda, sosyal barış kavramı, hissedar odaklı modele yöneltilen eleştirilerin en önemli gerekçesini oluşturmaktadır. Hissedar odaklı model, piyasanın etkin işlemesi açısından piyasa güçlerine çok önem verdiği gerekçesi ile eleştirilmektedir. Bu durumun gelecekte sosyal dengesizlikler yaratacağı, işi olanların işi olmayanlara, büyük pay sahiplerinin azınlık pay sahiplerine karşı her zaman üstün konumlarını koruyacakları ve bu nedenle de toplumda var olması gereken uyumun yok olacağı ileri sürülmektedir. Tartışmalarda toplumlar arası kültürel farklılıklara da vurgu yapılarak önceliklerin toplumdan topluma değiştiği, bu nedenle hissedar odaklı modelin her ülke kültürüne uygun olmadığı iddia edilmektedir. Hissedar odaklı modelde, maddi getiri ile sosyal düzen arasında uyum yakalamak bir ölçüde güç olmaktadır. Farklı kültürel ve ekonomik alt yapıya sahip ülke insanların beklentileri de farklı olabilir. Bazı kültürlerde yaşam kalitesi ile finansal güç arasındaki bağ farklı derecelerde olabilir. Ancak son yıllarda yaşanan gelişmeler devletçiliğin, sosyalizmin ve komünizmin birer ekonomik sistem olarak başarısız olduğunu, mülkiyet odaklı modellerin bu kapsamda da hissedar odaklı modelin şirketler hukukunun genel felsefesi olma yolundaki eğilimi ortaya koymaktadır.

Ekonomik etkinlik açısından yapılan değerlendirmede de görüleceği üzere, hissedar odaklı model büyük işletmeleri yönetmede en iyi model olarak ortaya çıkmaktadır. Kaldor-Hicks modelinden hareketle etkinlik kavramını bu modeller kapsamında daha yakından incelenebilir⁵³. Yoğun rekabet ortamı ve küreselleşen piyasalarda ayakta kalabilen şirketlerin ve hatta toplumların hissedar merkezli modeli esas alması, ekonomik etkinlik açısından yapılan karşılaştırmanın temel dayanağıdır. Diğer modellere bakacak olursa, paydaşlar ve çalışan merkezli modelde, güçler dengesi prensibi, tıpkı parlamenter sistemde olduğu gibi, modelin en önemli unsuru olmaktadır. Ancak karar alma süreçleri içerisinde bu denge nedeniyle herkesin

⁵³ Sosyal refah için iki ölçüt ileri sürülmektedir. (1) Kaldor-Hicks ve Zararı Karşılama İlkesi: Eğer uygulanan ekonomik politika, bir değişim yaratmış ve bu değişimden bazıları zarar etmiş, bazıları da kazançlı çıkmışsa, kazançlı çıkanlar zarar edenlerin zararlarını karşıladıkları halde hala kazançlıysalar toplumun sosyal refahı artmıştır. Bu ilke önce Kaldor tarafından ileri sürülmüş ve Hicks tarafından da benimsenmiştir. (2) Scitovsky ve İkili Kriter İlkesi: Ekonomik politika bir değişim yaratmış ve bu değişim sonucu kazanç elde edenlerle kayba uğrayanlar olmuşsa, kazançlılarını kaybedenleri bu değişime ikna etmeleri ve aynı zamanda kaybedenlerin kazançlıları bu değişimden vazgeçmeye ikna edememeleri halinde toplumun refahı artmış demektir.

[http://www.ekonomist.com.tr/apps/dictionary.app/dictionary.php/es.dict/ekonomik refah](http://www.ekonomist.com.tr/apps/dictionary.app/dictionary.php/es.dict/ekonomik%20refah)

hemfikir olacağı sonuçlara ulaşmak çok maliyetli olmaktadır. Yönetici odaklı sistemde ise aşırı yetkilerle donatılmış yöneticiler, şirketi yönetirken alacakları kararlarda farklı önceliklerin etkisi altında hareket edebilirler. Devlet merkezli modelde ise devletin öncelikleri ile işletmenin öncelikleri birbirleri ile çelişebilir. Bu durumda işletme yerine devletin öncelikleri dikkate alınacağından verim beklenen seviyede gerçekleşmez.

Dünya ekonomisinde egemen olan ülkelerin hukuk sistemlerinde gözlemlenen değişikliklere ve uygulamalara bakıldığında, hissedar odaklı modelin bu ülkelerde genel kabul edilen model olduğu görülmektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti, kredi verenlerin hakları, kamuyu aydınlatma ilkeleri, manipülasyon, kurumsal yönetim ilkeleri, şirket ele geçirme, çağrı yolu ile oy ve hisse senedi toplanmasına ilişkin yapılan düzenlemeler, bu hukuk sistemlerinde tahminlerin de ötesine geçen bir yaklaşma sürecinin devam ettiğini ortaya koymaktadır. Uluslararası standartlar haline gelen muhasebe ilkelerinin uygulamaya konulması, kurumsal yönetim indeksleri oluşturulması, kamunun aydınlatılmasına yönelik yapılan düzenlemelerde ortak ilkelerin vazgeçilmez hale gelmiş olması, hissedarların haklarının korunmasına ilişkin yapılan düzenlemeler, imtiyazlı pay çıkarılması ve tanınacak imtiyazların kısıtlanması konularında hukuk sistemleri neredeyse birbirinin kopyası düzenlemeler yapmaktadır⁵⁴. Ayrıca İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı(OECD), Dünya Bankası(World Bank) ve Uluslararası Sermaye Piyasası Kurumları Teşkilatı (IOSCO) gibi kuruluşlarca yapılan çalışmalar da bu yaklaşma da önemli roller oynamaktadır. Finansal araçların pek çok ülkede işlem yapmaları, bu işlemleri gerçekleştiren çalışanların eğitim, yaşam koşulları gibi konularda birbirine çok yakın olması, artan teknolojik imkânlar da sistemlerin birbirleriyle daha yoğun etkileşim içine girmesine imkân sağlayarak, yaklaşma sürecine hız kazandırmıştır.

Bu tezde incelenen konularda altı çizilmeye çalışılan yaklaşımlar aslında son yirmi yılda yaşanan değişim ve gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Uluslararası sermaye piyasası yukarıda sıralanan gelişmelerin tümünün

⁵⁴ Bkz. Kamar E,(2005), Beyond Competition for Corporations, **ECGI Working Paper**, S.11-27; Goergen M., M. Martynova, and L. Renneboog, (2005), Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe, www.ssrn.com.

gözlenebildiği bir alan olmuştur. Sistemlerin birbirine yakınlaşma süreci, insanlık tarihinde yaşanan tek yoğun etkileşim ve yakınlaşma dönemi değildir. Birinci Dünya Savaşından önce, ekonomik işletmelerin en önemli formu olarak şirket modeli temel özellikleri ile bugünkü yapısına çok benzer şekilde ortaya çıkmıştır. Ancak Birinci Dünya Savaşı ve ardından gelen “Büyük Bunalım” farklı ülkelerde değişik modellerin uygulanmasına neden olmuştur⁵⁵. Yaşanan büyük felaketler, ülkelerin bulunduğu farklı gelişmişlik seviyeleri, tarihsel süreç içerisinde yaşanan gelişmeler, ülkelerin farklı stratejik seçimleri farklı modellerin geliştirilerek uygulamaya konulması ile sonuçlanmıştır. Almanya’da çalışanların şirket yönetimine katılması, Fransa ve Japonya’da devletin şirketlerin yönetiminde giderek daha etkin hale gelmesi, İsveç’te aile şirketlerinin ekonomik sistemde baskın durumda olması, ABD’de ise yöneticilerin giderek artan gücü değişik ülkelerde gözlenen başlıca eğilimlerdir. İkinci Dünya Savaşının ardından bu farklılıklar daha da belirginleşmiştir. 1980’li yılların son çeyreğinde yaşanan siyasal gelişmeler sonrasında sermaye piyasaları tekrar tam anlamıyla küresel bir etkileşim içersine girmiştir. Bu süreçten hukuksal sistemler de etkilenmiş ve bir yakınlaşma süreci tekrar başlamıştır. Hissedar merkezli model de dünya ekonomisinde önemli ağırlığa sahip ülkelerin şirketler hukuku uygulamalarında temel kabul gören model olmuştur. Geleceğin ne getireceğini bu günden kestirmek mümkün değildir. Ancak tarihe baktığımızda, geçmişte de önemli geri dönüşlerin olduğunu, gelecekte de benzer gelişmelerin yaşanabileceğini söyleyebiliriz. Roma’da pek çok şirket de jure değil de de facto olarak kurulduğundan sorumluluk sınırsız olmuştur⁵⁶. Eski Roma’da Cumhuriyet Dönemi’nin sonuna doğru, sermayesi paylara bölünmüş şirket yapısı büyük işletmeler için genel bir model olarak ortaya çıkmıştır⁵⁷. Cumhuriyetten imparatorluk yapısına geçişin ardından bu modelden uzaklaşmıştır. İmparator merkezi otoriteyi güçlendirmek adına ekonomik faaliyetleri devletleştirmiştir. Birkaç ortağın birlikte oluşturduğu ve sınırsız sorumluluk ilkesi ile işleyen şirketler on ikinci

⁵⁵ Bkz. Raghuram Rajan, Luigi Luigi Zingales, (2003), The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The 20th Century, 69 **Journal of Financial Economics**, s.5.

⁵⁶ Bkz. Gillman, Max, Eade, Tim, (1995), The Development Of The Corporation In England with Emphasis On Limited Liability; 22 **International Journal Of Social Economics**, s.20-32.

⁵⁷ Bkz. Ulrike Malmendier, Roman Shares, (2005); in William Goetzmann, K. Geert Rouwenhorst,Eds., **The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets** s.31-42; Ernst Badian (1972)., **Publicans and Sinners: Private Enterprise In The Service of The Roman Republic**.

ve on üçüncü yüzyılda İtalyan şehir devletlerinde genel kabul gören bir model haline gelmiştir⁵⁸. Cumhuriyet Döneminde ortaya çıkan modele benzer bir model ancak yaklaşık bin yıl sonra küçük bir şehir devleti olan Genova’da ortaya çıkabilmiştir⁵⁹. Komandit şirketler Fransa’da 1671, İrlanda’da 1782, Avrupa’nın değişik yerlerinde ve ABD’nin bazı eyaletlerinde on dokuzuncu yüzyılın başlarında ortaya çıkmıştır⁶⁰.

Çin ve Rusya’nın gelecek yıllarda takip edecekleri stratejiler yeni modellerin ortaya çıkması ile sonuçlanabilir. Devlet merkezli modeller tekrar gündeme gelebilir. Ayrıca yaşanan uluslararası terörizm tehdidi de ülkeleri farklı modeller takip etmeye itebilir. Fukuyama’nın ortaya attığı tarihin sonu iddiası⁶¹ ilk ortaya çıktığı dönemde gördüğü ilgiyi kaybetmiş, yerini farklı kültürler arasındaki etkileşimlerin ele alındığı çalışmalara bırakmıştır⁶². Huntington’un medeniyetler savaşı teorisi ise konuyu daha farklı bir açıdan ele almıştır⁶³. Ülkelerin farklı gelişim süreçlerinden geçmiş olmalarından kaynaklanan sosyal, kültürel, ekonomik ve politik yapıları, iş kültürü ve hukuk sistemleri ile birlikte sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi üzerinde de önemli etkiler yapmıştır. Bu farklı etkiler nedeni ile farklı ülkelerin hepsini kapsayacak ideal bir modelden bahsetme olasılığı bulunmamaktadır. Bu farklılıklara ek olarak şirket kontrolünü elinde tutan hissedarların yaklaşımları, hükümet politikaları ve küresel politik gelişmeler de yakınlaşma süreci içerisinde dikkate alınması gereken noktalar olarak ortaya çıkmaktadır⁶⁴.

⁵⁸ Bkz. Medici, Maria Teresa Guerra, (1982), Limited Liability In Mediterranean Trade from The 12th to The 15th Century, In Orhial, Tony (Ed), **Limited Liability and The Corporation**, London And Canberra, Croom Helm, s.122-136

⁵⁹ Bkz. Ferrarin Guido, (2002), **Origins Of Limited Liability Companies and Company Law Modernisation In Italy: A Historical Outline**.

⁶⁰ Bkz. Shonnon, Herbert A., (1931), The Coming Of General Limited Liability, 2 **Economic History**, s.267-291.

⁶¹ Bkz. Fukuyama Francis, (1992), **The End of History and The Last Man**.

⁶² Uluslararası İlişkiler Alanında Akademik Dünyada Yoğun Bir Biçimde Tartışılan “Uygarlıklar Çatışması” teorisi ilk defa Bernard Lewis’in “The Roots Of Muslim Rage”, The Atlanthic Monthly (Sept. 1993) makalesinde yer almıştır. Daha sonra Huntigton 1996 yılında Foreign Affairs dergisinde “Clash Of Civilizations” adlı bir makale yayınlamıştır.

⁶³ Bkz. Huntington Samuel P. ,(1996), **The Clash of Civilizations and The Remaking of World Order**.

⁶⁴ Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yapılan analizler şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamaları üzerine yoğunlaşmıştır. Örneğin beşinci bölümünde yer alan modelde gösterilmeye çalışıldığı üzere şirketlerin ortaklık yapısının, hukuksal sistemlerin ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin karşılıklı etkileşimi ile farklı koşullardaki ülkeler için farklı en uygun yapılar ortaya çıkabilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET TEORİLERİ, TEMSİL PROBLEMİ VE BU PROBLEMİ ÖNLEMENE-ÇÖZMEYE YÖNELİK HUKUKİ STRATEJİLER

I. Şirket Teorileri

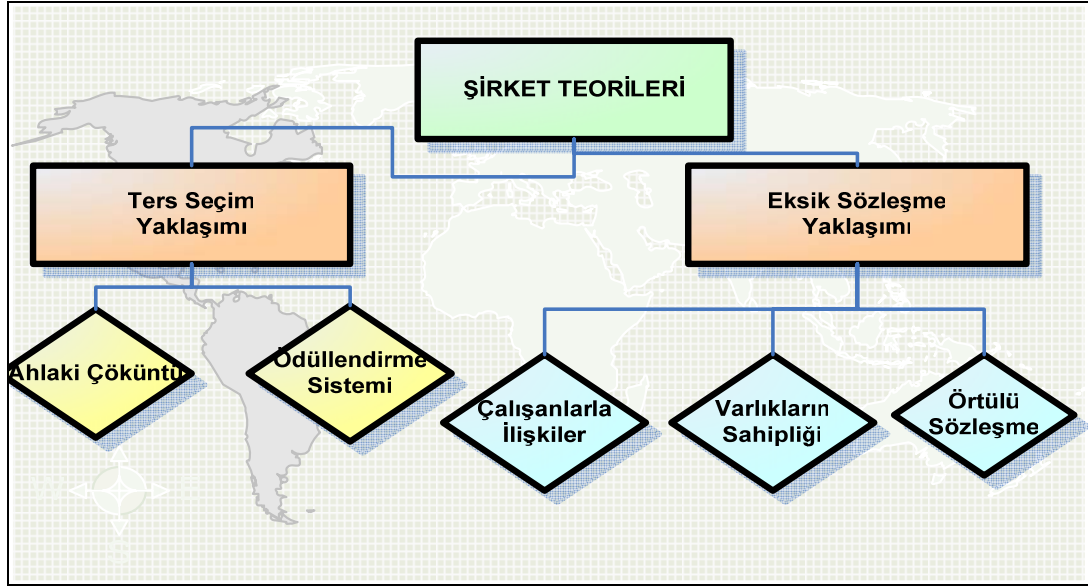
Bu bölümde şirket teorileri hakkında literatürde yer alan bakış açıları incelenecektir. Bu yaklaşımlar amir-temsilci başlığı altında, Alchian(1991) ve Demsetz(1991)'in ahlaki çöküntü teorisi ve Holmström(1994) ve Milgrom(1988)'un ödüllendirme mekanizması teorisi olarak sıralanabilir⁶⁵. Eksik sözleşmeler başlığı altında bir ödüllendirme mekanizması çerçevesinde çalışanlarla ilişkilerin öne çıkarıldığı teoriler yer alır. Bu teoriler arasında Coase(1992) ve Simon(1951)'in çalışması sayılabilir⁶⁶. Williamson(1981), Grossman(1986) ve Hart(1989) ve Moore(1992) tarafından yapılan çalışmalarda ise ödüllendirme mekanizmasının işleyişinde “varlık sahipliği” konusu öne çıkarılmıştır⁶⁷. Ayrıca Baker, Gibbons ve Murphy(1997)'nin ortak çalışmalarında yer alan örtülü sözleşmeler teorisi de bu başlık altına dâhil edilebilir⁶⁸. Ancak firmaların ekonomik boyutu üzerine yapılan tüm bu çalışmalar değerlendirildiğinde, bu teorilerin birbirinden farklı olmaktan çok birbirini tamamlayan parçalar bütünü olduğu görülebilir.

⁶⁵ Bkz. Demsetz, H., (1991), ‘The Theory of the Firm Revisited’, in Williamson, Oliver E., Winter, Sydney G. (eds), **The Nature of the Firm.**, Oxford, Blackwell; Alchian, Armen A., (1991), ‘Development of Economic Theory and Antitrust: A View From the Theory of the Firm’, 147 **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, s.232-234; Holmström, Bengt and Milgrom, P., (1994), ‘The Firm as an Incentive System’, 84 **American Economic Review**, s.972-991; Milgrom, P., Roberts, John, (1988), ‘Economic Theories of the Firm: Past, Present, and Future’, 21 **Canadian Journal of Economics**, s.444-458.

⁶⁶ Bkz. Coase, Ronald H.,(1992), ‘Contracts and the Activities of Firms’, 34 **Journal of Law and Economics**, s.451-452; Simon, Herbert A. (1951), ‘A Formal Theory of the Employment Relationship’, 19 **Econometrica**, s.293-305.

⁶⁷ Bkz. Williamson, Oliver E., (1981), ‘The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes’, 19 **Journal of Economic Literature**, s.1537-1568; Grossman, Sanford J., Hart, Oliver D., (1986), ‘The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration.’, 94 **Journal of Political Economy**, s.691-719; Hart, Oliver D., (1989), ‘An Economist’s Perspective on the Theory of the Firm’, 89 **Columbia Law Review**, s.1757-1774; Moore, John, (1992), ‘The Firm as a Collection of Assets’, 36 **European Economic Review**, s.493-507.

⁶⁸ Bkz. Baker, George, Gibbons, Robert, Murphy, Kevin J., (1997), Implicit Contracts and the Theory of the Firm, **Working Paper**. <http://papers.ssrn.com>



Şekil 5: Şirket Teorileri

Hane halkları ile birlikte, şirketler de ekonominin en önemli aktörlerinden biridir. Ancak 1970’li yıllara kadar ekonomistler şirketleri ortaya çıkaran faktörlerin ekonomik temelleri üzerine detaylı çalışmalarda bulunmamıştır. Amir-temsili teorilerinin (kısaca temsil teorisi) ortaya çıkış noktasında, hissedar yönetici ilişkisi üzerine yapılan tartışmaların bulunduğu görülebilir. Berle ve Means(1932) tarafından yapılan yorumlarda, ABD’de şirketlerin sahipliğinin, şirketin yönetim ve kontrolünden ayrıldığı, yöneticilerin şirket büyüklüğü ve büyümesi gibi hedeflerinin öncelikli hedefler olarak kabul edildiği, hissedarlar açısından oldukça önemli olan şirketin karlılığının ise daha ikincil bir hedef olarak dikkate alındığı belirtilmektedir⁶⁹. Yöneticilerin kendi tespit ettikleri hedefler, şirket büyüklüğü ya da büyüme oranı gibi bir değişken grubu olarak kabul edilmiştir. Çünkü yönetici hedeflerinin yönetici ödüllendirme mekanizmaları ve yöneticilerin sahip oldukları güçle pozitif bir korelasyona sahip olduğu ortaya konulmuştur. Şirket sahipleri ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmaları, şirket yapısı içinde yer alan amir-temsili sürtüşmelerinin sonuçlarından biri olarak ele alınmıştır.

⁶⁹ Bkz. Berle, A.A., Jr, Means, Gardiner C., (1932), **The Modern Corporation and Private Property**, New York, Macmillan; Marris, R., Mueller, Dennis C., (1980), ‘The Corporation, Competition and the Invisible Hand’, 18 **Journal of Economic Literature**, 32-63; Williamson, Oliver E., (1964), **The Economics of Discretionary Behaviour**, Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.

Temsil problemine ilişkin ilk çalışmalar 1970’lerde yapılmıştır⁷⁰. Bu çalışmada, amirler(örneğin şirket hissedarları) ile yetki ve sorumlulukları çok iyi tanımlanmış temsilciler(örneğin yöneticiler) arasındaki ilişki incelenmiştir. Model daha sonra diğer temsilcileri, yönetim seviyelerini (aynı zamanda hem temsilci hem de amir pozisyonunda olan, orta düzey yöneticiler gibi) ve birden çok ve karmaşık sorumluluk ağını içerecek şekilde geliştirilmiş olsa da, daha sonra temsil teorisi üzerine yapılan çalışmalar esas fikrin biraz daha çeşitlendirilip geliştirilmesinden öteye geçememiştir⁷¹.

Yukarıda sıralanan çalışmalarda yapılan temel varsayım, iki aktör arasında bir bilgi asimetrisi olduğu, amirin temsilcinin faaliyetlerini doğrudan izleyemediği ya da temsilcinin, amirin bilgisi haricinde işlemlerde bulunabileceği üzerine yoğunlaşmıştır. Literatürde “görünmez eylem” ve “görünmez bilgi” ayrımı yapılmıştır⁷². Performans değerlendirilerek, temsilcinin başarısı hakkında bir fikir elde edinilebileceği düşünülse de, performansı etkileyen pek çok farklı değişken bulunduğundan, doğrudan bir ilişki kurularak performansa bakarak temsilcinin başarısı hakkında hatasız bir değerlendirme yapmak mümkün olmayacaktır. Bu analiz ışığında amir-temsilci arasında yapılacak sözleşmede uygulanacak en iyi ücretlendirme stratejisi, temsilci ile yapılan sözleşmede önceden belirlenen bir performans düzeyi için sabit ücret, bu performansın üzerindeki performans için ise değişik şekilde bir teşvik (ikramiye gibi) verilmesi şeklinde bir sistem kurulabileceği düşünülebilir. Ancak bu sistemin en zayıf noktasını da temsilcinin riske yaklaşımının şirket performansı üzerinde yaratabileceği olumsuz sonuçlar oluşturur. Örneğin eğer temsilci kendisine sunulan ve asgari performans seviyesinde alacağı ücretten tatmin olmuş ise, şirket için önemli getiri sağlama olasılığı bulunan ama kendi risk değerlendirmesi açısından almaya gönüllü olmayacağı bir risk seviyesinde bulunan

⁷⁰ Ross’un çalışması bu konuda yapılan ilk önemli çalışma olarak kabul edilmektedir. Bkz. Ross, Stephen A., (1973), ‘The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem’, 63 **American Economic Review**, s.134-139.

⁷¹ Bu konuda Bkz. Hart, Oliver D., Holström, Bengt, (1987), ‘The Theory of Contracts’, in Bewley, T (ed), **Advances in Economic Theory**. Fifth World Congress, Cambridge, Cambridge University Press.

⁷² Bkz. Arrow, Kenneth J., (1985), ‘The Economics of Agency’, in Pratt, John W. and Zeckhauser, Richard J.(ed.), **Principals and Agents: The Structure of Business**, Boston, Harvard Business School.

yatırım alternatiflerini tercih etmede gönülsüz davranacaktır⁷³. Bunun sonucunda da şirket kaybetmiş olacaktır. Başka bir uç örneği de risk almaya karşı aşırı istekli olan bir temsilci durumunu inceleyerek ulaşabiliriz. Kendisine sunulan sabit ücretin ötesinde, asgari performansın üzerinde göstereceği gayret neticesinde elde edeceği kazançlar konusunda çok risk almaya hazır bir temsilci, getiri olasılığı düşük dolayısıyla riski yüksek projelere yatırım yapma konusunda çok istekli davranacaktır. Bu iki uç örnek de bize temsilcinin risk algılamasının şirket performansı üzerinde ne ölçüde önemli olabileceğini ortaya koymaktadır.

Yukarıda yapılan açıklamalardan anlaşılaçağı üzere, temsilci ile yapılan sözleşmeler amir-temsilci probleminin çözümüne teorik açıdan tam bir açıklama getirememektedir. Pratikte bu problemin çözülmesini ve temsilcinin en yüksek performans göstermesinin sağlanmasına yol açacak başka stratejiler de ortaya konmuştur. Bu stratejilerden bir tanesi şirketin başka yatırımcılar tarafından ele geçirilerek başarısız olduğı düşünölen temsilcilerin değıştirilmesi tehdidinin temsilcileri(bu örnekte yöneticileri) en üst performans düzeyini göstermeleri konusunda disipline edeceğı ileri sürölmüştür⁷⁴. Ayrıca ürün piyasasındaki rekabetin, borçlanma gereklerinin ve rekabetçi iş piyasasının da benzer etkiler yapacağı ileri sürölmüştür⁷⁵.

Eksik sözleşme teorileri başlığı altında yer alan çalışmalara bakıldığında ise bu teorilerinin ardında yatan temel düşöncenin, çeşitli nedenlerle, olası tüm durumların sözleşmelerin kapsamı içersine alınamayacak olması inancı olduğunu görebiliriz. Bu nedenle şirketi yönetenlere verilecek otorite ve bu otoritenin kaynağının ayrıca ödöllandirme mekanizması içinde yer alacak konulara ilişkin olarak varlık sahipliğı hususlarının teorik bir zemine oturtulması durumunda bu boşluğun doldurulması mümkün olabilir. Coase ve Simon'un bakış açılarında, şirketin asıl özelliğı olan

⁷³ Yöneticilerin yatırım alternatifleri arasında yapacakları tercihlere ilişkin yorumlar çalışmanın beşinci bölümünde yer almaktadır.

⁷⁴ Bkz. Manne, Henry G., (1965), 'Mergers and the Markets for Corporate Control', 73 **Journal of Political Economy**, s.110-120; Jensen, Michael C., (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers', 76 **American Economic Review**, s.214-218.

⁷⁵ Bkz. Hart, Oliver D., (1983), 'The Market Mechanism as an Incentive Scheme', 74 **Bell Journal of Economics**, s.321-345; Jensen, Michael C., (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers', 76 **American Economic Review**, s.176-188; Fama, Eugene F., (1980), 'Agency Problems and the Theory of the Firm', 88 **Journal of Political Economy**, s.288-307.

çalışanlarla yapılan sözleşme ve bu sözleşme ile ilgili otorite ilişkisi de eksik sözleşme ilişkisi çerçevesine girecektir⁷⁶. Bunun sebebi olarak, değişen koşulları içerecek bir sözleşme yapmanın önceden mümkün olmaması gösterilebilir. Değişen koşullarla birlikte sözleşmelerin yeniden ele alınması gerekecektir. Bu durum ise sözleşme maliyetinde çok büyük bir artış demektir. Williamson, Grossman ve Hart'ın çalışmaları bu kategori içinde sınıflandırılabilir⁷⁷. Bu çalışmalarda esas olarak üzerinde durulan hususlar bazı farklılıklar gösterse de varlık sahiplerinin değişik sebeplerle ortaya çıkan ve sözleşmelerde yer almayan durumlardan kaynaklanan pazarlık gücü üzerine yoğunlaşmıştır.

Günümüzde ekonomistlerin şirketlere ilişkin görüşlerinde temel çıkış noktasını, şirketlerin eksik sözleşmeler ile oluşturulmuş bir varlıklar bütünü olduğu yönündeki Williamson ve Hart'ın fikirleri oluşturur. Şirketlerin bir organizasyon olarak sahip oldukları temel özellikler Holmström ve Milgrom tarafından ortaya konulmuştur⁷⁸. Eksik sözleşme paradigması altında Baker, Gibbons ve Murphy, açık olmayan tüm şartları resmîyete kavuşturulmamış sözleşmelerin şirket yapısı içinde hangi koşullar altında ve nasıl ortaya çıkabileceği üzerinde durmuştur⁷⁹. Bir anlamda şirket teorisi üzerine yapılan çalışmaların temel bir eksen üzerine oturtulabileceği bir senteze ulaşmak mümkün görünmekle birlikte, bu sentezin tam bir olgunluğa ulaştığını ileri sürebilmek oldukça güçtür. Bu çalışma amir- temsilci teorisi ve eksik sözleşme modeli bakış açılarından alınan çeşitli unsurları bir araya getirerek bir sentez oluşturmaya çalışmıştır.

⁷⁶ Bkz. Coase, Ronald H., (1937), 'The Nature of the Firm', 4 **Economica**, s.386-405. Reprinted in Kronman, Anthony T. and Posner, Richard A. (eds), (1979), **The Economics of Contract Law**, Boston, Little Brown, s.31-32; Simon, Herbert A., (1951), 'A Formal Theory of the Employment Relationship', 19 **Econometrica**, s.293-305.

⁷⁷ Bkz. Williamson, Oliver E., (1988), 'The Logic of Economic Organization', 4 **Journal of Law, Economics, and Organization**, s.65-93; Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D., (1986), 'The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration.', 94 **Journal of Political Economy**, s. 691-719.

⁷⁸ Bkz. Holmström, Bengt, Milgrom, P., (1994), 'The Firm as an Incentive System', 84 **American Economic Review**, s. 972-991.

⁷⁹ Bkz. Baker, George, Gibbons, Robert, Murphy, Kevin J., (1997), Implicit Contracts and the Theory of the Firm, **Working Paper**. <http://papers.ssrn.com>

II. Üç Önemli Temsil Problemi

Bir önceki bölümde açıklandığı gibi şirketler hukuku genelde iki temel fonksiyonu yerine getir:

1-Öncelikle şirketlerin bir işletme örgütü olarak işleyiş ve temel organları şirketler hukuku hükümleri çerçevesinde oluşturulur. Şirketler hukuku bu temel yapıyı organize etmekle kalmaz, buna ek olarak bu yapının zarar görmeden işleyebilmesi için çeşitli kurallar koyarak, düzenlemeler yapar.

2-Şirketle ilişkili aktörler arasında ortaya çıkması muhtemel çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik kurallar getir. Bu çıkar çatışmalarını önlemek için özellikle şirketin içindeki ve dışındaki aktörlerin belirlenmesi çok önemlidir. Örneğin şirketin yönetim kontrolünü elinde tutan büyük hissedarlar, şirketin fiili anlamda yönetimini üstlenen yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticileri, şirket yönetiminde söz sahibi olmuş kredi veren taraflar şirket içindeki aktörler olarak isimlendirilebilirler. Hâkim ortaklar şirket yönetim kurulunun üyelerinin seçilmesinde belirleyicidir. Üst düzey yöneticiler ise şirketin faaliyetlerini sürdürmede oynadıkları rol ve bu faaliyetler hakkında sahip oldukları bilgi nedeniyle stratejik diye nitelendirilmesi gayet doğal olan üstünlüklere sahip aktörlerdir.

Dışarıdakiler olarak adlandırılacak gruba ise şirket yönetiminde baskın bir güce sahip olamayan çoğu zaman sesleri hemen hiç duyulamayan azınlık pay sahipleri ya da şirkete verdikleri krediler çok önemli olmadığından şirketin yönetim kararları üzerinde etkin bir kontrol oluşturamamış kredi verenler sayılabilir.

Bu iki grup arasındaki problemler, “temsil problemi” ya da “amir-temsilci problemi” olarak adlandırılan ve özünde çıkar çatışmaları olan problemlerdir. Genel anlamda temsil probleminin çıkış noktasında, bir tarafın(örneğin amirin) çıkarlarının diğer tarafın (örneğin temsilcinin) kararları ile yakından ilişkili olması bulunmaktadır. Bu noktada cevaplanması gereken soru, temsilcinin kendi çıkarları yerine amirin çıkarlarını dikkate alarak karar vermesinin nasıl sağlanacağıdır. Bu soruya verilecek yanıtlar kapsamında, hukuk devreye girerek çeşitli mekanizmalar oluşturur. Bir

tarafın (örneğin temsilcinin) diğer bir tarafa (örneğin amir) en iyi şekilde hizmet edeceğini taahhüt ettiği bir sözleşme yapması durumunda, bu ilişki potansiyel olarak suiistimale açık hale gelir. Buradaki temel sorun bu iki taraf arasındaki bilgi asimetrisidir. Temsilci şirketin işleyişi ile yakından ilgilendiğinden amire kıyasla çok daha fazla ve detaylı bilgiye sahiptir. Ayrıca temsilcinin sahip olduğu bilgi de zamanlama açısından kendisine büyük avantaj sağlar. Bu durumda amirin temsilcinin fırsatçılık yapmadan sözleşmeye uygun olarak üstlendiği görevleri en iyi biçimde yerine getirdiğini denetlemek için düşük maliyetli nasıl bir mekanizma oluşturulabileceği sorusu ile karşılaşılır.

Temsilcinin fırsatçı davranmak için kendi performansını, yanıltıcı biçimde, olduğundan iyi göstermek ya da amirle yaptığı sözleşmeyi dikkate almadan hareket etmek gibi davranışları olabilir⁸⁰. Bu durumda temsilcinin yaptığı işin değeri düşer. Çünkü ya sözleşmesinde yer alan performans kriterinden daha az bir performans sergileyecek ya da amir, temsilcinin performansını izlemek için oluşturmak zorunda kalacağı sistemin yaratacağı ek maliyetlere katlanmak zorunda kalacaktır. Ayrıca temsilcinin yerine getirdiği işlerin çeşitliliği ve karmaşıklık düzeyi arttıkça, amirin temsilciyi izlemek için kurduğu sistem nedeniyle katlandığı maliyetler de artacaktır⁸¹.

Bundan önceki bölümde üzerinde durulduğu gibi, şirketlerde ortaya çıkması muhtemel temsil problemleri üç temel başlık altında toplanabilir:

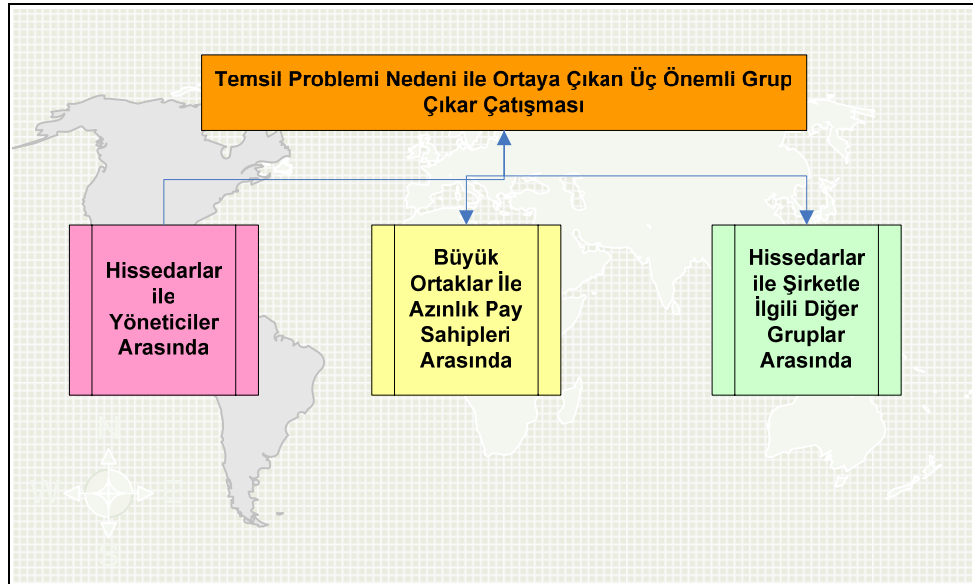
1-Şirketlerin ortakları ile bunların görevlendirdikleri yöneticiler arasında ortaya çıkan problemler. Bu grupta toplanan problemlerin önlenmesinde ve çözümünde kullanılacak stratejilerin temelinde temsilcilerin kendi çıkarlarından ziyade kendilerini görevlendiren şirket ortaklarının çıkarlarını dikkate alarak davranmalarının nasıl sağlanacağı yer alır.

⁸⁰ Oliver Williamson'un kullandığı biçimi ile fırsatçılık (opportunism) terimi kullanılmıştır. Bkz. Williamson, Oliver, (1985), **The Economic Institutions of Capitalism** s.47-49. Fırsatçılık terimini kullanırken bu terim içersine yanlış bilgi sunma ve kötü niyetli davranmayı da dâhil ediyoruz.

⁸¹ Bkz. Ross, Steven, (1973), *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, 63 **American Economic Review** s.134; Pratt, John W., Richard J. Zeckhauser (eds.), (1984), **Principals and Agents: The Structure of Business**; Milgrom, Paul, John Roberts, (1992), **Economics, Organization and Management**.

2-Şirket yönetiminde söz sahibi olan ortaklar (büyük pay sahipleri) ile şirket yönetiminde söz sahibi olamayan ortaklar (azınlık pay sahipleri) arasında ortaya çıkabilecek problemler. Bu grupta toplanan problemlerin önlenmesinde ve çözümünde kullanılacak stratejilerin temelinde amir pozisyonunda yer alan, yani eksik bilgi ile değerlendirme yapmak zorunda olan azınlık pay sahiplerinin haklarının, temsilci rolünü üstlenen ve teorik olarak azınlık pay sahiplerinin çıkarlarını dikkate alarak hareket etmesi beklenen, bilgi avantajına sahip çoğunluk pay sahipleri tarafından korunmasının nasıl sağlanacağı yer alır.

3- Şirket ortakları ile şirketle yaptıkları sözleşmeler nedeni ile taraf olan kredi verenler, çalışanlar ve müşteriler gibi gruplar arasında ortaya çıkan problemler. Buradaki problemin önlenmesinde ve çözümünde kullanılacak stratejilerin özünü eksik bilgiyle hareket eden amir pozisyonundaki tarafların çıkarlarının, temsilci rolünde olan ve açık bir bilgi ve uygulama üstünlüğüne sahip şirket ortakları tarafından zarar görmesinin önüne nasıl geçileceği oluşturur.



Şekil 6: Temsil Problemleri

Yukarıda sıralanan problemlerin genel bir sonucu temsil maliyetlerinin artmasıdır. Bu maliyetleri en aza indirme konusunda hukuki düzenlemeler önemli rol

oynayabilir. Hukuki düzenlemeler temsil maliyetlerini azaltma hedefine yönelik olarak;

1-Şeffaflığı zorunlu kılan kurumsal yönetim ilkelerinin yaygın bir şekilde uygulanmasını sağlayabilir. Bu şekilde taraflar arasındaki bilgi asimetrisi en alt seviyeye indirilir.

2-Basiretli ya da dikkatli hareket etmeyen temsilcilere karşı amirler tarafından uygulanacak denetimin etkisini ve çeşidini arttırabilir. Bu yolla temsilcilerin amirlerce yakından izlenmesi, performanslarına göre ödüllendirilmeleri ya da cezalandırılmaları sağlanır.

Bu noktada paradoksal olarak nitelendirilebilecek bir husus ortaya çıkmaktadır. Hukuki düzenlemeler yolu ile amirlerin çıkarlarının temsilciler tarafından zedelenmesinin önüne geçilmeye çalışılmakta ancak bu düzenlemelerin pratik sonuçları temsilcilerin çıkarına olmaktadır. Amir temsilcinin dürüst çalışmasını ve yüksek kalitede hizmet sunması sağlamak için çeşitli mekanizmalar kullanabilir. Örneğin ücret ve prim verir. Bu durum şu örnekle somutlaştırılabilir: Şirketin yüksek faiz oranları ile borçlanıyor olması, kredi verenlerin bazıları için büyük risk doğurabilir. Bu nedenle şirketlerin kullandıkları kredilere ödeyebilecekleri faizler için bir üst sınır getirilebilir⁸². Bu amaçla yapılan hukuki düzenlemeler kredi verenleri korurken aynı zamanda bir bütün olarak şirketin korunması ile de sonuçlanır. Benzer biçimde şirket kontrolünü ellerinde tutan hissedarların, azınlık pay sahiplerinin haklarını ihlal etmesinin önüne geçmek için oluşturulan hukuki yöntemlerin sonucu olarak, artan yatırımcı güveni sayesinde şirketin sermaye maliyeti düşmektedir. Şirketler finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında, sermaye piyasalarından daha uygun maliyetlerle fon bulabilmektedir. Bu durum şirketler için önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu konuya ilişkin olarak verilebilecek bir başka örnek de içerden öğrenenlerin ticaretini engellemeyi amaçlayan yasal düzenlemelerdir. Bu amaca hizmet etmek için şirket yöneticilerine daha yüksek ücretler ödenmesi söz konusu olmaktadır. Bu örnekler genelleştirecek olursa, temsil

⁸² Nitekim SPK, 'da bu yönde denetim gerek örtülü kazanç aktarımı kapsamında gerekse diğer kar aktarım yollarını engellemek amacıyla sürekli biçimde sürdürülmektedir.

maliyetlerini azaltacak yasal düzenlemeler yapmanın, işlemlerde taraf olan amirler ve temsilciler açısından çeşitli olumlu sonuçlar ortaya çıkarabileceği sonucuna ulaşılabilir.

Toplam sosyal faydayı artırmaya yönelik hedef, aslında şirketlerin temsil problemi için en uygun çözüm bulmaya eş değer bir hedeftir. Sosyal fayda, temsil problemine en uygun çözüm olarak arttırılabilir. O nedenle toplumun genel refah seviyesini arttırma hedefine ulaşılacak yöntemleri belirlerken temsil problemini en uygun şekilde çözecek hukuki stratejileri incelemek gerekli olacaktır. Bu durumda gelinen nokta şu şekilde özetlenebilir: Şirketler hukukun temel hedefi toplumun toplam refah seviyesini arttırmaktır. Bu ise temsil problemini çözmek ya da bu probleme en uygun çözüm yollarını bulup, bu yönde hukuki düzenlemeler yapmak ile mümkün olabilir.

III. Temsil Maliyetlerini Düşüren Hukuki Stratejiler

Temsil problemleri konusunda, hukuk sürekli olarak “temel yasal stratejileri” takip eder. “Yasal Strateji” terimi ile amirlerin temsilcilerin fırsatçılığını önleyecek yöntemlerden bahsedilmektedir. Bu stratejiler iki ana gruba ayrılabilir:

1- Düzenlemelere ilişkin stratejiler,

2- Kurumsal yönetim stratejileri,

Düzenlemeler yolu ile oluşturulan stratejiler amir-temsilci ilişkisini kesin yargılarda bulunarak ve sınırları tek tek tanımlayarak belirler. Bu sınırlar amir-temsilci ilişkisinin nasıl oluşturulacağına ve bitirileceğine ilişkin olabildiği gibi ilişkinin nasıl sürdürüleceğine ilişkin de olabilir. Buna karşın kurumsal yönetime ilişkin stratejiler, temsil ilişkisini karakterize eden bağımlılık ve hiyerarşi üzerine odaklanır. Amirlerin haklarını en iyi şekilde koruma temel felsefesini benimser. Bu korumayı ise amirin gücünü arttırarak ya da temsilcilerin çıkarlarını belirli kalıplar üzerine oturtturarak sağlar.

Düzenleme yaparken takip edilebilecek stratejiler aşağıdaki tablo ile özetlenebilir.

Tablo 1:
Düzenlemelere İlişkin Stratejiler

	Temsilciye İlişkin Sınırlamalar	İlişkinin Yapısı (Affiliation Terms)
Önceden Tahmin Edilen	➤ Kurallar	➤ Giriş
Sonradan Ortaya Çıkan	➤ Standartlar	➤ Çıkış ➤ Ayrılma hakkı (Right to withdraw) ➤ Başka bir yere transfer hakkı (Right to Transfer)

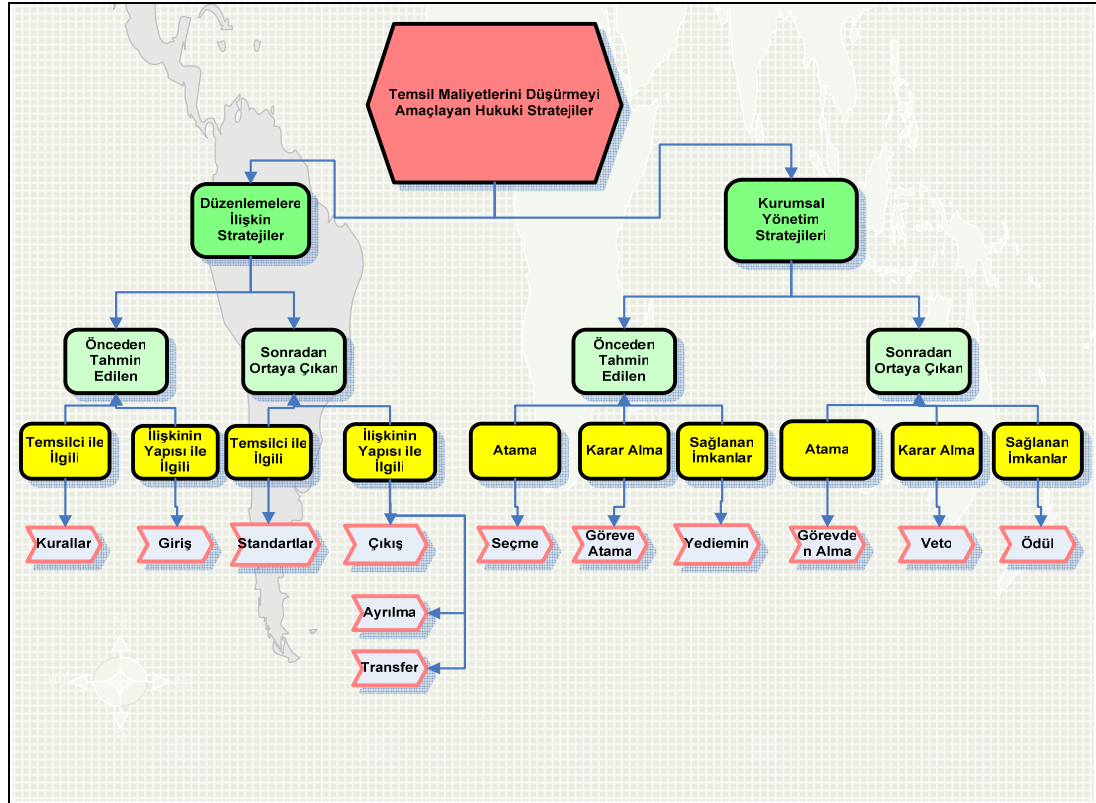
Benzer biçimde kurumsal yönetime ilişkin takip edilebilecek stratejiler de aşağıdaki tablo ile özetlenebilir.

Tablo 2:
Kurumsal Yönetime İlişkin Stratejiler

	Atama Hakları	Karar Alma Hakları	Temsilciğe Sağlanan İmkanlar
Önceden Tahmin Edilen	➤ Seçme	➤ Göreve başlatma-atama	➤ Yedieminlik (trusteeship)
Sonradan Ortaya Çıkan	➤ Görevde n alma	➤ Veto	➤ Ödül (reward)

Yukarıdaki iki tablodan da görülebileceği üzere temsil probleminin önlenmesinde ve çözümünde kullanılacak stratejilerin dördü düzenleme yapma yetkisi, altısı ise kurumsal yönetime ilişkin olmak üzere hukuksal düzenlemelere temel teşkil eden

toplam on temel stratejiden bahsetmek mümkün olabilir. Bu on strateji hukukun temsil problemini önleme ve çözmede kullandığı temel stratejilerdir. Bu stratejiler sadece şirketlere ilişkin stratejiler olarak değerlendirilmemelidir. Amir temsilci ilişkisinin bulunduğu her organizasyonda bu stratejiler kullanılabilir. Ama bu çalışmanın amacını bu stratejilerin şirketler hukuku açısından nasıl kullanıldığının ortaya konulması oluşturmaktadır.



Şekil 7: Temsil Maliyetini Azaltmayı Planlayan Hukuki Stratejiler

A. Düzenlemelere İlişkin Stratejiler

Bu bölümde yukarıdaki şekilde özetlenilmeye çalışan stratejiler hakkında daha kapsamlı değerlendirmeler yapılmaya çalışılacaktır.

1. Kurallar ve Standartlar

Düzenlemeler ilişkin olarak temsilcilerle ilgili oluşturulacak stratejiler önceden tahmin edilebilen stratejiler (kurallar gibi) ve önceden tahmin edilemeyen ancak olay gerçekleşikten, bir karar alınıp uygulamaya konulduktan ve sonuçlar ortaya çıktıktan sonra izlenebilecek stratejiler (standartlar gibi) olarak sınıflandırılabilir.

Kararlar ve standartlar temsilciler üzerinde bazı sınırlamalar oluşturarak, temsilcilerin amirlerin çıkarlarını zedeleyecek kararlar almalarının ya da işlemler yapmalarının önüne geçer. Kanun yapıcı daha önceden belirlenmiş bazı davranışları “yap” ya da “yapma” derken kurallar koyma yolunu seçmektedir. Kesin sınırlamalar ya da tanımlamalarda bulunmadan, temsilcinin inisiyatif kullanabileceği durumlarda ise standartlar koymak tercih edilir. Doğrudan düzenleme yapma stratejisi kurallar koyup standartlar oluşturma tekniklerini kullanarak temsilci problemlerine bir çözüm getirmeye çalışır.

Kurallar şirkete kredi verenler ile yatırımcıları koruma amacıyla kullanılır. Yapıları itibariyle önceden tahmin edilebilir, yani olası riskler belirlenerek, bunları önlemeye yönelik tanımlar geliştirilerek kuralların işlerlik kazanması sağlanır⁸³. Bu nedenle hemen hemen tüm ülkelerde kredi verenlerin haklarını koruyacak, temettü kısıtları, asgari sermaye şartı ya da sermayenin korunmasına ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Benzer biçimde sermaye piyasalarını düzenleyen denetleyen kurumlar sık sık çağrıda bulunma ve oy haklarını kullanma konularına ilişkin detaylı düzenlemeler yapmaktadır. Ancak sadece bazı hukuk sisteminde temel strateji olarak düzenleme stratejisi kullanılmaktadır. Yapısı itibariyle şirketi ilgilendiren bazı işlemler (örneğin şirket kontrolünü elinde tutan büyük pay sahiplerinin yaptıkları işlemler gibi) düzenleme yapabilmek açısından oldukça karmaşık işlemlerdir. Bu karmaşıklık nedeni ile çeşitli muafiyetler ve özel durumlar tanımlamak zorunlu olmakta, bu da düzenlemeleri anlaşılması ve uygulaması güç bir hale getirmektedir. Bu karmaşık sistemde kanunu dolandırmayı sağlayacak açıklıklar bulunabilmekte ve esnekliği en aza indirilmiş bir sistem ortaya çıkmaktadır. Şirkete ilişkin işlemlerin düzenlenmesinde kurallar yerine, standartların kullanılması daha uygun bir strateji olabilir. Örneğin içerden bilgi öğrenip yapılan işlemler gibi konular ihlallerin olup olmadığı konusunda takdir yetkisi kullanımına başvurularak “artçı” yani olay meydana geldikten sonra bir değerlendirme yapılması yolu ile çözüme kavuşturulabilir.

⁸³ Düzenleme teknikleri olarak kurallar ve standartlara ilişkin olarak yapılan karşılaştırmalar açısından Bkz. Kalan, (1992), Rules versus Standarts: An Economic Analysis, 42 **Duke Law Review**, s.557.

Standartlar ayrıca kredi verenleri ve küçük yatırımcıları korumak için de kullanılabilir. Örneğin yöneticilerin şirketle ilişkili kişisel işlemlerini düzenleyen standartlar uyarınca yöneticilerin şirketle yaptıkları işlemler tamamen adil ve “iyi niyetli” olmalıdır.

Kuralların ve standartların önemi, bunlarla birlikte oluşturulan denetim standartlarına sıkı sıkıya bağlıdır. Temelde kurallar kaleme alınırken kullanılan dil, denetim süreci ve sonuçları açısından büyük önem kazanmaktadır. Ancak standartlara uyum konusunda, kaçınılmaz olarak mahkemelere ya da bir başka değerlendirme merciine ihtiyaç duyulur. Bu değerlendirme de ancak olay vuku bulduktan sonra yapılabilir.

Diğer bir strateji olan yediemin stratejisi ise kararların objektif ölçütler esas alınarak alınıp alınmadığı üzerinde durur. Yediemin stratejisi karar alıcı üzerinde sınırlayıcı etki yapabilecek düzenlemelerden kaçınırken, kararın hedefine ulaşmada objektif esaslar kapsamında değerlendirip değerlendirilemeyeceğine bakar⁸⁴.

2. Giriş ve Çıkış Koşullarının Belirlenmesi

İkinci grup düzenleme stratejileri amirin, temsilci ile ilişkisinin nasıl başlatılıp nasıl bitirileceğine ilişkin düzenlemeler yapar. Kurallar ve standartlarda amirin temsilci ile olan ilişkisini bir iç ilişki süreci olarak belirlemiştir. Burada ise amirin kanun hükümlerini kullanarak, temsilciye bazı hususlarda bazı şeyleri kabul ettirmesi söz konusu olmaktadır. Örneğin kanun hükümleri ile ilişkinin tesis edilmesinde ilişkin koşullar oluşturulabilir. Kimlerin yönetici olabileceği, asgari tecrübe ve eğitim şartı gibi kısıtlamalar konulabilir. Ayrıca temsilciden amirle kontrat yapmadan evvel vereceği hizmetin kalitesi, performansı hakkında bilgi vermesi istenerek, bu hususlar yapılan sözleşme hükümleri içine dâhil edilebilir. Alternatif olarak kanun hükümleri ile oluşturulan çeşitli ayrılma/çıkış stratejileri ile amirin, (hissedarların hisselerini satma hakkında olduğu gibi ya da kredi verenlerden alınan borcun muaccel hale geldiğini bildirip hemen ödenmesini istemesi gibi) bazı durumlarda şirketten ayrılma şansına sahip olması sağlanabilir. Bu yönde düzenlemeler yapılabilir. Örneğin görev

⁸⁴ Kurallar da yediemin(trusteeship) stratejisine benzer olarak değerlendirilebilir. Eğer karar alıcı, objektif esaslar doğrultusunda karar alıyorsa. Burada fark şuradan kaynaklanır, yasa yapıcı-düzenleyici genel durumlar üzerine yargıda bulunurken yeddi emin olay bazında karar verir.

süresi, yeniden seçilme durumu, görevin sone ermesinden sonra aynı konuda faaliyet gösteren şirketlerde ne kadar bir süre sonra görev alabileceği gibi konularda düzenlemeler yapılabilir.

Giriş stratejisi fırsatçı ve kötü niyetli temsilcileri sermaye piyasalarından uzak tutmak amacı ile de kullanılabilir. Bu hedefe ulaşmada özellikle çok etkili bir stratejidir. Borsa yatırımcıları ya da küçük pay sahipleri kendilerine verilen bilgiler haricinde çok az bilgiye sahiptirler. Bu nedenle borsa yatırımcıları (özellikle küçük yatırımcılar) yeterli bilgiye ulaşmak için sistemli bir bilgilendirmenin varlığına ihtiyaç duymaktadırlar. Yasal düzenlemeler bu çeşit bir bilgilendirme sistemini giriş stratejisi ve vize verme işlemi gibi kullanır. Çünkü gerekli bilgi sağlanma sistemi oluşturulmadan hisse senetlerinin satımı söz konusu olamaz. Bu bilginin ise genelde şirketin kendisi tarafından sağlanması gerekir. Benzer ama daha uç bir örnek de belli gruba ait hisse senetlerini alacak kişilere ilişkin yapılan düzenlemelerde karşımıza çıkar. Bu durumda bazı hisse senedi alım satımlarının yapılabilmesi için şartları önceden belirlenmiş nitelikli yatırımcılara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu yatırımcıların finansal olarak da daha üstün durumda olmaları beklenir⁸⁵.

Çıkış stratejileri ise, amirlere temsilcilerin fırsatçı davranışları ortaya çıktıktan sonra işbirliğinden vazgeçme şansı veren ve şirketler hukukunda sıkça kullanılan bir mekanizmadır. Temel olarak iki tip çıkış stratejisinden bahsedilebilir.

(i) Birincisi şirketin geleceği üzerinde önemli etkiye sahip kararları onaylama ya da veto etme hakkıdır. Buna en güzel örnek, bazı hukuk sistemlerinde görüldüğü gibi önemli bazı işlemlerden (birleşme gibi) rahatsız olan amirlerin (bu durumda yatırımcılar) bu işleme muafiyet etme hakkı olması, işlemin gerçekleşebilmesi için onayının alınması sayılabilir⁸⁶.

⁸⁵ Sermaye piyasasına ilişkin örnekler. Aracı kurum kurma, devralma, fon kurma için getirilen şartlardır. Herkes fon kuramaz, aracılık ve portföy yönetimi gibi faaliyetlerde bulunamaz.

⁸⁶ Yatırımların geri çekilebilmesi şirket formunda kurulmayan işletmelerin kurumsal yönetiminde de sıkça kullanılmaktadır. Örneğin ABD’de adi ortaklıklarda (partnership) ortak istediği zaman ortaklığa son verilebilmektedir. Bazen anonim şirketler de esas sözleşmelerine koydukları hükümlerle benzer sona erme şartları oluşturmaktadırlar. Bunlar arasında ABD’de ilk akla gelen örnek yatırım fonlarıdır. ABD’de fonlar genellikle şirketler hukuku kapsamında kurulmaktadırlar. Şirketler hukukunda ise,

Şirketin geleceği üzerinde önemli etkiye sahip kararları onaylama ya da veto etme hakkı işlem gerçekleşmeden önce şirket hissedarlarına işbirliğinden vazgeçme ve dolayısıyla ortaya çıkabileceğini düşündüğü kayıpları engelleme şansı vermektedir. Hissedarlar sahip oldukları hisselerin değerinin olası işlemde olumsuz etkileneceğini düşünüyorsa, işlem gerçekleşmeden bu veto hakkını kullanarak işlemi engeller.

(ii) İkinci bir tür çıkış hakkı ise transfer hakkıdır. Hissedarlar tüm çabalarına rağmen şirketin geleceğini etkileyerek, çıkarlarının zarar görmesine neden olacak kararın alınmasını ve uygulanmasını engelleyemez ise hisse senetlerini satarak şirketten ayrılabilir. Şirketin hisse senetlerini piyasada satılabilir. Bu hak küçük yatırımcılar açısından çok değerlidir. Burada şu hususun hatırlatılması faydalı olacaktır: Şirket hisse senetlerinin devredebilme özelliği, şirketi var eden beş temel unsurdan birisidir. Tek başına, transfer hakkı vazgeçme hakkına göre daha sınırlı bir koruma sağlamaktadır. Çünkü yeni bir yatırımcı ya da diğer hissedarlardan birisi hisse satın almaktadır. Sonuçta fırsatçılık ya da yanlış yönetim nedeniyle ortaya çıkabilecek kayıplara bu yeni hissedar maruz kalmaktadır. Ancak transfer hakkının bir diğer boyutu şirket yönetiminin bir kısmının ya da tamamının değişmesi ile sonuçlanabilmesidir. Eski yönetimin yerine daha etkin biçimde kontrol edilecek bir yönetim getirilebilmektedir. Yani transfer haklarını değerlendirirken bu haktan kaynaklanan ve şirket ele geçirmelerine imkân veren durum da değerlendirilmelidir. Pasif kalan şirket yönetiminin izlenmesi ile ilgilenmeyen yatırımcılar hisselerini daha aktif, daha kapsamlı finansal çıkarları olan yatırımcılara satabilirler. Şirket yönetiminin kontrol edilmesinde ve daha disiplinli çalışmasında bu kontrol değişikliği ile sonuçlanabilecek hisse devirlerine de izin verilmesi hatta böyle bir uygulamanın potansiyel varlığı çok önemlidir⁸⁷. Bunun ötesinde devredebilme hakkı

şirketin sona erme sebebi, hissedarlar açısından daha sınırlayıcıdır. Bazı hukuki sistemlerde ise hissedarlar açısından bu haklar bulunmamaktadır.

⁸⁷ Bu açıdan bakıldığında, transfer edilebilme-etme hakkı sadece bir çıkış stratejisi olarak değil, giriş stratejisi ve hatta ödüllendirme(incentive) stratejisi olarak da işlev görmektedir. Aynı yasal araç, birden çok koruyucu amaca hizmet edebilir. Konu hakkında dördüncü bölümde daha detaylı bilgi verilmektedir.

borsalarda kotasyon için bir ön şarttır⁸⁸. Borsada işlem görme de yönetimin performansının hisse senedi fiyatını takip ederek değerlendirme yapma şansı da ortaya koymaktadır.

B. Kurumsal Yönetim Stratejileri

Buraya kadar amir-temsilci ilişkisinde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi amacıyla uygun olarak kullanılabilecek düzenlemelere ilişkin hukuki stratejiler açıklanmaya çalışılmıştır. Daha önce de belirtildiği gibi amir-temsilci ilişkisinin, ilişkinin taraflarının konumlara bağlı hiyerarşik bir yanı da bulunmaktadır. İlişki bu açıdan değerlendirildiğinde ise altı değişik strateji tanımlanarak inceleme yapılabilir.

1. Göreve Atama ve Görevden Alma Stratejileri

Şirketin kontrol edilmesinde, görevlendirilen yöneticilere verilen rol dikkate alındığında, yöneticileri atama ya da görevden alma çok önemli bir güç olarak ortaya çıkar. Bu stratejiler kurumsal yönetim felsefesinin merkezinde yer alan stratejilerdir.

2. Onaylama veya Onaylamama Stratejileri

Kurumsal yönetim stratejilerinin ikinci bir grubu amirlerin şirket yönetimine müdahale etme gücüdür. Bunlar “karar verme” haklarıdır. Bu haklar amirlere, temsilcilerin kararlarını onaylama ya da veto etme gücü vermektedir. Bu haklara ilişkin stratejiler, şirketler hukuku açısından, atama ve görevden alma stratejilerine göre daha az önemlidir. Çünkü bir işletme türü olarak şirket formu, yönetim kurulunun uhdesinde olan bazı yetkileri yöneticinin otoritesine ve gücüne devretme ilkesi üzerine kurulmuştur. Sadece çok büyük ve temel şirket kararları (esas sözleşme değişiklikleri, birleşme devralmaya karar verme, yönetim kurulunu ibra etme, atama gibi) olay gerçekleşikten sonra hissedarların onayına sunulmaktadır.

3. Ödüllendirme ve Yedimin Stratejileri

Kurumsal yönetime ilişkin olarak kullanılan yedimin ve ödüllendirme stratejileri amirlerin gücünü artırmaya yönelik olmayıp, temsilcilerin tercihlerini hissedarların

⁸⁸ Buna örnek olarak borsada işlem gören hisse senetleri açısından “beyaz ciro” uygulaması gösterilebilir.

çıkarları ile uyumlaştırmaya çalışmaktadır. Bu stratejiler isimlerinden de anlaşılacağı üzere temsilcileri amir lehine yaptıkları işlemlerde ödüllendirme mekanizması olarak çalışmaktadır. Şirketler hukuku içerisinde genel anlamda iki tip ödüllendirme stratejisinden söz edilebilir:

(i) Çıkarların uyumlaştırılması stratejisi kullanılarak temsilcilerin çıkarları, amirlerin çıkarları ile paralel hale getirilir. Örneğin azınlık pay sahipleri açısından, payları oranında kar payı dağıtımı yapılmasının sağlanması, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması açısından çok önemlidir. Hâkim ortak temsilci, azınlık pay sahibi amir kabul edilirse önemli bir çıkar çatışması problemine çözüm üretilmiş olur.

Performansa göre ücret verme mekanizması olarak adlandırılan sistem diğer bir ödüllendirme stratejisidir. Bu stratejide temsilci, amirin kazancını paylaşmasa da, amirin çıkarlarını hakkı ile gözettiği için ödüllendirilmektedir. Hiçbir hukuki sistem hissedarlara böyle bir zorlama getirmese de hukuki düzenlemeler çeşitli teşvikler yaratarak bu şekildeki davranışları desteklemekte ya da önüne set çekmektedir. Örneğin Amerikan hukukunda, hisse senedine dayalı opsiyon planları gibi yöntemler sık sık gözlenmektedir. Ancak diğer bazı hukuk sistemlerinde yöneticilere çeşitli hisse opsiyonları verilmesi gibi teşvik edici nitelikteki politikalara daha temkinli yaklaşılmaktadır.

(ii) İkinci teşvik stratejisi ise yediemin stratejisidir. Bu strateji oldukça farklı bir biçimde işler. Temsilcinin hissedarların çıkarlarını göz ardı eden kararlarının ödüllendirilemeyeceği, açık bir biçimde önceden ortaya konularak bu tür davranışlar önlenmeye çalışılmaktadır. Bu stratejinin başarı ile uygulanmasında parasal ve parasal olmayan teşviklerin önemi açıktır. Çok güçlü parasal teşviklerin yanında saygınlık, güç ve tanınmışlık gibi faktörler de temsilcileri motive etmekte kullanılabilir.⁸⁹ Yedieminin şirkette görevli ya da şirket dışından biri olması önünde

⁸⁹ Burada yüksek güçlü teşvikler ve düşük güçlü teşvikler terimleri kullanılmaktadır. Bu kullanımlar iktisat literatüründen alınmıştır. Bu terimler ekonomik teşviklerle, ekonomik olmayan teşvikler olarak gruplandırılmaktadır. Ekonomik teşvikler yüksek güçlüdür. Çünkü kesin bir biçimde ekonomik çıkarlara bağlanmıştır. Bkz. Holmstream, Bengt, Paul Milgram, (1994), The Firm as an Incentive System, 84 **American Economic Review** s.972. Bunlardan “düşük güçlü” teşvikler demekle bunların

bir engel yoktur. Bazı durumlarda yedieminin kimler arasından seçilebileceği tam olarak belirlenmiştir. Örneğin yapılan bazı düzenlemeler ile şirketin aldığı kimi kararın uygulanabilmesi için bir yatırım bankasının, kamu görevlisinin ya da mahkemenin onayı aranmaktadır.

C. Öncül(Ex-post) ve Artçı(Ex-ante) Stratejiler

Amir ile temsilci arasında ortaya çıkacak çıkar çatışmalarını önlemek ve çözmek için kullanılabilecek hukuki stratejiler olay ortaya çıkmadan ya da olay meydana geldikten sonra uygulanabilecek olmalarına göre ayrı bir sınıflandırmaya tabi tutularak incelenebilir. Bazı stratejiler temsilci işlem yapmadan tam olarak etkisini gösterirken, diğer bir grup strateji ise potansiyel olarak temsilci işlemi gerçekleştirdikten sonra uygulanabilir. Kurallar nelerin yapıp yapılamayacağını “önceden” belirler. Standartlar ise olay gerçekleştikten sonra süreç içerisindeki uygulamaların standartlara uyup uymadığını anlamaya yardımcı olur. Benzer biçimde giriş-çıkış stratejilerinde de bir sınıflandırma yapılabilir. Giriş stratejilerinde zorunlu kamuya açıklama da olduğu gibi bir temsilcinin bir amirle, işlem yapmadan önce nasıl davranması gerektiği, onaylama hakları ise amirin temsilci işlem yaptıktan sonra ne yapacağını ortaya koymaktadır.

Eğer amir olay meydana gelmeden önce temsilciyi atıyorsa görevin düzgün bir biçimde yerine getirilip getirilmediğini kontrol eder. Ancak amir temsilciyi artçı olarak görevden alıyorsa görevi eksik ve/veya hatalı yapmayı cezalandırabilir. Benzer biçimde hissedarlar da yönetimin onlara getireceği kararları onaylama ya da onaylamama ile yönetimin performansını değerlendirebilirler. Bu durumda Hissedarlar şirketi ilgilendiren bazı önemli durumlarda kararlara katılma hakkına sahip olur.

Yediemin stratejisi de öncül bir stratejidir. Temsilci, göreve atanmadan önce çıkar çatışmalarının dışına çıkarılabilir. Pek çok ödüllendirme stratejisi artçı stratejidir. Çünkü ödüllendirme stratejilerinde şirketin gelecek performansının ne olacağına ilişkin bir belirsizlik vardır. Ödüllendirmenin nasıl olacağı temsilcinin davranışları

daha az önemli olduğu kastedilmemektedir. İnsan doğası açısından kimi zaman bu çeşit teşvikler daha etkili olabilmektedir. Bu durum kültürden kültüre farklılık da göstermektedir.

gözlendikten sonra ortaya çıkmaktadır. Ödüllendirme stratejilerine ilişkin artçı ve öncül strateji ayrımı konusunda çok keskin ve net bir görüş bulunmamaktadır. Bazı araştırmacılar ödüllendirme stratejisinin artçı olmadığını, öncül bir strateji olduğunu çünkü yediemin gibi, temsilcinin hangi koşullar altında ödüllendirileceğinin belirlendiğini öne sürmektedir. Bir başka grup ise atama haklarının öncül ya da artçı olabileceğini, yönetici seçiminin bir süreç olduğunu, yani seçilmenin eskilerin görevden alınması ile mümkün olduğunu ileri sürer.

Bu şekilde bir sınıflandırma yapmak konuya analitik bir bakış ile yaklaşabilme açısından çok önemlidir. Bir hukuki düzenlemenin ardında yatan felsefe birden çok hukuki strateji içerisinde görülebilir. Ancak bu analitik yaklaşım kullanılarak hukukun bir araç olarak çıkar çatışmalarının önlenmesinde nasıl bir rol oynadığının anlaşılması kolaylaşmaktadır.

IV. Hukukun Rolü

Çalışmanın bu bölümünde incelenen hukuki düzenlemeler yapılırken kullanılabilecek stratejilerin uygulanabilmesi için mutlak suretle bir hukuk sistemine ihtiyaç vardır şeklinde bir iddiada bulunmak doğru olmaz. Şirketin beş temel özelliğinden tüzel kişilik olma haricindeki diğer dört özellik için hukuki bir zorlama yoktur. Bu beş temel özellikten dördü, taraflar arasında sözleşmeler yapılarak oluşturulabilir. Şirket esas sözleşmesi de bu kapsamda düzenlenebilir. Bu temel özelliklerin sözleşmeler yolu ile uygulamaya konulabilecek olması mantığından yola çıkarak, hukuksal sistemin neden bu stratejileri kullandığı sorusu ile karşılaşılır. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin şirket dışından atanmasını sağlamak suretiyle şirketin büyük ortakları ile azınlık pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasının önüne geçilebilir. Ayrıca yediemin stratejisinin şirketin esas sözleşmesine konulması ile çıkar çatışmalarının önlenebileceği düşünülebilir. Hukuksal düzenlemelerin neden çeşitli stratejiler kullanmayı tercih ettiğine ve sözleşmeler yolu ile bir çözüm arayışına gidilmediği sorularına bir cevap verebilmek için hukuksal düzenlemelerin iki ana başlık altında incelenmesi faydalı olabilir. Birinci grupta emredici olmayan, nelerin yapılması gerektiğini belirten kurallar yer alır. Emredici kurallar ise en ufak bir esneklik göstermeden belli bir durum karşısında nasıl davranılacağını kesin bir

biçimde belirleyen kurallardır. Şirketler hukukunun genel yapısı, yapılması gerekeni belirleyen, bunun haricindeki durumlar için ise şirket yönetimine esneklik tanıyan kurallardan oluşmaktadır. Amaç standartlar oluşturarak şirketlerin uymak zorunda olduğu asgari müşterekleri ortaya koymaktır. Bu ise temelde şirketler arasında bir karşılaştırılabilirlik sağlamak için kanun koyucu tarafından bir yapı oluşturulması yolu ile gerçekleştirilir.

Şirketin faaliyetlerini sürdürürken uygulayacağı kesin ve emredici kuralların belirlenip, diğer işlemler için şirket açısından bir serbesti sağlanması, bu sistemin şirketle ilgili taraflara bilgi akışını sağlamada önemli bir fonksiyonu da vardır.

Emredici hükümler kullanarak bilgi akışını sağlamak amacı ile çeşitli cezalandırma mekanizmaları oluşturulmuştur. Şirketle ilgili tarafların birbirleri ile yaptığı önemli işlemlere ilişkin veriler mutlaka açık seçik bir şekilde kamuya açıklanan bilgi içinde yer almamalıdır ki şirket yöneticilerinin performanslarının karşılaştırılabilir olmasının yanında bilginin etkin bir şekilde aktarımı mekanizması da işleyebilsin⁹⁰.

Hissedarları şirketin borçlarından kişisel olarak sorumlu tutulabilmesine izin veren, sermayesini kaybetmiş şirketlerin neler yapabileceğini belirleyen TTK 324 gibi durumlardan potansiyel kredi verenlerin haberdar olması gerekir. Bu şekilde kredi verenler sermayenin kaybolduğunu anlayarak ona göre kendi aralarında bir işlem tesis edebilirler⁹¹. Taraflar arasında bilgi akışını sağlamak için hukuksal sistemlerde önemli düzenlemeler yapılmıştır. Örneğin Alman büyük şirketlerinde yönetim kurulu üyelerinin yarısının çalışanların temsilcileri arasından seçilmesi zorunluluğu vardır. ABD’de halka açık şirketlerde finansal bilgilerin belirli formatlarda açıklanma zorunluluğu vardır. Bu şekilde kuralların oluşturulmaması, üçüncü tarafların çıkarlarını etkileyebilecek ihlallerin ortaya çıkma riskini arttırır. Bu gibi durumların önüne geçilebilmesi için şirketlerin bilgi doğrulama yükümlülüğünün de temel bir ilke olarak hukuk sistemlerinde yer aldığı görülür.

⁹⁰ Bkz. Ayres, Ian, Robert Gertner, (1989), Filling Gaps in Incomplete Contracts, An Economic Theory of Default Rules 99 **Yale Law Journal** s.87.

⁹¹ Bkz. Ayres, Ian, (1992), Making A Difference : The Contractual Contributions of Easterbrook ve Fischel, 59, **University of Chicago Law Review** s. 1391, 1397.

Şirketlerin uymak zorunda olduğu kuralların önceden ortaya konması sözleşme serbestisi üzerinde olumlu bir etki de yapar. Şirketlerin ilgili kişilerin işlemlerini nasıl yapacaklarını, uymak zorunda oldukları kuralları belirledikten sonra şirket sahipleri kendilerine sağlanan esnek yapıyı hedeflerine en uygun şirket yapısını oluşturmakta kullanır. Hukuki düzenlemeler son derece katı bir yapı oluşturarak bunu sağlayabilir.

Hukuki sistem şirket sahiplerine kullanabilecekleri çeşitli yasal yapılar sunar. Kanun yapıcılar ülke ekonomisinin çeşitli özelliklerini, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyini, şirketlerin ortaklık yapısını, küresel gelişmeleri ve diğer başka faktörleri dikkate alarak yapılacak düzenlemelerin genel felsefesini belirler. Girişimciler şirketlerin organizasyon yapısını, hedeflerini göz önünde tutarak oluşturur. Hukuksal sistemin oluşturduğu makro yapı içerisinde çeşitli şirket formları oluşturulabilir. Bu hukuki formların her birisi kendi içinde uyulması zorunlu olan kuralları içerir. Bu yapıların temel özellikleri, kanun yapıcının temel felsefesini göstermesi açısından çok önemlidir.

Kanun yapıcı oluşturmayı planladığı finansal sistem için çeşitli ilkeler belirler. Bu ilkelerin sonuçları sistemin nasıl işleyeceğini kesin bir şekilde belirler. Kanun koyucunun yaptığı tercihlerin bir sonucu da şirket ile ilişkili taraflara şirketin işleyişi ve geleceği hakkında çıkarımlarda bulunma şansı tanınmasıdır. Kanun koyucu ilgili taraflara vereceği sinyaller ile bunu sağlar. Ülke açısından şirketlerin kredi kullanarak büyümesi şeklinde bir büyüme stratejisinin iyi olduğunu düşünüyorsa kredi verenlerin haklarını ön planda tutacak bir şirket formu ve düzenleme sistematüğini tercih eder. Şirketin finansman ihtiyacının sermaye piyasasından kaynak toplayarak karşılanması isteniyorsa yatırımcılar için cazip olacak biçimde hissedarların çıkarlarının ön planda tutulduğu bir hukuki form ve düzenleme yapısını tercih eder.

Kanun koyucunun oluşturduğu yasal yapının özelliklerine bağlı olarak, hissedarların şirket formu üzerindeki tercihleri farklılaşabilir. Bu nedenle farklı hukuk sistemleri arasında bir rekabet ortaya çıkabilir. ABD'deki şirketler elli eyalet arasında, kendileri

için en uygun sistemi oluşturan eyalette kayda girmeyi tercih eder. Burada şirket merkezi seçilirken, şirketin asıl işlemlerinin, aktiflerinin nerede olduğuna bakılmadan, şirketin katlanmak zorunda olduğu maliyetlerin en düşük olduğu ve hukuk sisteminin en etkin çalıştığı eyalet tercih edilir. Şirket kuruluşlarında çoğunlukla Delaware gibi gelişmiş bir hukuk sistemine ve etkin çalışan mahkemelere sahip eyaletler tercih edilir. Diğer taraftan, ülkeler bu seçim hakkını sınırlayıcı hükümler de getirebilir. Ancak şirketin nerede kurulu olup, hangi hukuk sisteminin kuralları ile bağlı olduğu da yine şirketin gelecek faaliyetleri hakkında piyasalara bir sinyal verme fonksiyonu da görebilir.

Örneğin bir şirketin hisse senetlerinin yabancı bir ülke borsasında işlem görmesi, yönetimin onaylamadığı ele geçirmelere (hostale takeover) karşı önlem niteliği de taşımaktadır⁹². A ülkesinde, yöneticilerin istemediği ele geçirmelerin göreceli olarak kolay olduğunu kabul edelim. B ülkesinde ise (Amerika’da olduğu gibi) yöneticilerin istemediği ele geçirmelerin, daha kapsamlı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri olan, daha uzun süren ve daha masraflı yapılabildiğini kabul edelim. Bu durumda şirket hisse senetlerini, yöneticilerin istememesine rağmen ele geçirerek yönetimde kontrolü sağlamak isteyen bir kişi, B ülkesindeki göreceli olarak daha kapsamlı ve maliyetli düzenlemeler nedeniyle, bu girişimine hiç başlamaz ya da başladığında başarısız olma riski artar. Şirketi ele geçirmek isteyenler B ülkesinde çağrıda bulunmayarak kendileri açısından sorun yaratan bu durumu bertaraf edebilirler. Ancak eğer şirketin hisse senetlerinin önemli bir kısmı B ülkesinde işlem görüyorsa bu girişimin başarısızlıkla sonuçlanma riski çok yüksek olacaktır.

⁹² Örneğin yöneticilerin Amerikan hukuk sisteminde şirketler hukukuna ilişkin düzenlemelerde ortaklardan çok, yöneticilerin çıkarlarını koruyucu bir yaklaşım sergilendiği konusunda uzmanlar arasında görüş birliği olduğunu ifade etmektedir. Bkz. Licht, Amir N., (2000), Genie In A Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions, **Colombia Business Law Review**, Vol.2000, No.1 s.51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMEL KURUMSAL YÖNETİM YAPISI İÇERSİNDE HİSSEDARLARIN ÇIKARLARININ KORUNMASI

I. Hissedarların Çıkarlarının Korunması ve Temel Kurumsal Yönetim Yapısı Arasındaki İlişki

İyi tasarlanmış bir temel yönetim yapısının iki temel özelliğinden bahsedilebilir. Bu iki özellik aynı zamanda şirket formunu da oluşturan iki temel ilke ile aynıdır. Bu özelliklerin birincisi şirketin sahibinin şirketin hissedarları olduğu ilkesidir. Hissedarlar şirketin kontrolünde önemli bir güce sahiptir. İkinci özellik olan yönetimin delege edilmesi ise kontrol haklarının hissedarlar tarafından dolaylı olarak kullanılması ilkesidir. Şirket yöneticilerinin seçimi ya da görevden alınması fonksiyonunu yönetim kurullarına hissedarlarca verilen yetki sayesinde yerine getirilebilir. Diğer yandan halka kapalı şirketlerde de yöneticileri görevlendirme ya da görevden alma yetkisi, bir başka organa yetki devretmeden, doğrudan hissedarlar tarafından kullanılır⁹³. Bu açıklamaların ışığında, hissedarların haklarının korunması açısından atama stratejisi en temel strateji olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal yönetim yapısı, şirketin asıl sahibinin hissedarlar olduğu ilkesinden hareketle, çıkarlarının korunması için şirket yönetiminin seçiminde hissedarlara önemli yetkiler tanımıştır.

II. Yönetim Yetkisinin Devredilmesi

Şirketler hukukunda hissedarların şirket üzerindeki kontrolü yönetim kurulu vasıtası ile sağlanır. Şirketler hukuku, yönetim kurulunun yapısı, yetkileri, üyelerinin kimlerden oluşacağı gibi hususları açık olarak belirler ve bu hususlarda hissedarlara önemli yetkiler verir. Bu yetkilerin nasıl kullanılacağı da detaylı biçimde düzenlenir. Bu ilişkinin genel yapısının, halka açık şirketler açısından incelenmesi faydalı olacaktır. Ancak yapılacak analiz incelenen hukuk sistemleri içersinde halka kapalı şirket statüsünde olmakla beraber ekonomide çok önemli yere sahip şirketler için de

⁹³ Halka kapalı şirket tanımını kullanırken hisse senetleri serbestçe alınıp satılamayan şirketler ifade edilmiştir. Kıta Avrupa'sı şirketler hukukunda halka açık şirketlerde hisse senetleri serbestçe alınıp satılabilmektedir. Halka kapalı şirketlerde ise hisse senetlerinin serbestçe alınıp satılmasını kısıtlayan düzenlemeler vardır. Halka kapalı şirketlerde hisse senetlerinin alınıp satılması şirketin ya da diğer kurumların vereceği onaya bağlı olabilir.

geçerli olacaktır⁹⁴. Burada şirketler büyük ya da küçük olabilir. Ayrıca çok sayıda ortağı olabileceği gibi az sayıda ortağı da olabilir. Halka açık şirketlerin tabi olduğu düzenlemeler, pek çok durumda bu tür şirketler için de geçerli olmaktadır.

A. Yönetim Kurulunun Genel Yapısı ve Üyeleri

Bazı ülkelerin siyasal yönetim sistemlerinde zaman zaman yasama yetkisinin iki organla yerine getirildiği görülür. Bazı durumlarda bu iki yasama organına ek olarak başkanın da ayrıca halk tarafından seçildiği politik sistemlere rastlanılmaktadır. Bu yapı ABD'deki Temsilciler Meclisi ile Senato ya da Türkiye'de bir dönem uygulanan Millet Meclisi ve Senato yapısına benzemektedir. Bu şekilde bir yönetim yapısı oluşturulmasının temel amacı toplumun farklı gruplarının çıkarlarının dikkate alınacağı bir yönetim sistemi meydana getirmektir.

Şirketlerin yönetim kurulları da kendilerini seçen grubun yani hissedarların çıkarlarını koruma, diğer grupların çıkarlarını ikinci plana atma eğilimine girebilir. Çünkü şirketler hukuku ile oluşturulan yapı içerisinde, genellikle yönetim fonksiyonu yönetim kuruluna devredilir⁹⁵.

Politik sistemlerin getirdiği çözüme benzer biçimde şirketler içinde iki organlı bir yönetim yapısı oluşturularak, farklı grupların çıkarlarının korunmasının garanti altına alınması sağlanabilir. Bazı hukuk sistemleri, çok ortaklı şirketlerde farklı grupların çıkarları arasında bir dengenin gözetildiği bir yapı ortaya koymuştur. İki organdan oluşan bir kurumsal yapı içerisinde azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması da daha etkin biçimde sağlanabilir. Örneğin yönetim organlarından birisi “bir hisse-bir oy” temel prensibi ışığında yapılan oylama ile oluşturulurken, diğer organ “bir ortak-bir oy” prensibi ışığında seçilebilir. Son derece mantıklı görünen bu yapıların neden her hukuk sisteminde görülmediği sorusuna verilecek yanıt basittir. Bu şekilde iki organlı bir yönetim yapısının oluşturulması, şirketin karar alma sürecini yavaşlatabilir. Bazı durumlarda şirketin karar alma süreci tamamen tıkanabilir.

⁹⁴ Örneğin Fransa'da SARL ve Almanya'da GmbH olarak adlandırılan ve nitelik itibarı ile halka kapalı şirket statüsünde olan işletmeler de yapılan analiz içinde değerlendirilebilir.

⁹⁵ İki organlı şirket yönetim yapısı da bir anlamda tek bir organdan oluşmaktadır çünkü yönetim organları genelde belirli bir hiyerarşi içinde çalışmaktadır. Üst yönetim organı şirket hissedarları tarafında seçilir ve alt yönetim organı üzerinde bir otoriteye sahiptir.

Azınlık pay sahiplerinin haklarının korunmasında da bu hissedarların temsilcilerinin şirket yönetimine girmesini kolaylaştırıcı düzenlemeler yapma stratejisi kullanılabilir. Azınlık pay sahiplerinin haklarının yanı sıra şirketin faaliyetlerini sürdürmesi için çok önemli bir grup olan çalışanların hakları da, sadece hissedarlar tarafından seçilmiş organ tarafından ikinci plana itilebilir. Bu durumun önlenmesi için yönetim kurulunun seçilmesinde hissedarların yanında çalışanların da söz sahibi olacağı bir sistem oluşturulması önerilebilir. Ancak karar alma sürecinin kilitlenmesi riski, şirket çalışanlarının çıkarları ile hissedarların çıkarlarının çatışması olasılığının yüksek olması nedeniyle, bu yapı içinde de bulunmaktadır.

Fransa'da olduğu gibi bazı ülkelerde, hukuk sistemlerinde halka açık şirketler için iki organlı bir kurumsal yönetim yapısı oluşturulabilmesine imkân tanınmıştır⁹⁶. Almanya ve Hollanda gibi tek bir yönetim organı temelinde tasarlanmış kurumsal yönetim sistemlerinde de bir yönetim organı içerisinde farklı grupların temsil edilmesi sağlanmıştır. Yönetim organının iki alt organdan oluştuğu kurumsal yönetim yapılarında, alt üst yönetim organının alt yönetim organını ataması sağlanarak hiyerarşik bir yapı oluşturulmuştur. Genellikle alt yönetim organı şirketin faaliyetlerini yürüten yöneticilerinden oluşur. Şirket işleyişinde oluşabilecek zafiyetin önüne geçebilmek için bu iki yönetim organı eşit yetki ile donatılmamıştır. Bu şekilde bir hiyerarşik yapılanmaya gidilerek karar alma sürecinin kesintiye uğramasının önüne geçilmiştir.

Ancak şirketin kurumsal yapısı içinde yer alan bu iki organ arasında hiyerarşik bir yapı oluşturulması bu iki organ arasında çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasını engellemez. Alman şirketler hukuku sistemi içersinde, kurumsal yönetim yapısı içinde üst yönetim organı geçerli bir sebep olmadan, yöneticilerden oluşan alt yönetim organını fesih edemez, üyelerini görevden alamaz. Alt yönetim organının yetkisine bırakılmış karar alma gücünü kendisi kullanamaz. Alt yönetim organının, hissedarların $\frac{3}{4}$ 'ünün desteğini aldığı bazı durumlarda üst yönetim organın aldığı

⁹⁶ Fransız hukukunda Societe Anonyme (SA) tek organlı yönetim (conseil d'administration) tarafından idare edilir. Ama şirket esas sözleşmesinde açıkça belirtmek suretiyle iki organlı (directoire et conseil de surveillance) yapı ile de yönetilebilir. Bkz. Art L. 225-57 Code de Commerce.

bazı kararları geçersiz kabul etme ve üst organın görevden alınması talebini genel kurula taşıyabilme yetkisi de vardır⁹⁷.

Kurumsal yönetim yapısı içinde iki organlı sistemin hissedar çıkarlarını koruma konusunda dikkatli davrandığı ancak tek organlı yönetim yapısı ile karşılaştırıldığında hissedarların çıkarlarını koruma konusunda daha dengeli davranmak zorunda olduğu ileri sürülebilir. Üst yönetim organının şirketin işlem ve kararlarında herhangi bir grubun çıkarlarından bağımsız olarak hareket etmek zorunda olması temel bir ilke olarak kabul edilmiştir. İki organlı yönetim sisteminin uygulandığı hukuk sistemlerinde üst yönetim organına yapılan atamaların şirket dışından yapılması ilkesi de benimsenmiştir⁹⁸. Bu ilke de çeşitli grupların çıkarlarının savunulmasında üst yönetim organının daha dengeli davranmasına yardımcı olmaktadır.

Yönetim kurullarına atanacak üyelerin şirket dışından seçilmesi son yıllarda giderek yaygın hale gelen bir uygulama olmaya başlamıştır. Bunun ardında yatan temel gerekçe, şirket dışından atanan yönetim kurulu üyelerinin, şirket içi çıkar çatışmalarından etkilenmeyeceği ve belli bir grubun çıkarlarını koruma güdüsü ile hareket etmeyecekleri yönündeki beklentidir. Bu nedenle ABD'nin de dâhil olduğu bazı hukuk sistemlerinde yönetim kurulu üyelerinin şirket dışından seçilmesi uygulaması benimsenmiştir.

İki organdan oluşan yönetim yapısı uygulaması ile tek organlı yönetim yapısının üyelerinin şirket dışından atanması uygulamalarının sonuçları arasında çeşitli benzerlikler bulunmaktadır. Bir anlamda şirket dışından yönetim kurulu üyeleri atanması yöntemi ile iki organlı kurumsal yönetim sistemlerinin karar alma biçimi

⁹⁷ Bkz. § 111 IV Aktiengesetz. Üst yönetim organı alt yönetim organının faaliyetlerini izler. Bkz. § 111 I Aktiengesetz; Yönetim fonksiyonun üst organa transfer edilmesi konusunda Bkz. § 111 IV Aktiengesetz ; Alt yönetim organını şirketi yönetir. Bkz. § 761 Aktiengesetz

⁹⁸ Almanya ve Hollanda'daki hukuk sistemlerinde olduğu gibi, bazı hukuk sistemlerinde de iki organlı yönetim yapısı yöneticilerin ve diğer şirket çalışanlarının üst yönetimi üstlenen organa girişini engelleyici kısıtlamalar bulunmaktadır. Fransada ise iki organlı yönetim yapısının uygulanıp uygulanamayacağına şirket esas sözleşmesi ile karar verilir. Fransa'da üst yönetim organın üyelerinin 1/3'ü çalışanlardan ya da yöneticilerden oluşabilmektedir. Ancak şirketin operasyonlarını yöneten yöneticiler (managing directes) burada görev alamazlar. Bkz. Art L. 225-74 ve 225-85 Code de Commerce.

taklit edilmektedir. Tek organdan oluşan kurumsal yönetim sisteminde, şirket dışından yönetim kurulu üyesi atanması ile tek yönetim organı içinde iki grup yaratılarak bir anlamda hibrit bir sistem oluşturulmaktadır. Yönetim kurullarına şirket dışından üye atanması sonucunda sadece hissedar çıkarlarının ön planda tutulması güdüsünün önüne set çekileceği düşünülür. Bu beklenti yönetim kurulu üyelerinin nasıl seçileceği ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayıları ile de yakından ilgilidir.

İki organlı yönetim yapısı hissedarların çıkarlarının ikinci plana atılmasına neden olmaz. Bu noktada belirleyici unsur yönetim kurulunun yapısı ve üyelerinin nitelikleridir. Almanya ve Hollanda’da hukuk sistemleri hissedarların yönetim kurulu üyelerinin seçimine yetkili tek grup olması noktasında bazı kısıtlamalar getirmiştir. Bu iki ülkede şirket çalışanlarının da kurumsal yönetim sistemi içerisinde temsil edilmesi ilkesi benimsenmiştir. Piyasa ekonomisinin ve hissedar odaklı kurumsal yönetim yapısının baskın olduğu İngiltere ve ABD’de de şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydı ile şirket yöneticilerinin seçiminde hissedarların yanında diğer grupların da etkin olabilmesine imkân tanınmıştır. Ancak uygulamalara bakıldığında bu sistemlerde yönetim organının seçiminde hissedarların yetkili olması noktasında belirgin bir tercih bulunmaktadır.

Yönetim organının seçimi konusunda Hollanda’daki uygulama oldukça farklıdır. Hollanda hukukunda “yapısal rejim” denilen bir sistem oluşturulmuştur. Bu sistemde şirketlerin üst yönetim organları sadece çalışanlar tarafından seçilmektedir⁹⁹. Bu yöntemde çalışanların atadığı yöneticiler zaman zaman hissedarlar ya da kredi verenler tarafından istenmeyen kişiler de olabilir. Çalışanlar tarafından yapılan atamalara karşı hissedarların itiraz hakkı bulunmaktadır. Ancak bu itiraz sadece atanan yöneticilerin özelliklerinin yeterli olmadığı ya da şirket çıkarlarını temsil etmediği iddialarının ispatlanması şartı ile değerlendirilir¹⁰⁰. Şirket hissedarlarının

⁹⁹ Şirketler çalışan sayıları 100’den ve sermayesi de 25 Milyon Gulden’den(Euro’nun kullanılmaya başlamasından sonra bu miktar karşılığı Euro baz alınmıştır) fazla ise yapısal rejime uymak zorundadırlar. Bkz. Book 2 Art. 153 Dutch Civil Code. Hollandalı çok uluslu şirketler yapısal rejim sisteminden muaf tutulmuşlardır çünkü çalışanların çoğu Hollandalı değildir.

¹⁰⁰ Hollanda’da yönetim organı hissedarların itirazına rağmen yönetici atayabilir. Bkz. Book 2 Art 158 Dutch Civil Code. Ancak Amsterdam’daki ticari mahkemeler hissedarların itirazlarını geçersiz bulurlarsa benzer bir biçimde hissedarlar üst organın üyelerini görevden alma yetkisine sahiptirler.

atama stratejisindeki güçlerinin yapısal rejim çerçevesi içerisinde oldukça sınırlandırıldığı açıktır. Hollanda’da bu sistemi benimsemek zorunda olan şirketlerin sayısı çok fazla değildir. Bu sistem Hollanda’da otuz yıldır uygulamadadır. Ancak Avrupa Birliği Komisyonu tarafından yürütülen ve üye ülkelerin mevzuatlarının uyumlaştırılmasını amaçlayan çalışmalar kapsamında, bu sisteme ilişkin düzenlemeler yenilenmektedir¹⁰¹.

Almanya’daki sistemde kurumsal yönetim organlarına ilişkin atama stratejisinde hem hissedarlar hem de çalışanlar söz sahibidir. Alman sistemi içerisinde yer alan “beraber karar alma modeli”nde, çalışanların üst yönetim organı üyelerinin yarısına kadarını seçme hakkı vardır. Ancak karar alma süreci içerisinde oy sayılarında eşitlik olması durumunda hissedarlar tarafından seçilen üst yönetim organı başkanının oyu iki oy yerine geçmektedir. Bu nedenle Alman sisteminde de karar alma sürecinde şirket hissedarlarının üstün konumda bulunduğu görülmektedir.

B. Yönetim Kurulu Üyelerinin Seçimi, Görevde Kalma Süreleri ve Görevden Alınmaları

Şirketler hukukunda öncelikli olarak temel ilkeler yardımı ile yönetim kurulunun yapısı ve kimlerden oluşacağı belirlenmektedir. Bu temel ilkelere ek olarak yapılan bazı düzenlemeler ile yönetim kurulunun hissedarların çıkarları konusunda daha hassas davranmaları sağlanır. Bu düzenlemeler yöneticilerin görevden alınmasına ve yönetim kurulunun iç işleyiş yapısına ilişkin düzenlemeler olarak gruplandırılabilir.

Görev süresinin bitimi ile yönetim kurulu üyesinin görevden ayrılması normal bir süreçtir. Bu süreç içinde hissedarın inisiyatifi ancak görev süresinin belirlenmesi

Ancak bu hak sadece mahkeme kararından sonra ortaya çıkar. Bkz. Book 2 Art 161 Dutch Civil Code; Martijn van Empel, The Netherlands, in Arthur R. Pinto, Gustavo Visentini, (1998), **The Legal Basis Of Corporate Governance In Publicly Held Corporations** s.123,135. Ancak bu oldukça radikal “yapısal rejimin” uygulanması abartılmamalıdır. Hollandalı şirketlerin çok önemli bir kısmı ya çok küçük ya da çok büyük olan çokuluslu şirketlerdir ve bu şirketlerde yönetim organı hissedarlar tarafından seçilir.

¹⁰¹ Hollanda’da 2001’de Sosyal ve Ekonomik Komitesi hükümete yönetim kurulunun 2/3’ünün hissedarlar, 1/3’ünün çalışanlar tarafından seçileceği bir yapıya dönüştürülmesini önermiştir. Sosyo Ekonomik Konsey buna ek olarak genel kurul toplantısının bütün yönetim kurulu üyelerini görevden alma yetkisine sahip olmasını önermiştir. Bkz. Bratton, William W., Joseph A. Mc Cohay(2001), Restructuring the Relationship between Shareholders and Managers Working Paper. http://www.accf.nl/pages/members/mccahery/KVS_E_Bratton&McCahery_311001.pdf

aşamasında etkilidir. Şirketler hukukunun genel uygulamaları ve/veya esas sözleşmeden kaynaklanan sınırlamalarla bu süreler belirlenmiştir. Örneğin Japonya’da yönetim kurulu üyelerinin görev süresi iki yıl olarak belirlenmiştir. İngiltere’de yönetim kurulu üyelerinin görev süresi konusunda bir sınırlama getirilmemiştir. İngiltere’de halka kapalı şirketlerin hissedarları yönetim kurulu üyelerini ömür boyu görevlendirebilir¹⁰². ABD’de şirketler hukukuna göre yönetim kurulu üyelerinin görev süresi bir yıldır. Yönetim kurulu üyeleri için normalde olabilecek en uzun görev süresi de üç yıl olarak belirlenmiştir¹⁰³. Almanya ve Fransa’da genelde yönetim kurulu üyeleri uzun süreler için seçilir. Almanya’da bu süre beş yıl, Fransa’da ise altı yıldır¹⁰⁴.

Hissedarların yönetim kurulu üyelerinin görevine son verme yetkisinin ikinci boyutu, yönetim kurulu üyelerinin görev süresi dolmadan görevden alınabilmesidir. İngiliz ve Fransız hukukunda, hissedarlar çoğunluğun onayını alarak, herhangi bir sebep gösterme zorunluluğu olmadan yönetim kurulu üyelerini görevden alabilir¹⁰⁵. Japon, Alman ve ABD hukuk sistemlerinde hissedarlara daha zayıf görevden alma yetkileri verilmiştir¹⁰⁶.

Yönetim kurulu üyelerinin görev süreleri dolmadan görevden alınabilmesine ilişkin olarak ABD hukukunda farklı bir yapı oluşturulmuştur. ABD’de bazı eyaletlerde yönetim kurulu üyelerinin bir neden göstermeden görevden alınabileceği durumlar açıkça belirlenmişken, bazı eyaletlerde ise farklı bir yöntem benimsenerek

¹⁰² Bkz. Art 256 Commercial Code; Paul Davies, Gower and Davies Principals of Modern Company Law 807, 7th ed. 2003, UK.

¹⁰³ Yönetim kurulu üyelerinin sadece bir kısmının yenilenebildiği durumlarda (staggered ya da classified board) yönetim kurulunun sadece 1/3’ü her yıl yenilenir, Bkz. §141 (b) Delaware General Corporation Law.

¹⁰⁴ Almanya için Bkz. § 102 I Aktiengesetz; Fransa için Bkz. Art 4 225-18 Code de Commerce.

¹⁰⁵ İngiltere’de görev süresi içinde görevden alınma için Bkz. § 303 Companies Act; İngiltere’de hissedarların genel kurulu toplayabilmesi için hissedarların %5’inin onayı gerekir Bkz. § 368 Companies Act, Fransa’da görev süresi içinde görevden alınma Bkz. Art L. 225-18 Code de Commerce, Fransa’da da hissedarların genel kurulu toplayabilmesi için hissedarların %5’inin onayı gerekir Bkz. Art L. 225-103 Code de Commerce.

¹⁰⁶ Japonya’da bir yöneticinin görevden alınabilmesi için hissedarlarının 2/3’ünün oyu gereklidir. Ayrıca bu genel kurul toplantısında temsil edilen oy oranı da toplam oyların en az %50’si kadar olmalıdır. Toplantı yeter sayısı %50 olarak belirtilse de, Japon şirketleri esas sözleşmelerine hüküm koymak şartıyla toplantı yeter sayısını 1/3’e çekebilir. Bkz. Art 257, 843 Commercial Code. Almanya’da da üst yönetim organı üyelerinin süresi dolmadan görevden alınabilmesi için hissedarların oylarının 3/4’ünün görevden alma yönünde olması gerekmektedir. Bkz. § 103 I Aktiengesetz.

hissedarların belirli bir sebep olmadan da bir yönetim kurulu üyesini görevden alabilmesine imkân tanınmıştır¹⁰⁷. ABD’de bazı eyaletlerde yönetim kurulu üyelerinin her yıl sadece belli bir kısmının değişiyor olduğu durumlarda, hissedarların bir yönetim kurulu üyesini görevden almasına izin verilmemiştir. Yönetim kurulu üyelerinin hepsinin aynı anda seçildiği sistemlerde ise, esas sözleşmede hissedarların genel kurulu toplantıya çağırma hakkının bulunması durumunda yönetim kurulu üyesinin görev süresi dolmadan görevden alınabilmesi mümkün olmaktadır¹⁰⁸.

Yönetim kurulu üyelerinin görevden alınabilmelerine ilişkin farklı hukuk sistemlerindeki değişik uygulamaların hissedarların çıkarlarını ne derece etkili olduğu çok net değildir. Almanya dışındaki ülkelerde yönetim kurulu üyelerinin görev süresi dolduğunda göreve yeniden atanma ya da görevine son verme uygulamaları birbirine oldukça benzemektedir. ABD’de Delaware eyaletinde, ilk bakışta zayıf bir görevden alma sistemi oluşturulmuş gözükse de, yönetim kurulu üyelerinin bir yıl için görevlendirildikleri dikkate alındığında hukuk sistemleri içinde bir denge kurulduğu görülür. Bir yanda yönetim kurulu üyelerinin uzun süreler için atandığı ve bu üyelerin görev süreleri dolmadan görevden alınabilmelerinin kolay olduğu hukuk sistemleri, diğer yanda ise görev süresinin bir yıl olduğu ancak bu süre dolmadan görevden alınabilmenin zorlaştırıldığı bir hukuk sistemleri yer almaktadır. İngiltere ve Fransa’da yönetim kurulu üyelerinin görev süresi altı yıl, İngiltere’de ise ömür boyu olarak belirlenmiştir. Ancak bu hukuk sistemlerinde hissedarlara çok etkin yönetim kurulu üyelerini görevden alma yetkisi verilerek bir denge oluşturulmuştur. Japon hukuk sisteminde de hissedarlara yönetim kurulunu görevden alma konusunda daha zayıf bir yetki veriyorsa da görevde kalma süresi iki yıl olarak belirlenmiştir.

Önemli hukuk sistemleri içerisinde sadece Alman hukuk sisteminde üst yönetim organının görev süresi göreceli olarak uzun bir süre kabul edilebilecek beş yıl olarak

¹⁰⁷ Bkz. § 8.08 (a) Revised Model Business Corporation Act.

¹⁰⁸ Bkz. § 141 Delaware General Corporation Law. Yönetim kurulu üyelerinin her yıl sadece bir kısmının değişmesi sınırlaması yoksa hissedarlar bir neden göstermeden bir üyeyi görevden alabilirler. Bkz. §141 (k) Delaware Corporation Law; Esas sözleşmede hissedarların genel kurulu toplantıya çağırma yetkisi olmalıdır Bkz. § 211 (d).

belirlenmiş, aynı zamanda üyelerin görev süresi dolmadan hissedarlar tarafından görevden alınabilmesi zorlaştırılmıştır. Bu nedenle Almanya diğer önemli hukuk sistemlerinden büyük ölçüde bir farklılık göstermektedir. Alman sistemini diğer sistemlerden ayıran bir başka husus da iki organlı yönetim yapısı içinde alt yönetim organının üyelerini görevden alınmasının da oldukça zor olduğudur. Alman hukukunda alt yönetim organı üyelerinin görev süresi dolmadan görevden alınmalarını engellemek üzere yasal bir koruma mekanizması oluşturulmuştur¹⁰⁹.

Alman ve ABD hukuk sistemlerinin kurumsal yönetim yapısının temel felsefesi noktasında bir yakınlaşma süreci içersinde bulundukları söylenebilir. ABD’de şirket dışından bağımsız yönetim kurulu üyesi atanması uygulaması gittikçe daha çok şirket tarafından benimsenmektedir. Farklı grupların çıkarlarına eşit mesafede olacak üyelerin yönetim kurulundaki ağırlığı artmaktadır. Bunun bir sonucu olarak ABD’de halka açık şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin görevde kalma süreleri esas sözleşmede değişiklik yapılarak uzatılmaktadır. Bu iki durum beraber değerlendirildiğinde Alman ve ABD hukuk sistemlerinin bu konuda birbirine daha yakın hale geldiği görülmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin niteliği ve görev süreleri açısından bu iki hukuk sistemi birbirine yakınlaşmakta ve diğer önemli hukuk sistemleri içinde birbirine daha çok benzemektedir¹¹⁰.

C. Yönetim Kurullarının Üye Sayısı ve Karar Alma Süreci

Kurumsal yönetim yapısı içinde karar alma sürecindeki farklılıklar, yönetim kurulu üyelerini görevden alma yetkisi arasındaki farklılıklardan daha önemlidir. Kurumsal yönetim yapısı üzerinde yapılan araştırmalarda çeşitli değişkenler dikkate alınarak en iyi uygulamaların neler olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu değişkenlerden birisi kurumsal yönetim yapısında görev alan üyelerin sayısıdır. Farklı hukuk sistemlerinde

¹⁰⁹ Bkz. § 84 Aktiengesetz

¹¹⁰ Buna karşın hissedarların yöneticiyi görevden alma hakkı İngiltere’de oldukça güçlü iken ABD’de zayıftır. Bkz. Davies, Paul, (2003), Shareholder Value, Company Law and Securities Market Law: a British View, in Klaus J. Hopt ve Eddy Wymeersch (eds.), **Capital Markets And Company Law**. s.261.

kurumsal yönetim organlarının üye sayıları arasında yapılan karşılaştırmada küçük yönetim kurullarının daha iyi oldukları sonucuna ulaşılmıştır¹¹¹.

Bir diğer önemli husus ise kurumsal yönetim yapısı içerisinde komitelerin rolünün ne olması gerektiğidir. Kurumsal yönetim yapısı içerisinde farklı komitelerin oluşturulması uygulamasının iyi olduğu yönünde genel bir kanı mevcuttur. Ayrıca kurumsal yönetim yapısı içerisindeki üyelerin çok sayıda toplantı yapmasının da daha iyi olduğu ileri sürülmektedir. Yapılan araştırmalarda şirket dışından gelen üyelerinin sayısının, şirket içinden gelen üyelerinin sayısına oranının fazla olmasının daha iyi olduğu konusunda da bir görüş bulunmaktadır¹¹².

Kurumsal yönetim akımının ilk ortaya çıktığı yer olarak ABD, kurumsal yönetim uygulamaları arasında yapılan karşılaştırılarda referans alınan bir ülke konumundadır. Bu nedenle yukarıda sıralanan hususlar açısından ABD hukukunda yer alan düzenlemelerin gözden geçirilmesi faydalı olacaktır.

ABD’de hukuksal bir kısıtlama olmamasına rağmen, yönetim kurulu üye sayısı olabildiğince sınırlandırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca çok iyi işleyen komiteler yapısı da oluşturulmuştur. Pek çok hukuk sisteminde yer alan düzenlemelerden farklı olarak ABD ve bir ölçüde de İngiltere hukuk sistemlerinde, yönetim kurulu üyelerinin yetkilerinin yönetim kurulları içinden çıkan komitelere delege edilmesine izin verilmiştir¹¹³. Ayrıca, borsada işlem görme şartları ile yönetim kurulu içerisinde çeşitli komitelerin oluşturulmasını zorunlu hale getirilmiştir. New York Borsası ilk defa 1970’te kotasyondaki şirketlere denetim komiteleri atanmasını zorunluluğunu getirmiştir. Ayrıca bu komitenin üyelerinin şirket dışından gelen üyelerce oluşturulması istenmektedir. Enron skandalı ardından yaşanan gelişmeler neticesinde, ABD’deki önemli borsalar kotasyondaki şirketlerin yönetim kurullarında şirket dışından gelen üyelerin sayısının çoğunluk teşkil etmesini

¹¹¹ İyi işleyen yönetim kurullarında üye sayısı onu geçmemelidir. Bkz. Lipton, Martin, Jay W. Lorsch,(1992), A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, 48, **The Business Law Year** 59, s.64-5.

¹¹² Bkz. Lipton, M., Lorsch J.W., (1992)., A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, 48, **The Business Lawyear** 59, s.64-5

¹¹³ Bu konuda ABD uygulaması için Bkz. § 141 (c) (2) Delaware General Corporation Law; İngiltere için Bkz. § 8.25 Revised Model Business Corporation Act.

istemiştir. Ayrıca denetim komitesine ek olarak diğer komitelerin oluşturulması da istenmiştir. New York Borsası bu komitelerin de özellikle şirket dışından seçilen üyelerce oluşturulmasını talep etmektedir. NASDAQ ise bu komitelerde çoğunluğun bağımsız yönetim kurulu üyelerinden yani şirket dışından gelen üyelerden oluşturulmasını istemektedir. Bu komitelerin yapıları arasında New York Borsası ve NASDAQ’da farklılıklar olduğu, NASDAQ’ın komisyonların üyeleri konusunda New York Borsası’ndan daha esnek davrandığı dikkat çekmektedir.

Komitelere ilişkin standartlar uygulamaya konulduğunda ABD Sermaye Piyasası Kurulu bütün halka açık şirketlerin denetim komitelerinde bir “finansal uzmanın” olup olmadığının açıklanmasını, eğer denetim komitelerinde bir “finansal uzman” yoksa bunun nedeninin belirtilmesini istemiştir¹¹⁴.

ABD hukukunda halka açık şirketler herhangi bir yasal zorlama olmamasına rağmen 1970 yılından beri yönetim kurullarında bağımsız yönetim kurulu üye sayısını yüksek tutmuştur. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket performanslarının artırılmasında önemli rol oynadıkları ileri sürülmektedir¹¹⁵. Diğer önemli hukuki yapılarda şirket yönetim kurulu daha gevşek düzenlenmiştir. Örneğin İngiltere’de halka açık şirketlerin yönetim kurullarında sayının daha az olduğu görülmektedir. Bu şirketlerin esas sözleşmelerinde denetim ve ücret komitelerinin olması gerektiği ve bunların şirkette operasyonel anlamda yöneticilik yapmayan üyeler tarafından oluşturulmasına ilişkin uygulamalar vardır. İngiliz şirketlerindeki bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ABD şirketlerine göre daha azdır. 1992 yılında yayınlanan Cadbury Raporu’nda bu konu hakkında pek çok önemli değerlendirmede bulunulmuştur¹¹⁶.

¹¹⁴ Bkz. SEC Release No 33-8177, 2002; Uygulaması için Bkz. § 406, 407 of the Sarbanes-Oxley Act.

¹¹⁵ Bkz. Hermalin, Benjamin E., Micheal S. Weisbach, (1991), The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Defense, 20 **Journal of Financial Management** s.101; Bhagat, Sanjai, Bernard Block, (1999), The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 **Business Law Year** s.921.

¹¹⁶ “The Cadbury Report” un önerileri doğrultusunda henüz Londra borsasının düzenlemelerinde bir değişikliğe gidilmemiştir.

Fransız şirketlerinde yönetim kurulunda şirket dışından seçilen üyelerin sayısının, toplam üye sayısına oranı 1/3 olarak belirlenmiştir¹¹⁷. Şirketler hukuku yapısı açısından Fransa’da şirketin yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlüğü görevini birlikte yöneten PDG (president directeur-general) öne çıkmaktadır. PDG’nin yönetim kurulu üyeleri içerisinde diğerlerine göre daha güçlü bir konumda olduğu çok açıktır. PDG ile şirket kontrolünü elinde bulunduran hissedarlar arasında gayri resmi nitelikli bir ilişki olmasının doğal bir sonuç olacağı düşünülebilir. Bu aktörün diğer yönetim kurulu üyelerinin atanması sürecinde de çok etkili olacağı dikkate alındığında PDG’nin önemi daha açık biçimde ortaya çıkmaktadır¹¹⁸.

Şirketlerin yönetim organları, Alman ve Japon hukuk sistemlerinde ABD’deki hukuk sisteminden farklı biçimde oluşturulmuştur. Bu iki hukuk sisteminde de yönetim kurulları oldukça fazla sayıda üyeden oluşur. Alman hukukunda yirmi binden fazla çalışanı olan bütün şirketlerde üst yönetim organının bulunması gereklidir. Bu şirketlerde en azından yirmi yönetim kurulu üyesi olması istenmiştir¹¹⁹. Japonya’daki şirketlerde ise hukuksal bir zorunluluk bulunmasa da çok sayıda üyeden oluşan yönetim kurullarının olduğu görülmektedir. Yapılan çalışmalarda Japon şirketlerinin yönetim kurulu üye sayısı ortalamasının yirmi-yirmi beş aralığında olduğu ve bazı Japon şirketlerinde elli dört üyeden oluşan yönetim kurullarına bile rastlandığı görülmüştür¹²⁰. Ancak 1997’den beri Japon şirketlerinde yönetim kurulu üye sayısında dikkat çekici bir şekilde azalmaya gidilmiştir. 1997 yılında Sony’nin yönetim kurulu üye sayısını otuz beşten on ikiye düşürmesinin ardından diğer önemli Japon şirketleri de bu trendi takip etmiştir. Japonya’da bazı yöneticilerin hayat boyu

¹¹⁷ Bkz. Art L. 225-22 Code de Commerce. Yönetim kurullarında 18 üyeden fazla üye bulunamaz. Bkz. Art.225-17 Code de Commerce.

¹¹⁸ Bkz. Wyreisch, Eddy, (1998), A Stock Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States, in Klaus J. Hopt et al. (eds) **Comparative Corporate Governance; The State Of The Art And Emerging Research** 1045, s.1113-14.

¹¹⁹ Almanya’da şirketin esas sözleşmesinde Akti-engesellschaft (AG)’nin yönetim kurullarının en az 3, en fazla 21 üyeli oluşturulmasını istemiştir. Son zamanlarda yönetim kurulu üye sayısının azaltılması yönündeki girişimler sendikalar tarafından başarısızlığa uğratılmıştır.

¹²⁰ Hideki Kanda, Comparative Corporate Governance Country Report: Japan, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=159560; yönetim kurulu üyesi sayısı ortalama 25 olarak belirtilmiştir. Bkz. Yoshiro Miwa, J. Mark Ramseyer, Who Appoints Them, What do they Do? Evidence on Outside Directors from Japan, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=326460, 1985’de Tokyo Borsasında işlem gören şirketlerin yönetim kurullarında ortalama üye sayısı 19 olmasına rağmen 54 üyesi olan yönetim kurullarının bulunduğu örneklere rastlanmaktadır. Ancak 1997’de Sony yönetim kurulu üyesi sayısını 35’den 12’ye düşürünce pek çok Japon şirketi de bu uygulamayı benimsemiştir.

yönetim kurulunda görev yapması uygulaması vardır. Bu durum Japon iş kültürünün bir özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak küreselleşmenin sonucunda artan rekabet baskısı Japonya’da bu sistemin gözden geçirilmesini zorunlu kılmıştır. Almanya’da şirket çalışanlarının temsilcileri üst yönetim organında yer almaktadır. Alman hukuk sisteminde üst yönetim organının üyelerinin hepsi şirket dışından seçilen, operasyonel görevleri olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır. Ama Japonya’da yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu şirket içinden gelen üyelerden oluşmaktadır. Yönetim kurulu üye sayısını azaltmanın ardında yatan temel amaç yönetim kurulunun işleyişini ve karar alma sürecini hızlandırmaktır¹²¹.

Bu açıklamalar Japon ve Alman şirketlerinin etkili bir yönetim sistemine sahip olmadıklarını göstermez. Bu durumun yorumu, bu organların genel anlamda yönetim kurulu olarak adlandırılan organlara benzemediğidir. Pek çok önemli Alman şirketinde kurumsal yönetim anlayışının etkin bir şekilde uygulanması alt yönetim organı düzeyinde gerçekleştirilir¹²². Japonya’da hissedarların şirket denetçilerini seçme hakkı vardır. Denetim organında görevli bu denetçiler şirketin işlemlerini kontrol ederken bağımsız denetçilerle beraber çalışmak zorundadır. Bu denetçilerin en az yarısının şirket dışından seçilmesi zorunluluğu da bulunmaktadır¹²³.

¹²¹ Bkz. Vermack, David, (1996), Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, 40 **Journal of Financial Economics** s.185.

¹²² Örneğin Alman hukukuna göre, şirket yönetiminde tek başına alt yönetim organı sorumludur. Bkz. §76 I Aktiengesetz. Üst yönetim organı bazı işlemleri veto edebilir ama ABD, İngiltere ya da Fransa’dakinin tersine alt yönetim organına karşı zorlayıcı telkinlerde bulunamaz. Bu konuda Bkz. Deltver, Martin, Antony G.Hickin Bothem, (1999), (eds. And translators) **German Stock Corporation Act And Co-Determination Act** s.10.

¹²³ Japonya’da esas sözleşmedeki zorunlu denetçiler (konsayaku) genel kurul toplantısında seçilirler ve ABD’deki denetim komitelerinden daha büyük bir rol oynarlar. Japonya’da konsayakular yöneticilerden arasından seçilmez. Japon hukukunda esas sözleşmede yer alan denetçiler şirketlerin finansal uygunluğunu defterler üzerinden denetlerken ayrıca, şirketlerin uymak zorunda oldukları mevcut düzenlemelere uygun işlem yapıp yapmadıklarını ve şirket yöneticilerinin de esas sözleşmede belirtilen bütün görevleri iyi niyetle yaptıklarının kontrolünü de yaparlar. Yani denetimlerini üç ana alanda yoğunlaştırırlar. Bu denetimin raporları hem kendi raporları hem de bağımsız denetçi raporları ile beraber genel kurul toplantısından en az iki hafta önce hissedarlara gönderilir. Japonya’da 2002 yılında Special Audit Act’a alternatif olarak yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu yapılan değişikliklerle ABD’deki yapıya benzer bir yapı oluşturarak Japon şirketlerine, geleneksel denetim sistemi ya da ABD’dekine benzer komiteler oluşturulması sistemi arasında seçim yapabilme şansı tanınmıştır. Özellikle büyük Japon şirketleri, geleneksel denetim organı sistemini bırakarak yönetim kurulu içinde üç komite oluşturmuş ve geleneksel denetim sistemindeki üç temel görevi üç komiteye vermiştir. Bu üç komitenin çoğunluğunda şirket dışından gelen yönetim kurulu üyelerinden oluşturulması sağlanmıştır.

Alman ve ABD sistemleri arasında bir ilişki kurmak gerekirse Alman sistemindeki üst ve alt yönetim organları ABD'deki yönetim kuruluna ve komitelere benzetilebilir. ABD'de yönetim kurulu çeşitli komiteler vasıtası ile resmi olmayan biçimde ikinci bir yapılanma oluşturarak kurumsal yönetim sisteminin etkinliğini arttırmaktadır. Almanya'da da alt yönetim organı bir anlamda komitelerin işlevini görmektedir. Alt yönetim organının görevlerinden birisi de yapılan işlemleri çalışanlara duyurma ve onları bilgilendirmedir. Bu yapı ile şirket çalışanları ile yöneticiler arasında sorun çıkması engellenmeye çalışılmıştır.

Dünya ekonomisinde çok önemli yere sahip bu ülkelerin hukuk sistemlerinde kurumsal yönetim yapısı iki temel özellik gösterir. İlk özellik bu yapının düzenlemelerle ortaya konan resmi boyutudur. İkinci özellik ise bu resmi boyuta, çeşitli uygulamalar neticesinde eklenen gayri resmi yapıdır. Almanya örneği bir tarafa bırakılacak olursa, kurumsal yönetim yapısı içinde yönetim organının üstlendiği yönetim rolünün içersinde, şirket hissedarlarının çıkarları doğrultusunda işlem yapma önceliğinin de bulunduğu kabul edilmiştir. Japon yönetim sisteminde hissedarlar ile yönetici arasındaki ilişkinin bir sonucu olarak yönetim kurulunda kaç kişi olacağı ve kimlerden oluşacağı esas sözleşmede açıkça belirlenmiştir. Japonya'da hukuksal sistem bu konularda bağlayıcı hükümlere yer vermemiştir. Japon yönetim kurulları genel olarak çok sayıda üyeden oluşmakla birlikte az sayıda üyeden oluşmasının önünde bir engel bulunmamaktadır. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin şirket dışından seçilmesi de mümkündür. Bu hususlar esas sözleşmede yapılan düzenlemeler vasıtası ile uygulamaya konur. Fransa'daki sistemde ise en dikkat çekici husus PDG'nin kurumsal yönetim yapısı içersinde oynadığı roldür. PDG Fransız şirketler hukukundan aldığı güçle kurumsal yönetim sisteminde baskın bir rol oynamaktadır. Ancak Fransa'daki uygulamada hissedarların çoğunluğunun görev süresi sonunda PDG'yi görevden alma yetkileri de bulunmaktadır¹²⁴.

ABD'de ve İngiltere'de kurumsal yönetim yapısının oluşturulmasında hissedarların belirgin bir üstünlüğü bulunmaktadır. Ancak birinci bölümde belirtildiği gibi tarihsel

¹²⁴ Sadece yönetim kurulu genel müdürü görevden alabilir. Daha da ilginç olanı bu görevden alma ancak bir sebebe bağlı olarak yapılabilir. Almanya'da da belli bir sebebe bağlı olarak üst yönetim organı genel müdürü görevden alabilir. Fransa için Bkz. Art. L 225-55 Code de Commerce; Almanya için Bkz. §84 Aktiengesetz.

olarak bakıldığında ABD kurumsal yönetim sisteminin yönetici ağırlıklı bir sistem olduğu görülür. Kurumsal yönetim yapısı içerisinde hissedarlar, şirket yönetiminde etkin olma noktasında pasif kalırsa, şirket yönetimi tüm sistemin işleyişini kontrolleri altına alabilir. İncelenen bu hukuk sistemleri içerisinde sadece Almanya’da hissedarların yönetim kurullarında çok etkili olması hukuk sistemindeki düzenlemeler ile engellenmiştir. Alman hukuk sistemi çalışan temsilcilerinin de üst yönetim organında temsil edilmesini sağlayarak ve üst yönetim organı ile alt yönetim organı arasında kesin ayrımlar yaparak kendine has hiyerarşik bir yapı oluşturmuş ve bu yapısı ile gelişmiş ekonomilerin hukuk sistemleri içerisinde farklı bir konuma sahip olmuştur.

D. Şirket Hissedarlarının Tek Bir Grup Olarak Hareket Etmesinin Sağlanması

Hissedarların kurumsal yönetim yapısı üzerindeki güçlerini kullanmada pasif kalmaları halinde yöneticilerinin şirketin tüm kontrolünü ele geçirmesi riski ortaya çıkar. Hissedarların kurumsal yönetim yapısı içinde pasif davranmalarının önüne geçmenin bir yolu, sermayede çok küçük paylara sahip hissedarların bir araya gelerek çıkarlarını beraberce korumalarını teşvik eden mekanizmalar oluşturmaktır.

Şirketin ortaklık yapısının dağınık olduğu, sermayenin tam manası ile tabana yayıldığı durumlarda, hukuksal düzenlemeler hissedarların kurumsal yönetim yapısı içindeki etkisini arttıracak şekilde oluşturulabilir. Hissedarlar birlikte hareket etme konusunda özendirilebilir. Hissedarların kurumsal yönetim sistemi içindeki etkinlikleri ile oy kullanma sistemleri arasında yakın bir ilişki vardır. Dünya ekonomisinde önemli paya sahip ülkelerin hukuk sistemlerinde, hissedarların yönetime katılabilmesini teşvik eden maliyet unsuru dikkate alınmadan düzenlemelerde yer almıştır.

Bütün önemli hukuk sistemlerinde azınlık pay sahiplerinin genel kurul toplantılarında, toplantıya katılamasalar bile en azından oy kullanmalarına imkân sağlayan düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler üç ana başlık altında toplanabilir: Posta ile oy kullanma, oy hakkının şirket tarafından kullanılması,

depocu(hisse senetlerini saklayan kurum) tarafından oyların kullanılması¹²⁵. Binden daha çok sayıda hissedarı olan Japon şirketleri hissedarlarına posta ile oy kullanabilmeleri için gerekli olan formları iletmektedir. Bu formlar posta yolu ile şirkete geri gönderilmekte ve bu şekilde genel kurul toplantısına katılım sağlanmaktadır¹²⁶. Benzer biçimde, Fransız hukukunda hissedarların posta yolu ile oy kullanabilmesine imkân sağlanmıştır. Bu hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerini bir depocu kuruma veya bankaya yatırmaları şartı ile sahip oldukları hisse senetlerine ait oy hakkını posta yolu ile kullanabilmektedir. Bu yöntem biraz karmaşık gözükse de oldukça sık uygulanmaktadır¹²⁷. Posta ile oy kullanmanın daha radikal bir yolu tüm hissedarların genel kurula gelmesinin maliyetinin şirket tarafından karşılanmasıdır. Yapılan değişikliklerle Rus hukuk sistemine bu sistemin uygulanmasına imkân tanınmıştır. Rusya’da bazı şirketler tüm ortakların oy kullanmasını teşvik için onların genel kurul toplantısına katılabilmek için katlandıkları tüm masraflarını ödemektedir.

Çağrı yolu ile oy toplama sistemleri ABD’de, İngiltere’de ve pek çok başka hukuk sisteminde düzenlenmiştir. ABD’de 1992 yılında yapılan reform ile çağrı yolu ile oy haklarının toplanması sistemine ilişkin detaylı düzenlemeler yapılarak bazı bilgilerin önceden doldurularak ABD Sermaye Piyasası Kuruluna sunulması gibi istemin işleyişini yavaşlatıp zorlaştıran bazı uygulamalar kaldırılmış ve çağrı yolu ile yapılan oy toplama sisteminin uygulanması daha da kolaylaştırılmıştır¹²⁸. Ancak ABD’de çağrı yolu ile oy haklarının toplanması halen çok maliyetli ve uzun bir süreçtir. Bu süreci zorlaştıran unsurlar arasında kayıt yaptırma zorunluluğu, ABD Sermaye

¹²⁵ Japon ve Fransız hukukunda posta ile oy kullanılmasına izin verilmiştir. Japonya için Bkz. Art. 21-3 Special Audit Act ve Art. 239-2 Commercial Code; Fransa için hisseye sahip olanın oy kullanması hakkında Bkz. Art. L 225-107 Code de Commerce. Buradaki her iki hukuk sisteminde oy haklarının toplanması da düzenlenmiştir. Bazı ülkelerde internet ortamı üzerinde genel kurul toplantıları yapılabilir.

¹²⁶ Bu küçük şirketler için isteğe bağlıdır, aynı zamanda elektronik araçlar kullanılarak seçime katılma konusunda karar verme yetkisi şirkete tanınmıştır.

¹²⁷ Şirketler esas sözleşmelerinde değişiklik yaparak elektronik oy kullanma, uzaktan oy kullanma mekanizmalarını getirebilirler. Ancak burada önemli bir nokta bulunmaktadır, Fransız şirketleri nisaplarda sorun olacağını düşünüyorlarsa bu formları hissedarlara göndermekte; ancak nisaplarda bir sorun olmayacağını düşünüyorlarsa formları hissedarlara göndermemektedir. Olağan genel kurul toplantılarında ikinci toplantıda bir nisap aranmamaktadır. Katılanlar ile toplantı yapılabilir. Bununla birlikte olağanüstü toplantılarda ikinci kez de %25’lik nisap aranmaktadır. Bkz. Art. L 225-99 ve 225-96 Code de Commerce.

¹²⁸ Bkz. Regulation of Communication Among Shareholders, SEC Release No 34-31326 (1992).

Piyasası Kurulu'nun istediği kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin tam manası ile yerine getirilmesi ve katlanılacak tüm maliyetler sıralanabilir. Büyük çapta bir oy haklarının toplanması yarışına girmenin maliyeti birkaç milyon ABD Dolarını bulmaktadır. Ayrıca oy haklarının %5'ini toplayanların ABD Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıt yaptırmaları ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekmektedir¹²⁹.

Çeşitli grupların oy haklarını toplayarak tüm hissedarların görüşünün genel kurullarda temsil edilmesini sağlamanın bir başka yöntemi de finansal araçlar ve depo kuruluşlarına oy kullanma hakkı konusunda yetki vermektir. ABD'de ve İngiltere'de finansal kurumlar, emeklilik fonları, yatırım fonları gibi şirket hisselerinin büyük kısmını ellerinde bulunduran kurumsal yatırımcılar, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyma konusunda hassas davranmalarında önemli rol oynamaktadır. Risk yönetimi amacıyla getirilen sınırlamalar nedeni ile bu kurumsal yatırımcılar belli bir şirketin sermayesinde çok fazla paya sahip olamamaktadır. Ancak yine de sahip oldukları paylar nedeniyle elde ettikleri oy haklarını etkin biçimde kullanarak kurumsal yönetim sisteminin etkin işleyişinde önemli rol oynamaktadır. Bu kurumsal yatırımcılar ellerinde bulunan hisse senetlerinden kaynaklanan oy haklarını kullanmak için üçüncü taraflara vekâlet verebilmektedir. Ancak bu vekâletin kimlere verilebileceği konusunda çeşitli kısıtlamalar vardır. Örneğin şirketin yöneticilerine bu oy kullanma hakkını devredemezler.

Avrupa'da sistem biraz daha farklı işlemektedir. Depo kurumları, bankalar ya da yedimcinler genelde azınlık pay sahiplerinin hisselerini ellerinde tutup, oy kullanma haklarının toplanması açısından bir aracı olma görevini yerine getirmektedir. Küçük yatırımcılar genelde bankalar, finansal araçlar aracılığı ile hisse senetlerini alırlar. Bu hisse senetlerini bu kurumlarda açtıkları yatırım hesaplarında tutar ve oy hakkını da kurumlar vasıtası ile kullanırlar. Finansal araçların bu hisse senetlerinin sahiplerine oy kullanımı ile ilgili bazı hizmetler sunması normaldir. Finansal araçlar bu hissedarları genel kurullarda oy kullanabilecekleri alternatifler hakkında bilgilendirmektedir. Bu finansal kurumlarda saklanan hisselerin sahipleri kendi

¹²⁹ Bu kayıt için Bkz. SEC Rule 13d-5.

oylarını finansal aracının genel tercihinden farklı olarak kullanabilir¹³⁰. Almanya’da üst yönetim organı, oy haklarının toplanması işlemine katılamamaktadır. Üst yönetim organının bu konuda yetkisinin olup olmadığı net olmasa da bunun gerekçesi olarak üst yönetim organının üyelerinin bağımsız üyelerden oluşması zorunluluğu gösterilmektedir¹³¹.

Almanya’da bankalar oy haklarının nasıl kullanılacağı konusunda şirket yöneticileri ile beraber hareket ederler¹³². Şirketler finansal kurumlar yerine üçüncü kişilerin oy haklarının kullanmasını teşvik ederek finansal kurumların genel kurullardaki etkisini azaltmaya çalışmaktadır¹³³.

Fransa’da ise finansal araçların saklamasında bulunan hisse senetlerine ait oy haklarının kullanılması konusunda şirket yönetimlerine önemli bir avantaj verilmiştir. Hissedar tarafından, bir tercih belirtilmeden şirkete gönderilen formlara ait oy haklarının ne yönde kullanılacağına şirket karar verir¹³⁴. Fransız hukuk sistemi hissedarların gönderdikleri formlarda bir tercih belirtmemesini, yönetimin kararlarının desteklendiği şeklinde yorumlamaktadır. Ayrıca Fransa’da şirketler bankalar ve diğer finansal araçlarla anlaşarak bu kurumların saklamasında bulunan hisse senetlerine ait tercihi belirtilmemiş oy haklarını yönetimin tercihleri doğrultusunda kullanabilmektedir.

Hollanda hukuku bu konuda bir adım daha ileri giderek şirketlerin finansal kurumların saklamalarında bulunan hisse senetlerine ait oy haklarını kullanacak kişileri doğrudan belirleyebilmelerine olanak tanımıştır. Bu oy haklarını kullanacak kişi esas sözleşmeye konulan bir hükümle önceden belirlenir. Bu kişi tercihlerine güvenilen, ombudsman(administrative kanteer) denilen kimsedir¹³⁵. Bu kişi tercih

¹³⁰ Bkz. §128 Aktiengesetz.

¹³¹ Karşılaştırma için Bkz. Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht 854 (4th ed.2002) ve Uwe Huffer, Aktiengesetz No 25 § 134 (5th ed. 2002).

¹³² Bkz. Roe, Mark J., (1993), Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and The United States, 102 **Yale Law Journal** 1927, s.1942.

¹³³ Bkz. § 134 Aktiengesetz; Theodor Baums (ed.) Bericht der Regierungskommission Corporate Governance No:121-4(2001).

¹³⁴ Bkz. Art L 225-106 Code de Commerce.

¹³⁵ Ombudsman, kelime kökeni açısından İsveç dilinde “aracı” anlamına gelen ‘ombuds’ ve “kişi” anlamına gelen ‘man’ kelimelerinden oluşmuştur ve aracı kişi anlamına gelmektedir. Ombudsman

belirtilmeyen hisselerin oy haklarını elinde tutar ve şirket menfaatine uygun olarak kullanır¹³⁶.

Azınlık pay sahiplerinin haklarının korunarak, kurumsal yönetim sistemi içersinde etkinliklerini arttırmak amacı ile oy toplama sisteminin yanı sıra pek çok hukuki araç da geliştirilmiştir. Bu araçlar arasında yazılı oy toplama sistemleri, esas sözleşmeye konulacak hükümlerle hissedarların kimlik bilgilerinin ve adreslerinin oy haklarını toplama girişimine başlayacak üçüncü kişilere verilebilmesine imkân sağlanması sayılabilir¹³⁷. Şirketlerin doğrudan ya da dolaylı olarak sahip oldukları şirket hisselerine ilişkin oy haklarının kullanılması ve bu oyların toplantı yeter sayısına dâhil edilip edilemeyeceği konusunda da çeşitli düzenlemeler yapılmıştır¹³⁸. İncelenen hukuk sistemlerinde toplantı yeter sayıları konusunda da farklı düzenlemeler yapılmıştır¹³⁹.

E. Yönetim Organlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Değerlendirmeler

Yönetim kurulunun yapısı, kimlerden oluşacağı, üyelerin görevden alınabilme şartları ve karar sürecinin karakteristik özellikleri halka açık şirketler açısından Almanya hariç diğer önemli hukuk sistemlerinde büyük ölçüde birbirine benzerdir.

kelimesi İsveç dilinde genellikle delege, avukat, vekil veya bir diğer kişi veya kişiler tarafından o kişi veya kişiler adına hareket etmeye ve onların haklarını korumaya yetkili kılınmış kimseyi ifade etmek için kullanılır. Ombudsman'ın Türkçe karşılığı için kamu denetçisi, arabulucu, kamu hakemi, medeni hakların savunucusu, parlamento komiseri gibi tanımlamalar teklif edilmiştir. Ancak Türkçe'de üzerinde fikir birliği oluşmuş bir kullanım şekli bulunmamaktadır.

¹³⁶ Hollanda hukuku bu sertifikaları elinde bulunduranlara oy verme konusunda daha az söz hakkı vermiştir. Sermayenin %10'unu elinde tutan hissedarlar soruşturma yapılmasını talep edebilmektedirler.

¹³⁷ Bu listeler olmadan oy toplama mücadelesine girişmek oldukça zordur. Bu nedenle bu listelere ulaşabilmek çok önemlidir.

¹³⁸ Pek çok hukuk sisteminde bağlı ortak ya da iştiraklerin sahip oldukları hisselerden dolayı kendi genel kurullarında oy kullanmasına izin verilmemiştir. Fransa'da kontrol çoğunluğu tanımı yapılmamıştır. Japonya ve ABD'de bu tanımlar farklı şekilde yapılmıştır. Japonya'da bağlı şirket tanımına %25 hisse senedine sahip olup olmaması, Amerika Delaware'de ise hisse senetlerinin %50'sine sahip olup olunmaması şeklinde tanımlanmıştır. Alman hukuku daha ileri giderek, bazı özel durumlar dışında bağlı şirket/ortaklarının sahip oldukları ana şirket hisse senetlerinin oy haklarının kullanmasına izin vermemiştir. Bkz. §71d Aktiengesetz.

¹³⁹ İngiltere'de esas sözleşmede farklı bir düzenleme yoksa iki üye nisap sayılmaktadır. Bkz. § 370-370A Companies Act. Japonya'da normalde sermayenin %50'sinin temsili gereklidir. Esas sözleşme değişiklik yapılarak bu oran %33.3 olabilmekte ancak daha aşağıya indirilememektedir. Bkz. Art. 239, 256-2, 280, 343 Commercial Code. ABD'de toplantı nisap oranı yüksek tutulmuştur. Olağanüstü toplantılar için % 50, zorunlu toplantılar için ise % 33.3 toplantı nisap oranları öngörmüştür. Bkz. § 216 Delaware General Corporation Law. Diğer hukuk sistemlerinde toplantı nisap oranları daha düşüktür. Örneğin Fransa'da ilk toplantı için toplantı nisabı %25'tir. Birinci kez toplanılamamış ise ikinci toplantıda nisap aranmamaktadır. Bkz. Art L 225-98 Code de Commerce.

Hissedarların çoğunluğu, ABD’de olduğu gibi Fransa ve Japonya’da da istemedikleri bir yöneticiyi görevden alabilir. Hatta bu son sayılan ülkelerde hissedarların istemedikleri yöneticiyi görevden almasının ABD’den daha kolay olacağı da ileri sürülebilir. Buna karşın, Almanya’da hissedarlar çoğunluğu sağlamış olsalar bile yönetim kurulu üyelerini görevden almak için birkaç yıl beklemek zorunda kalabilirler¹⁴⁰.

Oy haklarının kullanımında çağrıyı kullanma yöntemi açısından hukuk sistemlerini iki temel gruba ayırabiliriz. ABD, İngiltere ve Japonya bir grup; Fransa ve Almanya diğer grup içinde yer alır. ABD ve İngiltere’de azınlık pay sahiplerinin önemi vekâleten oy kullanılması süreci içinde çok fazla iken kıta Avrupa’sında yaygın olan küçük hissedarların oy haklarının aracı kurumlar vasıtası ile kullanılması yöntemi ve şirket yönetiminin bu kurumlar üzerindeki etkisi nedeni ile bu iki grup arasında önemli fark meydana gelmektedir.

Bu farklılığın temel nedeni araştırılacak olursa karşımıza iki özellik çıkmaktadır: Halka açık şirketlerin ortaklık yapısı ve kurumsal yönetim yapısı içinde birlikte karar verme uygulamasının bulunup bulunmaması. Birlikte karar verme sistemi, sadece hissedarların atadığı temsilcilerden oluşan yönetim kurulu merkezli kurumsal yönetim modelinden önemli farklılıklar gösterir. Alman şirketlerinde birlikte karar verme sistemi iki organlı kurumsal yönetim sistemi ile oluşturulmuştur. Üst yönetim organı bu sistem içinde daha baskın bir rol oynamaktadır. Yönetim süreci içersinde oynadığı rol alt yönetim organının oynadığı role göre daha önemlidir. Hukuk sistemi içersinde işleyişini düzenleyen kurallar da daha detaylı biçimde yapılmıştır. Üst yönetim organı içinde farklı çıkar gruplarının temsil edilmesine imkân verilmiştir. Üst yönetim organının üye sayısı çok az belirlenmiş olsa idi bu durum farklı çıkar gruplarının bu organda temsil edilmesini zorlaştırabilirdi. Bu durumda hissedarlar ve çalışanlar arasında çıkar çatışmalarının ortaya çıkma riski artabilirdi. Bu nedenle Almanya’da üst yönetim organının üye sayısı yirmi civarında belirlenmiştir. Bunun

¹⁴⁰ ABD’de hissedarların onayı ile esas sözleşmeye, yönetim kurulu üyeleri için değişimli sistem (2 yılda 1/3ünün yenilenmesi gibi) ve birikimli oy maddeleri konularak bir yönetim kurulu üyesini değiştirmek için en az iki yıl beklemek zorunlu hale getirilebilir. Bkz. Behchuk, Luvian A., John Ceates IV, Guhan Subramanian, (2002), The Powerful Anti Takeover Force of Stopped Boards: Theory Evidence & Policy,54 **Stanford Law Review** s.887.

bir başka sonucu ise şirketin operasyon yöneticilerinden oluşan alt yönetim organının kurumsal yönetim yapısı içerisinde gücünün çok artmasıdır. Sayıca az ve özellikleri itibari ile birbirine yakın olan yönetim kurulu üyelerinden oluşan organlarda çalışanlar ve hissedarların çıkarları birbirinden ayrılmış olacağından, şirketin normal işleyişinin kilitlenmesi riski yüksektir. Almanya’da olduğu gibi sayıca büyük ve yönetim içerisindeki etkinliği göreceli olarak pasif olan üst yönetim organlarında, bu tür problemlerin ortaya çıkma olasılığı düşüktür. Kurumsal yönetim yapısının üst ve alt yönetim organlarından oluşan yapılarda yapılan hukuki düzenlemeler ile üst yönetim organının operasyon anlamda yönetime katılmasına kısıtlar getirilmiştir. Üst yönetim organının, şirketin işleyişi ile ilgili hemen her hususa müdahale edebilme gücü bulunmaktadır. Bu iki organ arasında hassas dengelerin gözetildiği bir yapı kurulmuş olması nedeniyle üst yönetim organına alt yönetim organı tarafından yeterli bilgi sağlanması çok önemli hale gelmektedir. İşte bu sebeple Alman hukuk sisteminde üst ve alt yönetim organları arasındaki bilgi akışının nasıl olacağı net bir biçimde düzenlenmiştir.

Hollanda hukuk sisteminde “birlikte karar verme sistemi” olarak adlandırılan, karar alma gücünün iki organ arasında paylaştırıldığı alternatif bir yapılanma görülmektedir. Hollanda’da “yapısal rejim” adı verilen yönetim organının tamamen şirket çalışanlarınca belirlendiği bir sistem uygulanmaktadır. Bu yapı içerisinde üst yönetim organının gücü çok fazladır. Şirketin karar alma mekanizmasında sadece çalışanların çıkarları ön planda tutularak, hissedarların çıkarları geri plana itilmiştir. Alman sisteminde ise çalışanların ve hissedarların çıkarlarının kurumsal yönetim sistemi içerisinde dikkate alınması temin edilmiştir¹⁴¹.

Şirketlerin ortaklık yapılarının, kurumsal yönetim sisteminin oluşturulmasında izlenen sistem açısından belirleyici, ayrıca oy haklarının nasıl kullanılacağına ilişkin düzenlemelerde de etkili olduğu düşünülmektedir. Yapılan araştırmalarda bir ülkenin hukuk sistemi ile o ülkede faaliyet gösteren şirketlerin ortaklık yapısı arasında yakın

¹⁴¹ Bu strateji genel anlamda bir atama stratejisi örneği olarak gösterilemez ama bir çeşit yediemin stratejisi olarak adlandırılabilir.

ilişki bulunduğu saptanmıştır¹⁴². İngiltere ve ABD'deki gibi sermayenin tabana yayıldığı ve sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde azınlık pay sahiplerinin genel kurullara katılarak oy haklarını kullanmasına büyük önem verilmiştir. Belli hissedar gruplarının sermayedeki payları nedeniyle şirket kontrolünü ellerinde bulundurduğu kıta Avrupası ülkelerinde oy kullanma haklarının azınlık pay sahiplerince kullanılmasının sağlanmasına çok fazla önem atfedilmemiştir¹⁴³. Japonya'daki modelin bu iki uç örneğin bir karışımı olduğu görülebilir. Japonya'da sermayenin, kıta Avrupası ülkeleri ile kıyaslandığında, tabana daha çok yayıldığı görülse de İngiltere ve ABD'deki şirketlere göre ortaklık yapısı daha az sayıda kişinin elinde toplanmıştır. Oy haklarının kullanılması konusunda Japonya hukuk sistemi ile Alman hukuk sistemi arasında pek çok benzerlik bulunmakla birlikte yapılan değişikliklerle Japon hukuk sistemi ABD hukuk sistemine yaklaşmıştır¹⁴⁴.

III. Hissedarlar ve Yöneticiler Arasındaki Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi ve Çözümünde Kullanılabilecek Diğer Yaklaşımlar

Hissedarların bir bütün olarak çıkarların korunmasında atama stratejisi çok önemli olsa da diğer stratejiler de yönetim ile hissedar arasında ortaya çıkması muhtemel temsil problemlerinin önlenmesinde kullanılabilir.

A. Hissedarların Şirkete İlişkin Önemli Kararların Alınması Sürecine Katılımının Sağlanması

Oy haklarının genel kurul kararlarına olabildiğince yüksek oranda yansıtılması ilkesi şirketler açısından yüksek maliyetler ortaya çıkarabilir. Şirket sermayesinde çok küçük miktarda paya sahip ortaklar genellikle şirketlerin yönetim yapısının işleyişi hakkında çok fazla araştırma yapma gereği duymazlar. Benzer biçimde şirketler hukuku da hissedarların oy kullanmasını teşvik etmek amacı ile hissedarları zorlayıcı düzenlemeler yapmakta istekli davranmaz. Ancak hissedarların karar vermesinin şart olduğu bazı durumlar da vardır. Şirkete ilişkin olarak alınacak kararların şirketin

¹⁴² Çok güçlü bir hukuk sisteminin bulunması, sermayenin tabana yayılması sonucunu doğuruyor. Ortaklık yapısının yaygın olması ortakların haklarının daha iyi korunması ile bir arada düşünülebilir. Kıta Avrupasında sermaye piyasaları yolu ile finansmana gitmenin önem kazandığı bir yerde bu hukuk ve ortaklık yayılması arasındaki ilişki daha açık hale gelmektedir. Bkz. La Porta et al. (1998).

¹⁴³ Bkz. Barca, Fabrizio, Maro Becht, (2003), **The Control of Corporate Europe**. Oxford Uni. Pres.

¹⁴⁴ Bkz. Okabe, Mitsuaki(2002), Cross Shareholdings in Japan.

geleceği üzerinde büyük etkisi olacaksa, hukuk sistemleri ortakların genel kurulda ya da olağanüstü genel kurulda oy kullanmasını zorunlu hale getirmektedir.

ABD'deki sistemde hissedarların şirketin geleceğini etkileyen kararların alınması sürecine katılımı belirli konularla sınırlandırılmıştır. Şirketler hukuku, ABD'de hissedarların çıkarlarını en hassas şekilde koruyan mekanizma olarak kabul edilir. Ancak ABD'de hissedarlar şirketin karar alma sürecine çok etkin bir şekilde katılmaz. Bu da şirketin karar alma sürecinin olabildiğince çabuklaştırılmasını temin amacı ile açıklanabilir. Şirket işleyişine ilişkin sıradan konularda karar verme yetkisi şirket yönetimine aittir¹⁴⁵. ABD'de hissedarların şirket esas sözleşmesinde açıkça yer almayan konularda karar alma mekanizması içine girmeleri çok sık karşılaşılan bir durum değildir¹⁴⁶. Bu nedenle tarihsel olarak da ABD'de yöneticilerin baskın olduğu bir kurumsal yönetim yapısının oluşturulduğu görülmektedir. Ancak şirket geleceğini ilgilendiren birleşme, esas sözleşme değişiklikleri, bazı önemli yetkilerin devri gibi konularda hissedarların onayına başvurmak zorunludur.

ABD hukuk sisteminin dışındaki hukuk sistemleri halka açık şirketlerin genel kurullarında hissedarlara daha fazla güç vermiştir. Örneğin Alman hukuk sisteminde hissedarlar üst yönetim organına başvurarak ya da mahkemeden karar aldırarak gündemi önceden belirlenmek üzere genel kurul toplantısı yapılmasını sağlayabilirler. Yine Almanya'da hissedarlar genel kurulda oyları ile esas sözleşme değişikliği yapma, birleşme devralma gibi şirketin geleceği konusunda büyük öneme sahip konularda onaylama yetkisine sahiptir¹⁴⁷.

Japonya'da, Fransa'da ve İngiltere'de ise halka açık şirketlerde azınlık pay sahiplerine genel kurul gündemine bazı esas sözleşme maddelerini değiştirmek üzere gündem maddeleri ekleme izni verilmiştir. Hissedarlar yönetim kurulunun

¹⁴⁵ Bkz. § 141 (a) Delaware General Corporation Law.

¹⁴⁶ Hissedarların şirket işleyişine müdahale etmesini sağlayan esas sözleşme değişikliklerinin yapılması yönünde bazı girişimler bulunmaktadır. Bu tür değişikliklerin şirket kontrolünün ele geçirilmesini kolaylaştıracağı düşünülmektedir. Bu nedenle bu yönde değişiklik yapma girişimlerinin başarı şansının uzmanlarca az olduğu ifade edilmektedir. Bkz. §109 (a) Delaware General Corporation Law.

¹⁴⁷ Hissedarların oylarının hangi durumlarda gerekli olduğu sıralamıştır. Bkz. §119 Aktiengesetz. Alt yönetim organı, genel kurul kapsamında planlar hazırlayıp uygulamak zorundadır. Bkz. §83 Aktiengesetz.

muhalafetine rağmen yeterli miktarda oy elde edebildikleri takdirde bu değişiklikleri yapabilirler. Bunlara ek olarak ABD hukuk sistemi haricindeki hukuk sistemlerinde hissedarların oyu bazı işlerde de alınmaktadır. Örneğin Fransa, Almanya ve İngiltere’de genel kurul toplantısında sadece şirket denetçilerinin denetim raporu onaylamak değil, aynı zamanda şirket karının dağıtılması ya da şirket içinde bırakma kararı de hissedarların oyları ile gerçekleşmektedir¹⁴⁸.

Hissedarların karar alma sürecine aktif bir biçimde katılması ile hissedarları yöneticilerin fırsatçı davranışlarından koruma arasında nasıl bir ilişki vardır? Hissedarların şirketlerin karar alma sürecine nasıl katılacaklarına ilişkin hukuk sistemlerinde görülen farklılıklar, bu çıkar çatışmalarının önlenmesi açısından ne derece önemlidir? Hissedarların karar alma sürecine katılımlarını belirleyen düzenlemeler arasındaki farklılıkların etkisinin çok da önemli olmadığı söylenebilir. Büyük şirketlerde işlerin yürütülebilmesi açısından hissedarın pek çok konuda yetkilerini kurumsal yönetim yapısı içinde yönetim organına devretmeleri gerekmektedir. Ancak küçük ölçekli şirketlerde şirket sermayesinde önemli paya sahip hissedarlar pek çok yetkiyi kendileri kullanmayı tercih etmektedir. Şirketi kontrol eden ortaklar her zaman şirket politikasını kontrol etme gibi bir şansa sahiptir. Pratikte büyük şirket ortaklarının karar alma süreci içersinde güçlerini birleştirerek beraber hareket etmeleri çok sık gözlenmeyen maliyetli bir durumdur.

Bu gözlemler karar alma süreci içersinde farklı hukuksal sistemler ve halka açık-halka kapalı şirketler boyutunda farklılıklar olduğunu ortaya koymaktadır. Şirketin geleceği açısından önemli olan kararları onaylama gücünün hissedarlar ve yönetim kurulu arasındaki paylaşımının hissedarlarla yönetim arasındaki amir-temsilci ilişkisinin bir sonucu olduğu iddia edilebilir. Ancak bu iddia hissedarların karar alma sürecine katılımına ilişkin çeşitli kısıtlamalar getiren hukuksal düzenlemelerin varlığına bir açıklama getirememektedir. Genel kurul toplantısı yapabilme ve bu

¹⁴⁸ Alman mahkemelerince alınan bazı kararlarda (Holzmüller davasında olduğu gibi) sayılan noktaların dışında önemli kararlarda ortakların onayına gidileceği belirtilmiştir. Bu konularda üst yönetim organı ortaklara yazılı olarak bilgi sunmakla yükümlü tutulmuştur. Bkz. Almanya için §119, 174 Aktiengesetz Fransa için Art L 232-12 ve 225-18 Code de Commerce. Ayrıca Alman ve Fransa hukukunda, hissedarlar şirketin finansal tablolarını da onaylarlar. Bkz. Almanya için §173 Aktiengesetz ve Fransa için Art L 225-100 Code de Commerce.

toplantıların gündemini belirleyebilme gücü, ABD ve Alman hukuk sistemleri dışında, oldukça sınırlandırılmıştır. Alman sisteminde iki organlı kurumsal yönetim yapısı ve birlikte karar alma ilkesi hissedarların şirket yönetimine doğrudan katılmasını mümkün kılmaktadır. ABD'deki hukuk sisteminde de genel kurul toplantılarının etkinliği artırılmıştır. Bunun sebebinin hissedarların karar alma sürecindeki etkisinin arttırılması ile kurumsal yönetim sisteminin iyi çalışması arasında bir paralellik bulunduğu ilişkin inanış olduğu ileri sürülebilir.

ABD'de ve Almanya'da hukuk sistemi hissedarların şirket yönetimine etkin bir şekilde ve geniş bir kapsamda katılmasını çok fazla teşvik etmemiştir. Bu durum Almanya'daki iki organlı kurumsal yönetim yapısı ve ortak karar alma ilkesinin sonucu olarak alınan kararların hem üst hem de alt yönetim organlarının onayından geçmesi ile oluşturulan çapraz kontrol sayesinde hissedarların, çıkar çatışmalarından korunması için karar alma sürecine dâhil olmasına gerek görülmediği şeklinde açıklanabilir. ABD'de ise hissedarların şirketin karar alma sürecine etkin bir şekilde katılmalarının sınırlandırılmasının karmaşık bir nedeni vardır. ABD'deki yapıda şirket yöneticilerinin şirket ele geçirmelerine karşı savunma mekanizmaları geliştirme konusunda çok büyük bir gücü vardır. Bu gücü kullanan şirket yöneticileri, özellikle düşmanca şirket ele geçirme girişimlerine karşı önemli avantajlar yaratabilecek esas sözleşme maddelerini oluşturma ve uygulama gücünü ellerinde tutmak istemektedir. Hissedarlara esas sözleşmede değişiklik yaparak, şirket ele geçirmelerine karşı savunma amaçlı kullanılabilecek maddeleri değiştirme imkânı tanınacak olursa; bu durumun doğurabileceği sonuçlar dikkate alındığında, ABD'deki hukuk sisteminin şirket kontrolünün el değiştirmesi girişimlerinde yöneticileri destekler bir tavır aldığı ileri sürülebilir¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Bkz. Hammermesh, Lawrence A., (1998), Corporate Democracy and Shareholder-Adopted By Laws; Taking Bank to Street? 73 **Tulane Law Review** s. 409. Şirketlerin ortaklık yapısı daha yaygın hale geldikçe, ortakların yönetime katımları daha çok kısıtlanmaktadır. Zehirli hap taktiklerinin kullanımını hissedarlar kaldırabilirse, o zaman yönetim kurulunun gücü bariz bir biçimde azalır. Diğer hukuk sistemlerinde ortaklık yapısı yaygınlaştıkça, ortakların yönetime katılmasının kısıtlanıp kısıtlanamayacağı gelişmelerin izlenmesi sonucu görülecektir. İngiltere'de yaşanan örnekler bize ortaklık yapısı ne kadar yaygın hale gelirse gelsin, kurumsal yatırımcıların ellerinde tuttukları hisselerle şirket yönetiminde söz sahibi olmaya devam edeceklerini göstermektedir.

B. Şirket Yönetiminin Tarafsızlığının Sağlanması

Yediemin stratejisi ile şirketin yönetim yapısı içinde karar alma yetkisi herhangi bir çıkar grubu ile ilişkisi olmayan, çıkar çatışmasında taraf tutmayacak karar alıcılara verilmektedir. Yediemin sayesinde karar alma süreci içerisinde yönetimin kendi çıkarlarını ön planda tutmasının önünde bir engel oluşturulur. Doğal olarak yediemin uygulaması hissedarların çıkarlarının korunması amacına da hizmet etmektedir.

Yedieminin şirket içersinden biri olarak atandığı durumda, yedieminin gücü diğer yöneticilerle paylaşılmaz. Yedieminin şirket içinden gelen biri olması, bu nedenle şirket yöneticilerince kabul görmesi ve yetkisini rahatça kullanmasının mümkün olması, yediemin ile yöneticiler arasında uyumlu bir ilişkinin gelişmesine yol açar. Bu sistem şirketin operasyonları başarı ile devam ettiği sürece bu şekilde sürer. Ancak işlerin idaresi konusunda yediemin ile yöneticiler arasında anlaşmazlık çıktığı durumda yediemin ile operasyon yöneticileri arasındaki ilişki gerilir. Bu anlamda yedieminler hissedarların çıkarlarına çok fazla duyarlı olabilirler. Yedieminin seçilmesinde bir diğer uç nokta ise şirketle herhangi bir bağı olmayan yedieminin tercih edildiği durum olarak gösterilebilir. Bu durumda şirket dışından gelen yedieminin hissedarların ihtiyaçları konusunda hassas davranması da beklenemez. Çünkü bunların seçimi hissedarların inisiyatifine bırakılmamıştır. Etik nedenlerle belli davranış kalıpları içinde bir anlayış izlemeleri beklenir.

Hukuk sistemleri de yedieminin seçimi ve yetkileri konusunda çeşitli düzenlemeler yaparak, bu uygulamayı daha tercih edilir bir konuma taşıyabilirler. Bunu yaparken yedieminin çalışmalarında hissedarların çıkarları ile çatışmasını engelleyici yapılar geliştirebilirler. Bu amaçla hukuk sistemi yöneticilere bazı kısıtlamalar getirebilir.

Hukuksal sistemde yapılan düzenlemeler ile yönetim kurullarının yediemin gibi çalışmaları sağlanabilir. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin kendi adlarına işlem yapmalarının engellenmesi bu kısıtlara bir örnektir. Yönetim kurulu üyelerine getirilen kısıtlamalar, özünde şirket yöneticileri üzerine getirilen yasaklara benzese de bu tip yasaklardan daha kapsamlı olabilir. Yönetim kurulu üyelerinin şirkette

operasyon yöneticisi olması yasaklanabilir. Yukarıda açıklandığı gibi, yönetim kurulundan çeşitli komiteler oluşturulur. Düzenleyici otoriteler ve yasal düzenlemeler en azından bir komitenin yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesini gerektirir. Japonya’da da bu yönde bir uygulamaya rastlanmaktadır¹⁵⁰.

Alman sisteminde şirketin operasyonel yöneticilerinin, üst yönetim organına girmeleri tamamen engellenmiştir. Fransa’da ise halka açık şirketlerde, yönetim kurulu üyelerinin 1/3’den fazlasının şirketin operasyonlarını yürüten yöneticilerden olması mümkün değildir. Yani Fransa’da halka açık şirketlerde şirket çalışanı olup, aynı zamanda yönetim kurulunda görev yapabilecek üye sayısı 1/3’ü geçemez. Bu şekilde şirket yönetim kurulunun ağırlıklı olarak şirketin faaliyetlerinin yöneticileri tarafından oluşturulmasının önüne geçilir¹⁵¹.

ABD hukukunda zorlayıcı düzenlemeler olmasa da yönetim kurulu üyelerinin şirket dışından kişilerin olması teşvik edilmektedir¹⁵². ABD’de kotasyon kuralları bir borsada işlem gören şirketler için, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısının çoğunluk olmasını mecbur kılmaktadır. İngiltere’de de ABD’ye benzer uygulamalara rastlanmaktadır. Ancak İngiltere’de borsada işlem görme kuralları ABD’deki kadar detaylı bir şekilde yapılmamıştır. Bu durum borsada işlem gören ve borsada işlem görmeyen şirketlerdeki kurumsal yönetim sistemleri arasındaki farklılığı açıklamaktadır. İngiltere’de şirketler hukuku bu farkı kapatmak için bazı

¹⁵⁰ Japon hukukunda, şimdiki uygulamada, denetim kurulu ya da üç komiteli yapı arasında seçim yapmaları mümkün kılınmıştır. Üç komiteli yapıda komite üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelere olmalıdır. Japon şirketleri bu iki sistemden birini seçme konusunda özgür bırakılmıştır.

¹⁵¹ Şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla çalışanlar arasından daha fazla sayıda yönetim kurulu üyesi seçebilir. Bkz. Art. L 225-22 Code de Commerce. Bu seçimi de hissedarlar değil çalışanlar yapar. Çalışanlar üye sayısının 1/3’ünden fazla olmamak kaydıyla yönetim kurulu üyesi seçebilirler. 2002 yılında yapılan değişiklikle Fransa’da çalışanların şirket hisselerinin %3’ünden fazlasına sahip olduğu durumlarda yöneticilerin seçimine katılmaları zorunlu hale getirilmiştir. Bkz. Art. L 225-27 Code de Commerce.

¹⁵² Örneğin bağımsız yönetim kurulu üyelerince onaylanan kararlara ilişkin olarak yapılan hukuki incelemelerde daha anlayışlı davranılmaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri hakkında açılan davaların büyük kısmı mahkemelerce reddedilmiştir. Ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretler ve şirketten ayrılmaları durumunda ödenecek tazminatlar konusunda da daha esnek davranılmaktadır. Bkz. Hansmann H., Kraakman R., (2004), *The Basic Governance Structure, Anatomy of Corporate Law*, Oxford Ed. s. 50.

düzenlemeler yapmıştır. İngiltere’de yönetim kurulu başkanı ve genel müdür rollerinin birbirinden ayrılması konusunda tartışmalar sürmektedir¹⁵³.

Doğrudan karar verme stratejisi gibi yediemin stratejisi de hissedarların çıkarlarını koruma amacını güder. Bu amaca ulaşmada şirketlerin ortaklık yapısı çok önemlidir. Eğer hissedarlar kendi yönetim kurulu üyelerini akıllıca seçebilirlerse, yediemin stratejisinin uygulanması çok gerekli olmaz. Hissedarların kendi adaylarını yönetim kurulu üyesi yapabilmesi, hissedarların ihtiyaçlarına cevap verecek yapıyı oluşturmalarında onlar için en iyi çözümdür. Bu anlamda yediemin stratejisi, eğer şirketin ortaklık yapısı çok dağınıksa, hissedarlar kendi adaylarını yönetim kuruluna getiremiyorlarsa, anlamlı bir strateji olabilir. Bu strateji en çok ABD’de kullanılmaktadır. Çünkü hissedarlık yapısı çok dağınıktır. Şirket sermayesinde çok küçük paya sahip ortaklar organize olamadıkları için kendi adaylarını yönetim kuruluna sokmada çok başarılı olamamaktadır. Bu nedenle yediemin stratejisi ortakların çıkarlarını korumada başarılı olabilir. İşte bu sebeple ABD’de bağımsız üyelerin yönetim kurulunda yer alması çok etkin olarak kullanılan bir stratejidir. Japon hukuk sisteminde de bu yönde gelişmeler gözlenmektedir.

C. Şirket Yönetiminin Çalışmalarının Ödüllendirme Mekanizması İle Yönlendirilmesi

Hissedarların çıkarlarının korunmasında yöneticilerin ödüllendirilmesi mekanizması kanunla değil, sözleşmeler yolu ile sağlanır. Şirketi yönetenlerin hissedarların çıkarları doğrultusunda işlem yapması özellikle çeşitli teşvik ve ödüllendirme mekanizmaları oluşturularak teşvik edilir. Hukuki sistem bu mekanizmaların oluşturulmasına izin vererek ya da bazı kısıtlamalar getirerek önemli bir rol oynar. Örneğin şirketler hukukunda kar dağıtımına imkân tanınarak, çalışanlara hisse senedi edindirme planları desteklenerek ödüllendirme stratejisinin uygulaması kolaylaştırılabilir. Şirketi yönetenlerin kardan pay almasını kolaylaştırıcı mekanizmalar geliştirilebilir. Bu durumda şirketi yönetenler, hissedarlarla birlikte şirketin kaderine ortak olmuş olur. Örneğin Fransa’da yöneticilerin, bu göreve

¹⁵³ Bkz. Black, Bernard S., John C. Coffee, (1994), Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation, 92 **Michigan Law Review** s. 1997.

atanabilmeleri için en az bir hisse senedine sahip olmaları şartı vardır¹⁵⁴. Bu uygulama sembolik de olsa yöneticilerin şirkette pay sahibi olmasının istendiği şeklinde yorumlanabilir.

Başka bir önemli ödüllendirme stratejisi ise performansa göre ödül verme stratejisidir. Genelde ABD hukuk sisteminde kullanılan bu strateji, diğer ülkelerde de gittikçe yaygınlaşmaktadır. Yöneticilere hissedarlar lehine değer yarattıklarında yüksek ödüller verilmektedir. ABD şirketler hukukunda özellikle hisse alım hakları, performans temelli ödüllendirmenin ileri bir aşamasını temsil etmektedir¹⁵⁵. Aynı zamanda ABD'deki kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve vergi düzenlemeleri de performansa dayalı ücretlendirme politikalarını teşvik etmektedir¹⁵⁶. Uygulamaların bir diğer ucunda, Almanya'da oluşan ödüllendirme stratejileri yer almaktadır. Almanya'da yöneticilere verilecek ödüller ve teşvikler üzerine önemli sınırlamalar getirilmiştir. Vergi kanunlarında ve şirketler hukukundaki düzenlemelerde yöneticilere yönelik ödüllendirme uygulamaları teşvik edilmemiştir. Yapılan reformlarla, bu uygulamalar değiştirilmeye çalışılmaktadır. Örneğin Almanya'da düzenlemelerde yeni yapılan değişikliklerle, halka açık şirketlerin dolaşımda olan hisse senetlerinin %10'unu yöneticilere hisse senedi opsiyonları olarak sunabilmeleri için satın alınabilme hakkı tanınmıştır¹⁵⁷.

Şirketlerin yöneticiler için kapsamlı ödüllendirme mekanizmaları oluşturulabilmesi için sermaye yapıları hakkında detaylı bilgilere sahip olmaları gereklidir. Hissedar sayısının çok ve bu hissedarların sahip oldukları payın sermayeye oranlarının da az olduğu ABD ve İngiltere gibi ülkelerdeki hukuk sistemlerinde, yöneticiler için kapsamlı ödüllendirme mekanizmaları oluşturulması nispeten kolaydır. Bu şekilde hissedarların çıkarları ile yöneticilerin çıkarları birbirine paralel hale getirilmektedir. Şirket sermayesinin az sayıdaki ortak elinde toplandığı ülkelerde, bu ortaklar şirket

¹⁵⁴ Bkz. Art L 225-25 ve Art L 225-72 Code de Commerce. Minimum hisse senedi miktarı sözleşme ile belirlenir, en az bir olabilir. Bu şekilde hisse senedi sahibi olma gereği hukuki bir zorlamanın ötesinde bir öneri niteliğine bürünmüş olur.

¹⁵⁵ Bkz. §157 Delaware General Corporation Law.

¹⁵⁶ Bkz. SEC düzenlemesi S-K, Item 402 (Executive Compensation); Bkz. Internal Revenue Code §162(m).

¹⁵⁷ Almanya'da yapılan değişiklik ile opsiyonlarla ödüllendirme teşvik edilmiştir. Bkz. Aktiengesetz § 71.

yöneticilerinin davranışlarını izleme maliyetine rahatlıkla katlanabilirler. Ancak ortaklık yapısının çok dağınık olduğu ülkelerde hissedarlar yönetimi izleme maliyetine katlanmak istemez. Bu zafiyet de yöneticilere sağlanacak tazminat ve ödüllerle hafifletilebilir. Özellikle aktif bir şirket ele geçirme piyasasının olduğu ülkelerde, yani sermayenin tabana yayıldığı ekonomilerde, mevcut ortaklar şirketi çok yakından izleyemiyorsa, o zaman böyle bir strateji takip edilmesi oldukça yararlı olmaktadır¹⁵⁸.

D. Şirket Yönetimine İlişkin Alınan Kararlarda Yönetimin Kişisel Sorumluluğu

Büyük ortakların ya da şirket yöneticilerinin taraf olduğu işlemlerde, çıkar çatışması olan durumlarda kurallar ve standartlar şirketin kurumsal yönetim yapısı içinde önemli roller oynar. Şirket yöneticisi, şirketi yönetirken olabildiğince basiretli davranmalı, tüm bilgileri kullanmalı ve alınabilecek en doğru kararı almalıdır. Böyle bir standart grubunu tanımlamak ve uygulamak çok zordur. Bir işletmenin kararları üzerine olay sonuçlandıktan sonra yani artçı bir değerlendirme yapmak kolaydır. Ama kararın sonuçları ortaya çıkmadan böyle bir değerlendirmede bulunmak oldukça zor olabilir¹⁵⁹.

Yanlış karar almaktan doğan sorumluluklar, yöneticileri risk almaktan kaçınır bir davranış tarzı benimsemeye itebilir. Yöneticilerin sorumlu tutulduğu örnek olaylar incelendiğinde, karar alma sürecinde ihmallerinin bulunduğu, kötü niyetli oldukları ya da çıkarlarını ön planda tuttıkları açık değilse yöneticilerin olumsuz sonuçlar nedeni ile sorumlu tutulmadıkları görülür. Sorumluluk konusu, şirket birleşmeleri, şirket kontrolünün el değiştirmesi, şirketin iflası gibi durumlarda çok daha önemli bir hale gelmektedir. Şirketin normal işleyişi içinde alınan kararların sonuçlarının başarısız olması nedeniyle yöneticilerin sorumlu tutulması çok sık rastlanılan bir durum değildir.

¹⁵⁸ Opsiyonlarla yöneticileri ödüllendirme şirketi ele geçirme baskısına alternatif olabilir. Konu hakkında Bkz. Kahan, Marcel, Edward Rock, (2002), How I learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law, 69 **University of Chicago Law Review** s. 871.

¹⁵⁹ Bkz. Allen, William T., Reiner Kraakman, (2003), **Commentaries and Cases on the Law of Business Organization**, Ch. 8, Aslen Pub.

E. Hissedarların Çıkarları İle Yönetimin Çıkarların Uyumlaştırılması

Şirket hisse senetlerinin rahatça el değiştirmesine imkân tanıyan hukuki düzenlemeler hisse senetlerinin aktif bir biçimde alınıp satılmasını sağlarken, kurumsal yönetim açısından da önemli sonuçlar doğurur. Hisse senetlerinin fiyatı şirket performansına ilişkin önemli bir gösterge olarak kabul edilir. Ayrıca şirket yöneticilerin hissedar çıkarlarına ne kadar uygun hareket ettiklerinin, hisse senetlerinin fiyatlarına yansıtacağı beklentisi vardır. Sermaye piyasası hukukunda, kotasyon kurallarında ve zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarında hisse senedi fiyatının şirketin gerçek durumunu yansıtmaları için piyasalarda bilginin kalitesinin ve taraflara akış hızının temel alındığı bir yapılanma mevcuttur.

Şirketler hukukunun kullandığı bir başka yöntem de şirket sahipliğinin rahatça el değiştirmesinin bir başka sonucu olan kontrol işlemleridir. Giriş ve çıkış stratejileri sayesinde şirketin kötü yönetildiğine olan inanca bağlı olarak şirket kontrolünün el değiştirmesi gündeme gelebilir. Hukuk sistemleri şirket kontrolünün el değiştirmesini zorlaştırarak ya da kolaylaştırarak yöneticilerin kararlarını daha dikkate almalarını sağlama fonksiyonu görebilir. Dördüncü bölümde ayrıntıları ile açıklandığı gibi, bu çalışmada ele alınan önemli hukuk sistemleri düşmanca şirket ele geçirmelerinde, yöneticilere vermiş olduğu yetkiler açısından farklılıklar gösterir. Teorik olarak, pek çok hukuki sisteminde, şirket yöneticilerinin savunma taktikleri geliştirmesine imkân tanınmıştır. Sadece İngiltere'deki City Code düşmanca şirket ele geçirmeleri konusunda yöneticilerin pasif davranmasını zorunlu tutmuştur. Uygulamadaki farklılıkların nedenleri araştırılacak olursa bunların şirketlerin ortaklık yapısı ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile birlikte ülkelerin hukuk sistemlerinin genel yapısından kaynaklanan farklılıklar olduğu görülebilir. Bu nedenle Almanya, Fransa ve Japonya'da şirket ele geçirmelerine ilişkin farklı düzenlemeler yapılmıştır. Sadece ABD ve Hollanda'da düşmanca şirket ele geçirme girişimlerine karşı yönetim kurullarına büyük yetkiler verilmiştir. ABD hukuk sistemi, zehirli hap teknikleri olarak tanımlanan uygulamalara izin vermektedir. Zehirli hap teknikleri sayesinde eğer yönetim kurulu üyeleri isterlerse, düşmanca şirket ele geçirmelerine karşı, çok güçlü savunma mekanizmaları geliştirebilirler.

Şirketlerin ortaklık yapısının incelenmesi hukuksal farklılıkları açıklamada yardımcı olabilir. Son zamanlara kadar düşmanca şirket ele geçirmeleri en azından Alman, Fransız ve Japon şirketleri için bir tehlike olarak kabul edilmiyordu. Çünkü kontrole sahip büyük hissedarlar, şirketler arasında karşılıklı olarak hisse sahipliği gibi özellikler nedeniyle diğer savunma taktiklerine fazla ihtiyaç duyulmamakta idi. Hatta bu hukuk sistemlerinde, şirket kontrolünün el değiştirmesi aşamasında yöneticilerin hisse senedi alım satımlarına çeşitli limitler getirilmiştir. Bu kısıtlamaların temel nedeni şirket kontrolünün el değiştireceği durumlarda, şirket yöneticisinin müdahalede bulunmasına engel olmaktır. Şirketlerin halka açıklık oranlarının oldukça yüksek olduğu ABD ve İngiltere’de, şirket kontrolünün el değiştirmesi girişimlerinde yönetimin davranış kalıpları birbirinden farklı belirlenmiştir. İngiltere’de yönetim tamamen pasif kalmaya zorlanmıştır. ABD’de ise zehirli hap taktikleri dâhil pek çok savunma stratejisinin kullanılmasına izin verilmiştir. Bu farklılıkları açıklamada ABD’de tarihsel süreç içerisinde yönetici odaklı bir yaklaşımın benimsenmiş olması, İngiltere’de ise kurumsal yatırımcıların politik güçleri kullanılabilir¹⁶⁰.

IV. Şirket Yönetimi ve Hissedarlar Arasındaki Çıkar Çatışmalarına İlişkin Genel Değerlendirme

Hissedarlar ve yöneticiler arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarının boyutu diğer ülkelerle karşılaştırıldığında ABD’de daha büyüktür. Fransa ve İngiltere’de hissedarlar şirket politikalarını belirlemede oldukça etkilidir. Fransa’da sermaye az sayıdaki ortağın kontrolü altındadır. Bu bağlamda kontrole sahip hissedarlar yöneticileri disipline etme konusunda, diğer hissedarların oy haklarını toplamaya ya da şirket kontrolünü ele geçirmeye yönelik bir yarışa girmeye gerek kalmadan etkili olabilmektedir. Benzer bir tespit İngiltere’deki durumunu açıklamak için de yapılabilir. İngiltere’de sermaye büyük ölçüde tabana yayılmış olsa da kurumsal yatırımcıların finansal sistem içerisindeki büyük payı, yöneticilerin özellikle halka açık şirketlerde hissedarların çıkarları karşısında son derece hassas davranmalarına neden olmaktadır.

¹⁶⁰ Bu konu şirket ele geçirmeleri incelenirken, dördüncü bölümde detaylı bir biçimde incelenmiştir.

Japonya ve Almanya'daki yapı biraz daha karmaşıktır. Japonya'da halka açık şirketlerin sermayesinde kontrole sahip az sayıda hissedar bulunmasına rağmen bu durumun sonuçlarının neler olduğu konusunda çok net bir görüş birliği bulunmamaktadır. Çünkü şirketlerin karşılıklı olarak pek çok şirketin sermayesinde payları olması nedeniyle Japon şirketlerinin nihai sermaye yapısının ne olduğu konusunda tam bir yorum da bulunmamaktadır. Şirketlerin karşılıklı olarak birbirlerinin ortağı olması neticesinde, şirket yöneticilerinin hissedarlar üzerinde gücü daha baskın bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Almanya'da ise şirketlerin sermayesi çok yoğunlaşmıştır. Ancak çalışanların temsilcilerinin üst yönetim organı üyeleri arasında bulunması, hissedarların şirket işlemleri üzerinde tam bir kontrole sahip olmasını engelleyen bir husustur.

Buna karşın hissedarlar ile yöneticiler arasındaki güç mücadelesi en açık şekilde ABD'de ortaya çıkmaktadır. Bu çekişmenin pratikteki sonuçlarından birisi kurumsal yönetim uygulamaları konusunda ABD'de ortaya çıkan gelişmelerdir. Bu çekişmenin diğer pratik sonuçları arasında çok maliyetli olmasına karşın halen yoğun bir biçimde kullanılan oy haklarının başkaları tarafından kullanması için vekâlet toplanması, sürekli yenilenen ve geliştirilen sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunmasına ilişkin sürekli güncellenen düzenlemeler ve hissedarların birlikte hareket etmesine ilişkin uygulamalar sayılabilir. Bunlar sistemin işleyişinde çok önemli roller oynamaktadır. ABD'de hissedarların genel kurula ve şirket yönetimine müdahale yetkileri açısından bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Yöneticilerin şirket kontrolünün el değiştirmesi girişimlerini engellemek için pek çok savunma taktiğini kullanabilmesine imkân tanınmıştır. Yöneticilere sağlanan bu gücün gerekçesi olarak ABD'de şirket sermayesinin tam manası ile tabana yayıldığı, hissedar sayısının çok fazla olduğu, bu hissedarların organize hareket edemedikleri, bu nedenle fırsatçı ve şirketi yok etmeye yönelik girişimlerde şirketin ve hissedarların çıkarlarının korunabilmesi için yöneticilerin elinde bir güç bulunması gerektiği ileri sürülmektedir. Ancak bu yaklaşım tarzı şirket kontrolünü ele geçirme girişimlerine karşı tüm kapıları kapamakla, şirket

yöneticilerin çıkarlarının hissedarların çıkarlarının önüne geçmesine yol açılabileceği riskini göz ardı etmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ŞİRKETİN KONTROLÜNÜN DEĞİŞMESİ SONUCUNU DOĞURAN İŞLEMLER

I. Şirket Kontrolünün Değişmesi Sonucunu Doğuran İşlemlere İlişkin Yapılan Düzenlemelerin Hukuk Sistemi İçerisindeki Yeri

A. Kontrol Değişikliği Sonucu Doğuran İşlemlerde Temsil Problemi

Bir grup yatırımcı, şirket hissedarlarının elinde bulunan hisse senetlerini, şirket yönetimini ele geçirmeye yetecek kadar oy hakkına ulaşmak amacıyla, şirket ortaklarına teklifte bulunduklarında ortaya çıkan amir-temsilci problemlerinin çözümünde çeşitli hukuki stratejiler kullanılabilir. Şirket yönetimi ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesinde ve çözümünde kullanılacak stratejilerin sonuçlarını çeşitli boyutlarda değerlendirmesi yapılabilir¹⁶¹. Farklı hukuk sistemlerinde düzenlemelerin genel yaklaşımı üzerinde, kanun yapıcının problemin tespitine ve çözümüne yönelik tavrı çok önemli olmaktadır. Düzenlemelerin sistematığı içerisinde problemin taraflarından sadece biri açısından olaya yaklaşılması, diğer tarafların önceliklerinin ikinci plana itilmesi hukuk sisteminin olaya genel yaklaşımının bir sonucudur.

¹⁶¹ Konu üzerinde çalışırken, bu kontrol değişikliklerinin hissedarlar açısından şirketin değerini maksimize edip etmeyeceğini ya da genel anlamda, verimlilik artışına neden olup olmadığı gibi sorulara yanıt aranmayacaktır. Verimlilik artışı konusunda yapılan çalışmalarda net bir sonuca ulaşılamamıştır. Bkz. Becht, Marco, Patrick Bolton and Alisa Roell, (2002), Corporate Governance and Control, **Working Paper**, www.ecgi.org. Ekonomik koşullarla düzenlemeler birbirine uyumlu şekilde işlememektedir. Hedefteki şirketin hissedarları şirket kontrolünün el değiştirmesi girişiminden kazançlı çıkarken, şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışan şirketin hissedarları için aynı şey söylenemez. Bkz. Romano, Roberta, (1992), A Guide to takeovers; Theory, Evidence and Regulation, in Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch (eds.), **European Takeovers: Law and Practice** s.233; ABD’de yapılan çalışmada halka kapalı bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesinden bu işlemi yürüten şirketin ortakları karlı çıkarken, hedefteki şirketin halka açık şirket olması durumunda durum değişmektedir. Bkz. Fuller, Kathleen, Jeffery Netter, Mike Stegemoller, (2002), What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions, 57 **Journal of Finance** s. 1763. 1395 ABD şirketi üzerinde yapılan çalışmada şirket ele geçiren tarafın hissedarların refahının arttığı gösterilmiştir. Bkz. Mulherin, J. Harold, Audra L. Bone, (2000), Comparing Acquisitions and Divestitures, 6 **Journal of Corporate Finance** s. 117; 2,346 şirket kontrolü ele geçirilmesi girişimi dostça ve düşmanca ele geçirme kapsamında incelenmiş ve bunlar arasında sonuçları itibarıyla önemli farklılıklar tespit edilememiştir. Bkz. Swert, G. William, (2000), Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, 55 **Journal of Finance** s.2599. Hedefteki şirketin hissedarların şirket ele geçirme girişiminin öncesindeki hisse senedi fiyatlarına göre % 29 prim yaptıkları ortaya konmuştur. Bkz. Jarell, Greg, Annette Poulsen, (1989), The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades, 18 **Financial Management** s.12.

Temel kurumsal yönetim yapısının ele alındığı bölümde de açıklandığı gibi şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen bir taraf ortaya çıktığında şirket yönetimi ile hissedarlar arasında yeni çıkar çatışmaları ortaya çıkabilir. Bu durumda temsil problemlerinin ayrıca ele alınması zorunlu olur. Pek çok hukuk sisteminde, şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin sürecin özel konumu nedeni ile bu kapsamdaki düzenlemeler, genel şirketler hukuku sistemi içerisinde düzenlenmek yerine ayrı kanunlarla düzenlenmiştir.

Şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin işlemler birkaç farklı şekilde ortaya çıkabilir. Süreç başlı başına tek bir girişimle şirketin kontrolünün ele alınması şeklinde olabileceği gibi, ilk önce piyasadan hisse senedi toplanması, ardından büyük ortaklarla pazarlıklar yapılması ve en sonunda da tüm ortaklar için hisse senetlerinin alınması amacıyla genel bir çağrı yapılması şeklinde bir birini izleyen işlemler serisi şeklinde de ortaya çıkabilir. Hissedarlara çağrıda bulunularak hisse senetlerinin satın alınması ve bu yolla şirket kontrolünün ele geçirilmesi girişimi şirket yönetimince desteklenebileceği gibi bu girişimi engellemek için pek çok savunma mekanizması da etkin bir biçimde kullanılabilir.

Şirket yönetimin bu girişimi destekleme ya da desteklememe kararında belirleyici olan husus teklifin başarılı olup olamayacağı konusunda yönetimde hâkim olan düşüncedir. Şirket kontrolünün ele geçirilmesi girişimi temel olarak üç ayrı biçimde gelişebilir:

- (i) Hissedarların kendi aralarında hisse devri yolu ile şirket kontrolü el değiştirebilir,
- (ii) Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf şirket hisse senetlerini piyasadan toplayabilir,
- (iii) Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf şirketin tüm ortaklarına hisse senetlerini almak üzere çağrıda bulunabilir.

Hukuksal yapı içerisinde yapılan düzenlemeler de bu yöntemlerden ikinci ve üçüncü yöntemlerin uygulanabilmesi için hedefteki şirketin halka açık bir şirket olması

gerekir. Bu nedenle yapılan açıklamaların büyük ölçüde halka açık şirketler için geçerliliği vardır. Buna rağmen kontrol değişimine yönelik işlemlerin halka açık şirketlerle sınırlandırılması doğru olmaz. Yani borsada işlem görmeyen şirketler açısından da üzerinde durulan konuların temel noktalarda geçerli olabilir. Yine de yapılan açıklamaların sadece küçük bir bölümünün halka kapalı şirketleri de ilgilendirdiği akılda tutulmalıdır. Hemen her hukuk sisteminde, hisse senetleri piyasada işlem gören şirketler için özel düzenlemeler yapılmıştır¹⁶². Hisse senetleri piyasada işlem görmeyen şirketler için şirketler hukukunun genel ilkeleri ve kurumsal yönetim ilkeleri yeterli görülmüştür.

Bazı hukuk sistemlerinde, şirket ele geçirme düzenlemeleri sermaye piyasası hukukunun içerisine dâhil edilmemiş, şirket kontrolünün el değiştirmesi başlığı altında şirketler hukuku düzenlemeleri içerisinde ele alınmıştır. Örneğin ABD’de federal sermaye piyasası hukuku şirket kontrolüne ilişkin işlemlerin sadece sınırlı bir kısmı ile ilgilenmiştir¹⁶³. Şirket kontrolünün el değiştirmesi işlemlerine ilişkin olarak yapılan düzenlemelerin önemli bir kısmı şirketler hukukuna ilişkin düzenlemeler içerisinde yer almıştır. Hukuki nedenlerden dolayı çok kapsamlı şirket ele geçirme düzenlemelerinin olduğu ülkelerde bile bazı hususlar özellikle şirketler hukukunun içerisinde bırakılarak sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerin dışında tutulmuştur.

¹⁶² Hisse senetleri halka açık şirketler ABD’de, Japonya’da ve hemen her Avrupa ülkesinde düzenlemelerin merkezinde yer almıştır. Japonya için Bkz. Art. 27-2-(1) ve Art. 24(1) Securities and Exchange Act. Bu düzenlemelerde çağrıda bulunma yükümlülüklerinin halka açık şirketler için geçerli olduğu belirtilmiştir. Halka açık şirket tanımı da menkul kıymetleri halka arz edilmiş ya da ortak sayısı 500’den fazla şirket olarak tanımlanmıştır. Fransa için Bkz. Art.1, Règlement 2002-04, Commission des Opérations de Bourse(COB). Art. 5-1-1 Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers (CMF). 2003 yılında COB ve CMF Autorité des Marchés Financiers (AMF) altında birleştirilmiştir. Ancak önceki düzenlemeler halen geçerliliğini korumaktadır. Almanya için § 1 Übernahmegesetz. İngiltere’de City Code’un uygulama kapsamı halka açık şirketlerden biraz daha geniştir. Bkz. The Panel on Takeovers and Mergers, **City Code on Takeovers and Mergers** (7th ed. 2002).

¹⁶³ 1968 yılında uygulamaya konulan The Williams Act 1934 tarihli Securities Exchange Act’da şirket kontrolünün el değiştirmesi işlemlerine ilişkin değişiklikler yapmıştır.

B. Çeşitli Koşullar Altında Temsil Probleminin Genel Durumu

1. Kontrolü Ele Geçirilmek İstenen Şirketin Sermayesinin Çok Sayıda Ortağın Elinde Olduğu Durum

Şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemlere ilişkin olarak yapılacak analizde hedefteki şirketin ortaklık yapısı, hissedar sayısı ve bu hissedarların ellerinde bulunan payların şirket sermayesi içindeki oranı belirleyici unsurlar olmaktadır. Değişik boyutlarda ve farklı türde temsil problemlerini çözmek için kullanılacak stratejilerde hedefteki şirketin ortaklık yapısı çok önemli bir faktördür. Hedefteki şirketin şirket sermayesinde küçük oranda paya sahip olan ancak çok sayıda ortağı varsa, yani şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın özel olarak pazarlık yapacağı, blok hisse senedine sahip bir taraf bulunmuyorsa, şirket kontrolünü ele geçirmeye niyetlenen taraf, bu niyetini sonuçlandırabilmek için bazı temsil problemleri ile de uğraşmak zorunda kalacaktır.

Temsil problemi ortaya çıktığı durumda, şirketin sermaye yapısının tabana yayılmış olması ya da şirket sermayesinde blok paya sahip hissedarlar bulunması, sorunun çözümünde farklı yaklaşım tarzlarının uygulanmasını zorunlu kılar. Yapılacak analizler sermayede az oranda paya sahip çok sayıda ya da şirket sermayesinde çok küçük oranda paya sahip az sayıda hissedar bulunması durumlarında farklı olacaktır. Yani uygulanacak stratejilerdeki farklılıkların önemli bir nedeni, ortaklık yapısındaki farklı genel özelliklerdir. Bu durumda şirketin hissedar yapısının dağınık olduğu durumda hedefteki şirketi ele geçirmek isteyen taraf piyasadan hisse senedi toplamak ve ayrıca diğer hisse senetlerini almak için de çağrıda bulunmak zorundadır. Şirketi ele geçirmeyi düşünen tarafın stratejisi bütün hissedarlara teklifte bulunmak üzerine odaklanmıştır. Bu teklifi yapmanın şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışan tarafa yükleyeceği maliyet ve hukuki süreç dikkate alındığında ilk olarak hisse senetlerini piyasadan toplama, daha sonra diğer hissedarlara teklif götürme stratejisi benimsenebilir.

Hisse senetlerinin sınırlı sayıda yatırımcının elinde olduğu durumlardan farklı olarak, yapılan çağrı sonucunda şirket kontrolünü elde edecek kadar hisse senedine dolayısı ile oy hakkına sahip olmak şirket kontrolünün otomatik olarak değişmesi anlamına

gelmez. Şirket sermayesi az sayıdaki ortağın elinde ise, çok büyük bir ihtimalle, bu ortaklar şirketin aktif olarak yönetilmesinde de görev almış kimseler olacaktır. Bu durumda hisse devri sonucunda şirketin kontrolü de ele geçirilmiş olur. Ancak şirketin hisse senetlerinin çok sayıda ortağın elinde olduğu durumda şirket yöneticileri de ayrı bir çıkar grubu olarak dikkate alınmalıdır. Hisse senedi sahipliği dağınık ise şirketin fiili kontrolü yönetim kurulunun elindedir. Bu nedenle şirket kontrolünün el değiştirmesi temelde yönetim kurulu ile şirket yönetimini ele geçirmeye çalışan taraf arasındaki bir meseledir. Bu taraflar arasında bir yönetim-yetki değişimi söz konusu olmaktadır. Ayrıca hukuk sistemin genel özelliklerine bağlı olmakla birlikte bazı durumlarda esas sözleşmeye konulan hükümler nedeni ile şirket yönetimi değişik savunma mekanizmalarını uygulamaya sokabilir. Bu durumda şirket sermayesinde ve dolayısı ile oy haklarında önemli bir kısmı kontrol ediyor olmak şirket kontrolünün ele geçirilmiş olduğu anlamına gelmez. Bu durum, şirket kontrolünün el değiştirmesi süreci içerisinde ortaya çıkan problemlerin analizinde üzerinde durulacak önemli bir konu olacaktır. Şirketin yönetiminin küçük bir grup hissedarın elinde ya da yönetim kurulunun inisiyatifinde olduğu durumlarda da yönetim kurulu bazı çıkar problemleri ile karşı karşıya kalmaktadır.

Şirket kontrolünün el değiştirmesi hissedarlar açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilirken, şirketi yönetmekte olan yönetim kurulu açısından böyle bir kontrol değişikliği arzu edilmeyen sonuçlar doğurabilir. Ancak şirket yönetiminin el değiştirmesi süreci içerisinde belirleyici güç yönetim kurulunun elinde olacaktır. Bunun anlamı süreç içerisinde yönetim kurulunun inisiyatifinin çok önemli olduğudur. Yönetim kurulu kendi çıkarlarını savunma içgüdüsü ile şirketi ele geçirmek isteyen tarafın yaptığı ve hissedarlar için son derece uygun olan bir teklifi, bulundukları konumdan kaynaklanan güçlerini de kullanarak, hissedarlara olduğundan daha kötü göstermeye çalışacak, bu yönde yönlendirme faaliyetlerine girişebilecektir. Ancak hedefteki şirketteki amir-temsilci problemi ortaklık yapısının dağınık olduğu durumlarla sınırlandırılmaz. Yöneticiler bu teklifi desteklemek ya da teklifin aleyhinde çalışmak gibi bir hareket tarzı benimsemeseler bile yine de teklifte bulunan taraf ile hissedarlar arasında çeşitli problemler ortaya çıkabilir. Örneğin şirket kontrolünü elde etmek isteyen taraf, teklifinin şirket hissedarlarınca kısa bir

süre içinde kabul edilmesi için baskıda bulunabilir. Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf yapmış olduğu teklifin yapılabilecek en iyi teklif olmadığının farkında olur. En iyiden daha az iyi bir teklifi sunar. Ancak yapmış olduğu teklifin olabilecek en iyi teklif olduğu konusunda da hissedarları etkilemek için tüm araçları kullanır. Teklif sahibi yaptığı teklif için hissedarların onayını almaya çalışır. Bunun için de bazı yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemlerin hemen hepsinin altında yatan temel yaklaşım hissedarların ellerinde bulunan hisse senetlerinin değerinin karmaşık varsayımlar ve analizler yolu ile yapılan hesaplamalar yolu ile olabildiğince düşük tutulmasıdır.

Bu noktada şirket birleşmeleri ile şirket yönetiminin el değiştirmesi arasındaki farkın açık biçimde ortaya konulması gerekir¹⁶⁴. İlk bakışta şirket birleşmesi ile şirketin kontrolünün el değiştirmesi arasında çok büyük bir fark olmadığı düşünülebilir. Şirket birleşmesi durumunda şirketin hisse senetlerinin bir başka şirket tarafından

¹⁶⁴ Birleşme iki işletmenin faaliyetlerinin birleştirilmesini açıklayan genel bir kavramı ifade etmektedir. İşletmeler arası işbirliğinin birleşme olarak adlandırılması için hem ekonomik hem de hukuksal yönden işletmelerin bir birlik haline gelmeleri ve aynı zamanda işletmelerin mal varlıklarının da birleştirilmiş olması gerekmektedir. Birleşme, devralma ve yeni kuruluş biçiminde birleşmeyi kapsayan bir üst kavramdır. Devralma yolu ile birleşmede, devralınan şirketin tüzel kişiliğinin sona ermesine karşılık, devralan şirketin tüzel kişiliği devam etmektedir. Türk hukuku çerçevesinde ticaret ortaklıklarının devralma yolu ile birleşmesi, ‘en az bir ortaklığın, ortaklarının başka bir ortaklığa alınması karşılığında malvarlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak o ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılması’ olarak tanımlanmaktadır. Bu tür birleşmelerde bir şirket sona ererken diğer şirket varlığını sürdürmektedir. Bu süreçte devralınan şirketin varlıkları ve borçları devralan şirkete geçer ve devralan şirket, devraldığı şirketin hisselerini; kendi hisse senetlerini, tahvillerini vererek veya nakden ödeme yaparak satın alır. Yeni şirket kurulması yolu ile birleşmede ise her iki şirketin tüzel kişiliği sona erer ve yeni bir tüzel kişilik oluşur. Türk hukuku çerçevesinde yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme, ‘en az iki ortaklığın, ortaklarının yeni kurulan bir ortaklığa alınmaları karşılığında malvarlıkları veya işletmelerini aktif ve pasifleriyle birer bütün olarak bu ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılmaları sonucunda iki veya daha çok ortaklığın tek bir ortaklık durumuna gelmesi’ olarak tanımlanmaktadır. Birleşen şirketlerin varlıklarının ve borçlarının tamamının yeni kurulan şirkete devredilmesi söz konusudur. Yine, birleşen şirketlerin ortaklarının hakları korunarak, ortağı oldukları şirketin hisselerine karşılık, yeni kurulan şirketin hisselerinden vermek veya başka bir menkul kıymet yahut nakit para ödemek de mümkün olmaktadır. Birleşmelerde bedelin nakden mi hisse senedi verilme yoluyla mı ödeneceği önemli bir noktadır. Hisse senedi verilme yoluyla yapılacak ödemelerin olumlu ve olumsuz yönleri bulunmaktadır. Olumlu tarafı, alıcı durumda olan şirket açısından olası gerekli olan finansman ihtiyacını azaltmasıdır. Artan sermaye nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri, birleşme bedelini ödemedeki kullanılabilirliktir. Nakden ödeme yapılma durumunda kalındığı takdirde, şirket sermaye artırımına gidebilmekte; ancak yeni çıkarılacak hisse senetlerinin sermaye piyasalarında satışa sunulması reklâm, ödenecek komisyon gibi nedenlerle sermaye maliyetini artırmaktadır. Birleşen şirketlerin ortakları açısından da bedelin nakden veya hisse senedi olarak alınması seçeneklerinin olumlu ve olumsuz yönleri bulunmaktadır. Bedelin hisse senedi olarak alınmasının negatif yönü, hisse senedinin piyasa değerinin düşme olasılığıdır. Ancak bu şekilde hisse senedi ile yapılan ödemelerde birleşmeden sağlanması amaçlanan faydalara ortak olunmaktadır. Uygulamalarda nakden ve hisse senedi verilerek ödeme seçeneklerinin birlikte kullanıldığı görülmektedir. Bkz. www.kobifinans.com.tr

devralınması dolayısıyla devralınan şirketin ortaklarının devralan ya da yeni kurulan şirkette hissedar olmaya devam etmesi diğ erinde ise şirket kontrolünün el değ işt irmesi ile hisse senedi sahipliğ inin de değ işt mesi söz konusu olacaktır. Ancak kullanılan hukuki teknikler açısından bu iki mekanizma arasında önemli farklılıklar vardır. Birleş mede yöneticilerin karar vermesine ek olarak hissedarların birleşmeye ilişkin onayı da aranmaktadır. Yani birleş me süreci iç ersinde yöneticiler ve hissedarlar karar belirleyici rolünü beraberce oynarlar. Şirket kontrolünün el değ işt irmesinde ise süreç temelde hissedarlar ile şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf arasında geçer. Şirket kontrolünün el değ işt irdiğ i durumlarda şirketin hissedarları arasında da tam anlamı ile bir bilgi akış ı olduğ u söylenemez. Hissedarlar arasında da diğ er hissedarların nasıl davranacağı konusunda bir belirsizlik hüküm sürer. Hissedarlar arasındaki bu asimetrik bilgilenme durumu, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafça ustaca kullanılabilir.

2. Kontrolü Ele Geçirilmek İstenen Şirketin Sermayesinin Az Sayıda Ortağın Elinde Olduğ u Durum

Küçük bir grup hissedarın şirket kontrolünü elinde bulundurduğ u durumlarda şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf öncelikle bu hissedar grubu ile anlaşmak zorundadır. Bunun ardından diğ er hissedarlar için hisse senetlerini almak üzere çağ rıda bulunacaktır. Ama öncelikle blok hisselerine sahip olan hissedarların paylarını makul bir fiyattan almak zorunluluğ u vardır. Çünkü bu işlemlerde ödenecek fiyat daha sonra diğ er hissedarların elinde bulunan hisse senetlerini almak üzere yapılacak çağ rıda teklif edilecek fiyatın tespitinde belirleyici olacaktır. Zaten çağ rıda bulunma yükümlülüğ ünün ne zaman ortaya çıkacağı hukuk sistemlerinde öncül olarak belirlenerek düzenlemelerde açıkça belirtilmiştir. Düzenlemelerde genellikle sermayenin belli oranlarındaki kısmını elde ettikten, yani çeşitli tranş lar aşıldıktan, sonra ortaya çıkan bu çağ rı yükümlülüğ ü, hemen her blok hisse senedi alımının ardından gündeme gelmektedir. Bu noktada şirket kontrolünü elde etmek isteyen tarafın, eğer blok alımlarla şirket kontrolünü ele geçirebiliyorsa ayrıca çağ rıdan muafiyet koşullarına da dikkat etmesi yerinde olacaktır.

Bir şirketin hisse senetlerinin blok satış işleminde izlenecek yol hukuksal sistem iç inde düzenlenmiştir. Sermaye piyasası hukukunda bu işlemlere ilişkin olarak

yapılan düzenlemelerde, blok hisse sahipleri ile şirketi ele geçirmek isteyenler ve azınlık pay sahipleri için farklı hususlar dikkate alınarak düzenleme yapılması yaklaşımı benimsenmiştir. Şirketin kontrolünü elinde tutan büyük pay sahiplerinin, bu avantajlarını kendi çıkarlarını maksimize etmek için kullanmaları kaçınılmazdır.

Bu gruptaki hissedarların düşünce sistemi şu şekilde özetlenebilir. Şirketin kontrolünü elde etmek isteyen bir taraf vardır. Bu tarafın şirket kontrolünü ele geçirme niyetini uygulamaya koyması demek, bu sürecin sonunda bu işten bir getiri beklediği sonucunu doğurur. Bu beklenen getiri o derece yüksek olmalıdır ki bunun için çeşitli maliyetlere katlanmaktadır. Bu basit mantıksal sebep sonuç ilişkisi blok pay sahibi hissedarlar tarafından rahatlıkla oluşturulabilir. Bu nedenle büyük pay sahipleri ellerindeki hisselerini şirket kontrolünü elde etmeye çalışan tarafa devretmek için, diğer hissedarların alamayacağı bir primi elde etme peşinde olacaktır. Bu getiri özünde maddi bir getiri olsa da çeşitli biçimlerde ortaya çıkabilir. Örneğin kontrolü ele geçirilecek şirket sayesinde, bu süreci başlatan taraf piyasa payını arttırmayı umuyor olabilir¹⁶⁵.

Bir diğer olası durumda şirket kontrolünü elde etmeye çalışan tarafın grup stratejisi yaratma amacıdır. Bu olasılıklar daha da çeşitlendirilebilir. Ayrıca blok hisse senedi sahiplerinde belirli oranların üzerinde hisse senedi alınması durumunda, şirketin diğer hissedarlarının elindeki hisse senetlerini almak için çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet koşullarının sağlanması durumunda, şirket kontrolünü ele geçiren taraf pek çok ek maliyetten de kurtulmuş olacaktır. Bu sebeplerden dolayı şirketi ele geçirmek isteyen taraf, blok hisse sahiplerine bir prim ödemeyi kabul edecektir.

3. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi Sonucunu Doğuran İşlemlerde Şirket Paydaşlarının Konumu

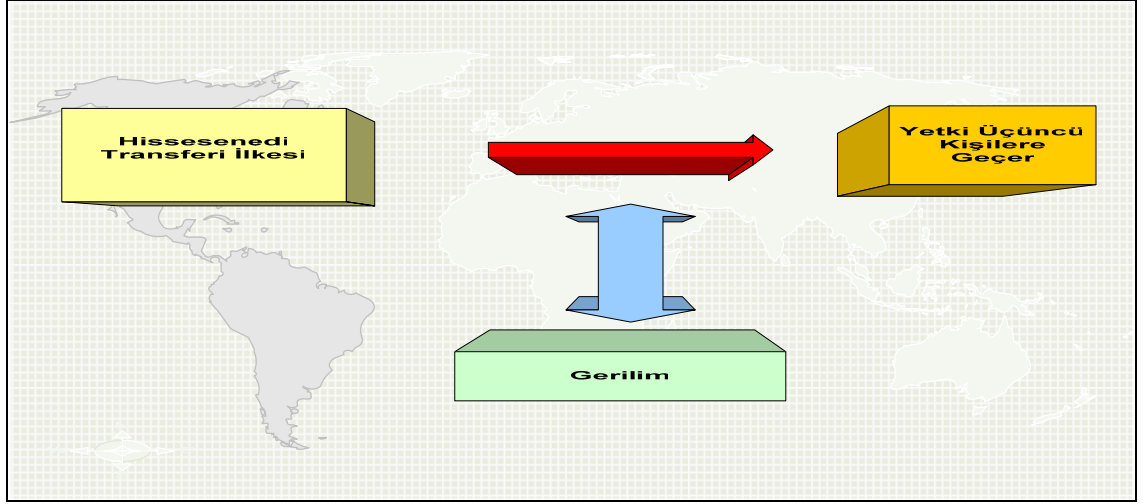
Hedefteki şirketin ortaklık yapısından bağımsız olarak şirketi ele geçirmek isteyen taraflar ile hissedar olmayan ama şirketle ilişkili diğer gruplar (örneğin şirket çalışanları) arasında da çeşitli problemlerin ortaya çıkma olasılığı bulunmaktadır.

¹⁶⁵ Bu durumda konunun rekabet hukuku açısından da incelenmesi zorunlu olacaktır.

Özellikle şirket yönetiminde çalışanların da temsil edildiği, şirket çalışanlarının ya da sendika temsilcilerinin yönetim kurulu üyesi olmasının zorunlu tutulduğu hukuki sistemlerde bu tür problemlerin ortaya çıkma olasılığı özellikle şirket kontrolünün el değiştirdiği çeşitli durumlarda oldukça yüksektir. Şirketler hukukunda çalışanlara ilişkin temsil kurallarının düzenlenme sistematığı içinde, şirket kontrolünün el değiştirdiği durumlarda, değişiklik sonrasında ortaya çıkacak problemlere ve çözüm yöntemlerine ilişkin hükümlere yer vermek düzenleme mantığı açısından isabetli olmaz. Bu zorluk nedeniyle şirket çalışanlarının, şirket kontrolünün el değiştirmesi sonrasındaki durumu net bir şekilde belirlenemediği için, şirket yöneticileri bu kontrol değişikliklerine karşı çıkmakta bu karşı çıkışları için gerekçeler sıralarken de çalışanların haklarını savunmak amacını ilk planda ortaya atmaktadır. Bu noktada şirket yöneticilerinin sergiledikleri bu tutumun ardında yatan nedenin kendi çıkarlarını mı çalışanların çıkarlarını mı yoksa hissedarların çıkarlarını mı savunmak olduğu açık değildir.

4. Şirket Ele Geçirmelerinde Yeni Yaklaşımlar

Şirket kontrolünün el değiştirmesinin ardından daha önce şirketin yönetim kurulu ve büyük ortakları tarafından şirketin geleceği hakkında alınan kararlar, şirketin yeni hissedarları ve bunların atayacağı yöneticiler tarafından belirlenmeye başlayacaktır. Ancak şirket kontrolünün el değiştirmesi süreci içerisinde daha önce şirket hissedarları ve yönetimi arasında yaşanan temsil problemine yeni bir taraf daha eklenecektir. Şirketin hissedarları ve yönetiminin yanı sıra yakın gelecekte şirketin hissedarı olma ihtimali olan yeni bir grup arasında çeşitli sorunlar yaşanır. Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın sürece dâhil olması, yeni temsil problemlerini de beraberinde getirir ve problem daha karmaşık bir hale gelir.



Şekil 8: Kontrolün El Değiştirmesi Sürecinde Ortaya Çıkan Gerilim

Şirket kontrolünün el değiştirmesi süreci içerisinde ortaya çıkan temsil problemleri iki ana başlık altında toplanabilir. İlk başlık altında hissedarlar ile şirketin yönetim kurulu arasında ortaya çıkan temsil problemi incelenebilir. Bu tür problemler genel temsil problemi içerisinde değerlendirilebilir. İkinci olarak ortaya çıkan problemler ise özellikleri itibari ile yapısal olarak nitelendirilebilecek engellemelerden kaynaklanan sorunlardır. Şirket kontrolünü ele geçirmeyi planlayan tarafların önüne bu girişimlerine başlamalarına set çekebilecek bazı engeller çıkabilir. Bu tür yapısal engeller, rekabet hukukundan, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi gibi genel ekonomik koşullardan ya da diğer ilgili mevzuattan kaynaklanan engeller olabilir¹⁶⁶. Bu engeller çalışmanın bu bölümünde yapılacak analizde incelenme dışı bırakılmıştır. Örneğin hedefteki şirketin ortaklık yapısı bir ailenin elinde olduğu bir durumda, aile fertleri ekonomik olarak nitelenebilecek sebeplerin dışında başka nedenlerle ellerindeki payları satmak istemeyebilir. Bu durumda şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf teklifte bulunduğu anda, analitik bir çerçevede analiz edilmesi oldukça güç bazı zorluklarla karşılaşabilir. Şirketler hukukunun bu durumda yapacağı çok az şey bulunmaktadır.

Şirket kontrolünü ele geçirme girişimini başarı ile tamamlayan ve şirket kontrolünü ele geçiren taraf, yeni şirketi kendi grup stratejisine uygun biçimde kullanmak

¹⁶⁶ Bkz. Gibson, Ronald J., (1992), The Political Ecology of Takeovers, Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment, 61 **Fordham Law Review** s. 161.

istediğinde de çeşitli sorunlarla karşılaşabilir. Şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin düzenlemeler bu sorunlu alanlar ile de ilgilenmez. Ayrıca bu gibi sorunların şirket ele geçirmelerine ilişkin düzenlemelerin kapsamı içine girdiği de iddia edilemez. Ancak bu şirket kontrolünün el değiştirmesi sürecinde, kontrol değişikliğine karşı çıkan ve hisse senetlerini devretmeyen azınlık pay sahiplerinin olması durumunda düzenleme yapılması zorunluluğu ortaya çıkar. Azınlık pay sahiplerinin haklarının garantiye alınması amacı ile şirket kontrolünün değişmesi sonrası izlenecek işletme stratejisi konusunda hissedarlara bilgi verilmesi zorunludur. Bu bilgilendirme zorunluluğu iki temel nedene dayandırılabilir:

(i) Şirket kontrolünü ele geçiren taraf kendisini koruma amacı ile hedeflerine ulaşmak için ne kadar hisse senedine ihtiyaç duyulduğunu ve bu seviyeye ulaştığı zaman hisse senedi alımlarını durduracağını belirterek bir teklifte bulunabilir.

(ii) İkinci neden ise hukuki açıdan azınlık pay sahiplerinin paylarını satıp satmama konusunda sağlıklı bir karar verebilmesi için tam bir bilgilendirmenin şart olmasıdır.

Şirketin oy hakları sermaye ile doğru orantılı olarak dağıtılmamışsa, şirket esas sözleşmesinde farklı gruplarda hisse senetleri ve oy hakları düzenlenmiş ise, bazı hissedarlar yönetim kurulu üyelerinin atanmasında çeşitli imtiyazlara sahipse, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf şirket sermayesini temsil eden payların çok büyük kısmını ele geçirmiş olsa bile bu nedenlerden dolayı şirket kontrolünü tam olarak elde edemeyebilir¹⁶⁷. Bu potansiyel engeller şirket kontrolünü elde etmek için bir girişim başlatmayı düşünen bazı adayları engeller. İlk etapta çok net ve kapsamlı bir teklifte bulunarak şirket kontrolünü geçirme yönündeki niyetlerini açıkça ortaya koymaktan imtina gösterebilirler.

¹⁶⁷ Şirket sermayesinin çeşitli gruplara bölünmüş olmasının, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafları engellemesine örnek olarak Almanya'nın durumu gösterilebilir. AB'de özellikle Almanya'da şirket ele geçirmelerine ilişkin konular, AB'nin şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin hazırladığı düzenlemeler çerçevesinde çok karmaşık bir hal almıştır. 2001 yılında AB'de yapılan şirket ele geçirmelerine ilişkin düzenlemeler Alman hükümeti tarafından sert bir muhalefetle karşılaşmıştır. Alman şirketlerinin sermaye yapısı diğer AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında, şirket ele geçirmeleri ardından yaşanacak kontrol problemlerini çözmede bazı sorunlar çıkarmaktadır.

Daha önce belirtildiği gibi şirket ele geçirmelerine ilişkin çok çeşitli problemler bulunmasına rağmen, bu problemlerin çözümü şirketler hukukunun genel düzenlemeleri içinde ele alınmıştır. Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf, piyasadan toplamış olduğu hisse senetlerinin kendisine vermiş olduğu oy haklarını kullanarak şirket esas sözleşmesinde hisse senetlerinin devrine ilişkin hükümlerde ilk genel kurulda kendi çıkarları doğrultusunda değişiklik yapmak isteyecektir. Bu durumda farklı çıkar grupları arasında çeşitli boyutlarda bir hukuk mücadelesi başlayacaktır. Netice olarak şirket kontrolünü ele geçirmeye ilişkin düzenlemelerin, şirketler hukukunun diğer alanlarını da ilgilendiren sonuçları ortaya çıkacaktır.

II. Şirketin Çok Sayıda Hissedarların Bulunduğu Durumda Temsilci Problemi: Düzenleme Stratejisi Olarak Kullanılan İki Temel Model

A. Modellerin Genel Özellikleri

Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf, hedefteki şirketin hissedarlarına, genel bir alım teklifi götürür¹⁶⁸. Bu durumda karar verme yetkisinin hedefteki şirketin ortakları ile yöneticileri arasında dağılımı modeller arasında nasıl paylaşıldığı temel farklılık olmaktadır.

(i) Birinci modelde tüm karar verme yetkisi hissedarlara verilir ve hedefteki şirketin yöneticileri karar alıcı olarak saf dışı bırakılır. Ancak bunun anlamı şirket yönetiminin tamamen etkisizleştirildiği değildir. Bu modelde hedefteki şirketin yöneticilerinin kendi çıkarlarını ön planda tutacak şekilde karar almaları riski tam anlamıyla elimine edilir. Bir anlamda, hedefteki şirketin hissedarı ile yönetimi arasındaki temsil probleminin karar alma süreci içinde ortaya çıkması büyük ölçüde önlenir. Bu durumda amir durumunda olan hissedarlar tek karar alıcı konumuna getirilerek problem çözülür.

(ii) İkinci modelde, hissedarların karar verme sürecine katılması tamamen kısıtlanmadan, hedefteki şirketin yöneticilerine de karar verme sürecinde yetki verilir. Hedefteki şirketin yöneticilerin rızası alınmadan teklifin hissedarların önüne götürülmesinin önüne geçilir. Benzer biçimde hissedarların onayı olmadan teklifin

¹⁶⁸ Şirketin sermayesinde az oranda paya sahip çok sayıda hissedarı olduğunu var sayımı ile bu yargıda bulunulabilir.

sonuçlandırılması da engellenir. Bu açıdan bakıldığında şirketi ele geçirme teklifine karşı iki ayrı grup tarafından kullanılabilecek bir veto mekanizması yaratılmış olur. Bu modelde yöneticilere, şirket sermayesinde küçük oranda paya sahip çok sayıdaki hissedar adına şirketi ele geçirme teklifinde bulunan taraf ile bir pazarlık yapma yetkisi verilmiş olur. Ancak yöneticilerin kendi çıkarlarını ön planda tutarak karar alma riski de bulunmaktadır¹⁶⁹.

Bu iki temel modelin işleyişi ABD ve İngiltere örnekleri incelenerek daha iyi anlaşılabilir. Bu iki ülkede de sermaye piyasaları gelişmiş olduğundan, borsalarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri genellikle sermayede küçük oranlarda paya sahip çok sayıda ortağın elindedir.

Şirket ele geçirmesine yönelik tekliflerin hangi model temel alınarak düzenlendiğinin pratikte çok önemli sonuçları vardır. Hissedar sayısının az, bu hissedarların şirket sermayesinde sahip oldukları pay oranının da yüksek olduğu durumlarda, hedefteki şirketin yöneticileri açısından manevra alanı oldukça kısıtlıdır. Sorun kontrole sahip hissedarlar ile birlikte hareket ederek şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf ile azınlık pay sahipleri arasında ortaya çıkmaktadır. Anglo-Amerikan hukuk sisteminin prensiplerinin belirleyici, sermaye piyasalarının ekonomi içindeki öneminin de oldukça büyük olduğu, İngiltere ve ABD’de hukuk sistemleri problemin çözümü açısından birbirinden farklı iki model benimsenmiştir.

İngiltere’de sadece hissedarların karar verme yetkisine sahip olduğu, ABD’de ise yöneticilerin ve hissedarların karar verme yetkisinin birlikte kullanıldığı modeller benimsenmiştir. Güncel gelişmeler takip edildiğinde Avrupa ülkelerinde, şirketlerin sahipliğinin genelde az sayıda ama şirket sermayesinde yüksek oranda paya sahip ortakların elinde bulunduğu ve ilk modelin benimsendiği görülebilir. AB’nin şirket ele geçirmelerine ilişkin direktifinde de İngiliz modeli temel alınmıştır. Ancak Almanya bu modeli benimsemeyeceğini ilan etmiştir. Direktifte yapılan değişikliklerle üye ülkelerin şirketlerin yöneticilerini de karar verme sürecine dâhil edebilmesi, her bir ülkenin düzenleyicilerinin yetkisine bırakılmıştır.

¹⁶⁹ Bkz. Bebchuk, Lucian, (2002), The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 **University of Chicago Law Review** s. 973.

B. Birinci Model: Tüm İnişyatifin Şirket Hissedarlarında Olduğu Durum

Esas olarak İngiltere’de uygulanan bu modelde, şirket kontrolünün el değıştirmesi ile sonuçlanacak sürece, düzenlemeler yolu ile herhangi bir müdahale de bulunmaya gerek kalmamakta, süreç doğal olarak işlemektedir. Yapılan teklifin başarılı olup olmamasını belirleyen tek unsur, hissedarların bu teklifi kabul edip etmemesidir. Bu modelde kontrolü ele geçirilmek istenen şirketin yöneticilerinin olayların gelişim sürecinin dışında kaldığı görölmektedir. Ancak kısıtlı da olsa hedefteki şirketin yöneticileri çeşitli savunma taktikleri geliştirip bu taktikleri uygulamaya koyabilir. Örneğin şirket kontrolünü ele geçirmeyi düşünen tarafı bu niyetlerinden caydırmak için çeşitli yöntemler uygulayabilirler. Bu yöntemler arasında;

- (i) Hisse senetlerinin önemli bir kısmının, şirketin kontrolünü ele geçirmeye yönelik bir teklif yapanların tekliflerini kabul etmeyecek hissedarlar elinde bulunmasının temin edilmesi,
- (ii) Hissedarların ve kredi verenlerin haklarının dikkatli biçimde dizayn edilerek şirket kontrolünü ele geçirmeye yönelik bir teklifle bulunulmasının engellenmesi,
- (iii) Çeşitli zehirli hap tekniklerinin kullanılması,
- (iv) Stratejik öneme sahip varlıkların, şirket kontrolünü ele geçirmeye yönelik teklif başarılı olsa bile, şirket dışında tutulmasının sağlanması,

gibi yöntemler sayılabilir.

Yukarıda sıralanan önlemlerin uygulanmaya konulmasının neticesinde, şirket yönetiminin uygun görmediği bir teklifin başarılı olması olasılığı çok azalmaktadır. Kısaca sadece hissedarların karar verme gücüne sahip olduğu bir durumda, teklifi yapacak taraf açısından hissedarların teklife karşı yaklaşımlarının çok önemli olmasının yanında, hissedarlara yapılacak teklifin önünde yönetim tarafından yaratılan engellerin olmaması da büyük önem kazanmaktadır. Hukuk sistemi şirket kontrolünü ele geçirmek amacı ile girişimde bulunacak taraflara bu tekliflerini yapabilme hakkını vermeli, ayrıca yapılan teklifi hissedarların etki altında kalmadan

değerlendirebilmeleri için gerekli imkânlar yaratılmalıdır. Bu bağlamda ilk modelde, düzenlemelerin merkezinde “yöneticilerle hissedarların çıkarlarının uyumlaştırılması stratejisi yer almaktadır. Ancak bu stratejinin uygulamaya konmasında karar verme yetkisinin nasıl dağıtıldığı belirleyici olmaktadır. Hissedarların, yöneticilerin şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafların teklifinin engellenmesi yönünde kullanabilecekleri araçları ne ölçüde kontrol edebildikleri büyük önem kazanmaktadır.

İlk modelde, karar verme yetkisinin büyük ölçüde hissedarlarda olması şirket yönetimin pasif kaldığı şeklinde değerlendirilmemelidir. Yönetim hissedarları kararlarını ne doğrultuda vermelerinin iyi olacağı konusunda yönlendirebilir. Şirket kontrolünün ele geçirilmesine yönelik tekliflerde yöneticilerin yapılan teklifin geneli üzerinde fikir beyan etmeleri pek çok hukuk sisteminde mümkündür. Ayrıca yöneticiler “beyaz şövalye” gibi bazı alternatiflerin ortaya çıkmasına yardım ederek ya da rekabet kurulu gibi otoritelere, sürecin mevzuata uygun işlemediği yönünde ihbarda bulunarak, hissedarların alternatiflerini genişletebildiği gibi, sürecin yasalara uygun yürümesini sağlayarak hissedarların haklarını koruyucu bir fonksiyon da yerine getirebilir. Bu sayede kamu kurumlarının sürecin işleyişi hakkında tam bir bilgiye sahip olması da sağlanmış olur.

Şirket hisse senetlerinin piyasadan toplanması durumunda, belirli sınırların aşılması halinde yapılacak özel durum açıklamalarının, yöneticiler için bir uyarı sinyali olmasının gereksiz olduğu çünkü şirket kontrolünü ele geçirmeye yönelik olarak yapılacak teklif hakkında tek söz sahibinin hissedarlar olduğu düşünülebilir. Hemen hemen tüm ülkelerde, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin belirli oranlarda paylarının satın alınması durumunda özel durum açıklaması yapılması zorunluluğu bulunmaktadır. Piyasanın şeffaf bir biçimde çalışması amacı ile geliştirilen bu düzenlemelerin diğer bir sonucu da hedefteki şirketin yöneticileri için, şirket kontrolünü ele geçirmeyi hedefleyen girişimlerin başlamış olabileceği sinyalinin veriliyor olmasıdır. Şirket hisse senetlerini piyasadan toplayan taraf, işlemlerine ilişkin olarak piyasaya yapacağı açıklamaların yanı sıra, şirketin kontrolünü ele geçirmek yönünde bir niyetinin olup olmadığını da açıklamak

zorundadır¹⁷⁰. Bazı hukuk sistemleri şirket yönetimlerine belirli eşikleri aşmadan gerekli açıklamaların yapılmasını sağlama konusunda bazı yetkiler tanımıştır. İngiltere buna güzel bir örnek teşkil etmektedir. İngiltere’de, şirket yönetimi bir hissedarına yapmış olduğu işlemlerin içeriğini açıklaması için talepte bulunabilir. Bu yükümlülük % 3 – 5 gibi limitlerin aşılması ile sınırlandırılmamıştır¹⁷¹.

İngiltere’de şirket yöneticilerinin sahip olduğu bu bilgi isteme avantajı, savunma taktiklerinin etkin bir biçimde kullanılmasında şirket yöneticilerine yardımcı olur. Hedefteki şirketin yöneticilerinden, yönettikleri şirketin kontrolünü ele geçirmek isteyen bir girişim olduğunu gizlemenin, düzenleme tekniği açısından bir anlamı bulunmamaktadır.

İlk modelde kullanılan ilginç bir teknik de “beyaz şövalye” diye adlandırılan yöntemdir. Bu yöntemde hedefteki şirketin yöneticileri, hissedarlara daha iyi olduğunu düşündükleri bir başka teklifin yapılması için girişimde bulunmaktadır. Burada bu uygulamanın hissedarlar açısından iyi olduğu onlara değişik alternatifler sunulduğu düşünülebilir. Ancak bu durum bir başka açıdan ele alınacak olursa, şirket kontrolünü ele geçirmeyi düşünen taraf, hedefteki şirketin yöneticilerinin “beyaz şövalye” bulmaya çalışacakları varsayımı ile bu girişimlerini ileri safhalara taşımaz. Bunun anlamı şirket kontrolünü ele geçirme girişimlerinin sürecin henüz ilk aşamasında önemli bir engele takılacağıdır.

Birinci modele yönelik uygulamaların genel yapısı İngiltere’de City Code’un 7. Temel Prensipleri ile düzenlenmiştir. Bu temel ilke kapsamında, hedefteki şirketin yöneticilerinin genel kurul toplantısında yetkilendirilmediği durumlarda, potansiyel tekliflere karşı savunma taktikleri geliştirmesi kısıtlanmaktadır. Bu şekilde hissedarlar etki altında kalmadan karar verebilmektedir. Yani yöneticiler teklifin olumlu sonuçlanmasını engelleme amacı ile tek başlarına hareket edememektedir. Bu

¹⁷⁰ Fransa’da şirket sermayesinde sahip olunan payın oranının %10 ve %20’yi aşması durumunda özel durum açıklaması yapılmaktadır. Bkz. Art.1. Règlement COB 88-02; ABD’de şirket sermayesinde sahip olunan payın oranının %5’lik bir artışı durumunda özel durum açıklaması yapılmalıdır. Bkz. § 13(d) 134 Securities Exchange Act; Japonya’da da ABD’deki sistem benimsenmiştir. Bkz. Art. 27-23(1) Securities and Exchange Act.

¹⁷¹ Bkz. § 212 Companies Act.

ilke şirket yöneticilerinin, şirket kontrolünü ele geçirmeye yönelik hiçbir girişimi engelleme yönünde girişimde bulunulamayacağı anlamına gelmez. Bu yönde bir girişimde bulunabilmek için genel kurul toplantısında hissedarlara bilgi verip onaylarını almak gerekmektedir. Eğer hissedarlar yöneticilere şirket kontrolünün el değiştirmesine yönelik bir teklife karşı savunma taktikleri geliştirip uygulama yetkisi verirse, zaten bu yönde bir teklifi kabul etmeyecekleri şeklinde yorumlanabilir.

Yöneticilerin, şirket kontrolünün el değiştirmesini hedefleyen teklif ilk ortaya çıktığında gerekli savunma taktiklerini kullanamamaları, ancak genel kurulda hissedarlardan yetki aldıktan sonra aktif hale gelebilmeleri birinci modelin en zayıf yönünü oluşturmaktadır. Çünkü teklif daha başlangıç aşamasında iken, savunma taktiklerinin başarılı biçimde kullanılması mümkündür. Teklif ileri aşamalara geçtikten sonra bu taktiklerin kullanılması zorlaşmaktadır¹⁷². Şirket yönetiminin, şirket kontrolünü ele geçirmeyi düşünen tarafların eylem planı üzerinde etkili olabilecek kararlarının hissedarların onayına sunulması zorunlu hale gelmektedir. Bu durumda yöneticilerin şirket lehine karar verecekleri beklentisi ile yönetime duyulan güven unsuru ön plana çıkmaktadır. Avrupa ülkelerinde yapılan son düzenlemelerde savunma taktiği olarak kullanılabilme potansiyeli yüksek, ancak işletme yönetimi için ne ölçüde gerekli olduğu şüpheli, imtiyazlı paylar, minimum oy oranı ve karşılıklı iştirak gibi uygulamalara sınırlamalar getirilmiştir. Benzer biçimde borsalar da kendi düzenlemelerinde geleneksel savunma taktiklerinin kullanılmasını da sınırlamıştır¹⁷³.

Şirket kontrolünün ele geçirilmesine yönelik yapılan teklifin ilk aşamalarında kullanılabilen savunma taktiklerinin bu girişimin başarısını önlemede, ne ölçüde etkili olduğu açık değildir. Ancak teklifin ilk aşamalarında yönetimin sahip olduğu pek de güçlü olmayan savunma taktiklerini kullanabilme yetkisi, genel kurul kararları ile verilen teklifin ileri aşamalarında geçerli güçlü savunma tekniği

¹⁷² Bkz. Davies, Paul, (2004), in Klaus Hopt & Eddy Wymeersch (eds.). **The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States.**

¹⁷³ Bkz. Ferrarini, Guido, Share Ownership, Takeover Law and The Contestability of Corporate Control, in **Conference Proceedings, Company Law Reform in OECD Countries, A Comparative Outlook of Current Trends**, www.Oecd.org/dataoecd/8/27/1931676.pdf.

kullanabilme kapasitesi ile birleştğinde yönetimin de bu süreçte belirleyici rol oynayabileceği ortaya çıkmaktadır.

C. İkinci Model: İnisiyatifin Şirket Yönetimi İle Hissedarlar Arasında Paylaşıldığı Durum

Bu modelde şirketin kontrolünün değiştirilmesine ilişkin girişimin başarılı olması için şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın şirketin hisse senetlerini piyasadan toplayarak, hissedarların belli bir kısmının ve yönetim kurulunun desteğini alması gerekir. Bu durumda teklifin hissedarların önüne gidebilmesi için büyük ortaklardan ve ayrıca yönetim kurulundan onay alınması zorunlu hale gelmektedir. Eğer ilk model de tüm inisiyatifin şirket hissedarlarında olduğu kabul edilirse, ikinci modelde inisiyatifin yöneticilerle hissedarlar arasında paylaştırıldığı ileri sürülebilir. İkinci modelde kontrolün el değiştirmesinin şirket üzerinde yaratacağı etkiler konusunda daha dikkatli davranılmıştır. Teklifin ve olası kontrol değişikliğinin sonuçlarını değerlendiren yönetim kurulu teklifin ileri aşamalara geçip geçemeyeceğine karar verir. Yönetimden vize alarak hissedarların önüne gelen teklif hakkında nihai kararının ne olacağını ise hissedarların tavrı belirleyecektir. Ama bu modelin temelinde, gelecekte böyle bir teklif söz konusu olduğunda hissedarların çıkarları doğrultusunda karar verecek bir yönetimi tercih edecekleri var sayımı yer almaktadır. Bu noktada hissedarların kullanabileceği stratejilerden yönetime görev verme stratejisi çok önemli hale gelmektedir. Hissedarlar yönetimi belirleme hakkından kaynaklanan güçlerini, kendi çıkarları açısından iyi olan tekliflere hayır demeyecek bir yönetimi görevlendirme amacı ile kullanacaklardır.

Şirket yönetiminin gücü göz önüne alındığında bu model içinde, hissedarlar ile şirket yönetimi arasındaki çıkar çatışmalarının ortaya çıkmadan engellemesinde veya çözümünde yediemin stratejisi ya da ödüllendirme stratejisinin başarı ile kullanılabileceği görülebilir. İkinci model kapsamında, kontrol işlemlerine ilişkin özel yöntemlerin geliştirilmesine gerek yoktur. Şirketler hukuku kapsamında yer alan stratejilerin yeni bir anlayış çerçevesinde uygulamaya konması yeterli olmaktadır. Bu açıdan “altın paraşüt” gibi ödüllendirme stratejileri hissedarların ve şirket yönetiminin çıkarlarını uyumlaştırmada kullanılabilir. Bunun tersine şirket

yönetiminin nispeten yetkisizleştirme ile etkisizleştirildiği birinci modelde yönetimin çıkarları ile hissedarların çıkarlarının uyumlaştırılması gibi bir öncelik bulunmamaktadır. Ayrıca özellikle teklifin yapılmasının ardından gelen “altın paraşüt” gibi uygulamalara da şüphe ile yaklaşılmaktadır.

Bu modelin pratikteki uygulaması ABD hukuk sisteminde görülebilir. ABD’de şirketi ele geçirme taktiklerine karşı yönetim “zehirli hap” tekniklerini uygulayabilmektedir.

Zehirli hap teknikleri ilk olarak 1982’de, düşmanca şirket ele geçirmelerine karşı kullanılabilecek bir yöntem olarak, şirket birleşme ve ele geçirmelerinde uzman bir avukat olan Marty Lipton tarafından geliştirilmiştir¹⁷⁴. Zehirli haplar, 1980’lerin başında çok popüler olmuştur. Bu popülerliğin ardında bir şirketin yönetimini ele geçirdikten sonra şirket aktiflerini çeşitli şekillerde elden çıkaran ve bunun için “Corporate Raids” olarak adlandırılan teknikler kullanan ve bu sayede yönetimini elde ettiği şirketleri yok etme pahasına büyük paralar kazanan Carl Icahn gibi yatırımcılara duyulan tepki yatmaktadır. Zehirli hapların ne ölçüde hukuka uygun yöntemler olduğu konusunda ilk zamanlarda ortaya çıkan belirsizlik Delaware Yüksek Mahkemesi’nin Kasım 1985’te Moran Household International, Inc. davasında aldığı kararla giderilmiştir. Zehirli hap oluşturan ve düşmanca şirket ele geçirmelerine başarı ile karşı koyan her bir şirkete karşın, zehirli hapa sahip olan ama yönetimi el değiştiren yirmi şirket vardır¹⁷⁵.

Şirket kontrolünü ele geçirme niyeti olan taraf, hedefteki şirketin oy haklarının % 50’sinden fazlasını elde etmeyi, bu şekilde yönetim kurulunda ve dolayısı ile şirket yönetiminde söz sahibi olmayı hedeflemektedir. Şirket, hukuk sisteminin izin verip vermemesine bağlı olarak, düşmanca bir ele geçirilme tehlikesi olduğunu düşündüğü durumlarda kullanabileceği bazı “zehirli hap” tekniklerini kullanmak için gerekli hukuki düzenlemeler oluşturulabilir.

¹⁷⁴ Lipton, Martin, Paul K. Rowe, Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268520.

¹⁷⁵ Bkz. Posion Pill Popping, **CFO Magazine**, October Issue 2001, www.cfo.com/article.ofm.

Hedefteki şirket çok miktarda, genelde imtiyazlı hisse senedi şeklinde, menkul kıymet ihracı yapar. Bu menkul kıymetler bazı ciddi geri alım haklarını, örneğin şirket ele geçirmesi olursa bu imtiyazlı payların çok sayıda adi hisse senedi ile dönüştürülebileceği koşulunu da içerir. Oy hakların % 50'sinden fazlasını elinde tuttuğunu, bu sayede şirketi ele geçirdiğini düşünen tarafın gücü budanmış olur. Bu risk dikkate alındığında şirket hisse senetlerinin ve dolayısı ile oy hakkının % 50'sinden daha fazlasını elde etmek gerekir ki bu da ek maliyet demektir.

Bir başka yöntem ise hedefteki şirketin çok büyük miktarda borçlanarak potansiyel ele geçirmeler için cazip olmaktan uzaklaşmasıdır. Çünkü yapılacak düzenlemeler ile şirket yönetimin değişmesi durumunda bu borçların acilen ödenecek hale gelmesi sağlanabilir.

Bir diğer metot ise hedefteki şirketin, çalışanlarına ve müşterilerine, şirket kontrolünün el değiştirmesi durumunda acilen kullanılabilir opsiyonlar sunmasıdır. İleri teknoloji şirketlerinin pek çoğunda, yetenekli çalışanların ve müşterilerin şirketten ayrılması demek, şirketin yeni sahibinin en iyi beyinlerinden yoksun üstelik müşterilerine karşı yüklü tazminat yükümlülükleri ile karşı karşıya kalabilecek bir şirkete sahip olması anlamına gelir¹⁷⁶.

Hissedarların şirket yönetimine zehirli hap oluşturmaları konusunda geniş yetkiler vermek istememesi doğal karşılanmalıdır. Hissedarlar açısından, finansal anlamda şirket ele geçirmeleri çok cazip olabilir. Zehirli hap tekniği çok sık kullanıldığı takdirde hissedarların çıkarları açısından problemler de yaratabilir. Şirket kontrolünü ele geçirme niyeti olan taraf ilk etapta piyasada şirketi ele geçireceğine dair söylentiler yayar ve piyasada şirket hisse senetlerini toplamaya başlar. Bir tehlike

¹⁷⁶ Örneğin; People Soft NASDAQ'da işlem gören ve diğer şirketlere kaynak planlaması, insan kaynakları yönetimi ve müşteri ilişkileri yönetimi yazılım programları sağlayan bir şirkettir. People Soft'un kontrolünün rakibi olan Oracle tarafından ele geçirilmesi ihtimali üzerine People Soft müşterilerini kaybetmemek ve Oracle'in olası girişimlerinin önünü kesmek için zehirli hap tekniğini kullanmıştır. People Soft Haziran 2003'de müşterilerine, şirketi gelecek iki yıl içinde, rakibi Oracle tarafından ele geçirilecek olursa ve daha önce People Soft tarafından satılan ürünlerin destek hizmeti 4 yıl içinde şirketin kontrolünü ele geçiren tarafca iptal edilirse, müşterilerine People Soft yazılımlarını alırken ödedikleri ücretin iki ile beş katı arasında bir meblağı ödeyeceklerini taahhüt etmiştir. Bu taahhüdün Oracle için maliyetinin 1,5 milyar ABD Doları olacağı tahmin edilmektedir. People Soft'ın hissedarlarından bir grup bu uygulamaya çıkarlarının zedelendiği gerekçesi ile karşı çıkmıştır.

olduğunu düşünen şirket zehirli hap tekniklerini uygulamaya sokar. Bu tekniklerin bir sonucu da, şirket hisse senetlerinin fiyatının yukarıda açıklanan nedenden ötürü düşmesidir. Düşen hisse senetleri fiyatı ise, şirket ele geçirme girişimlerini bazı durumlarda kolaylaştırabilir. Bu süreç sonucunda hissedarların çıkarları da zarar görebilir.

Savunma taktiklerinin ne ölçüde başarılı olacağı yöneticilerin elindeki güçle doğru orantılıdır. Bu gücün kaynağını ise şirketler hukukuna ilişkin düzenlemeler ve şirket esas sözleşmesi belirlemektedir. Bu nedenle zehirli hap tekniği pek çok Avrupa ülkesinde uygulama alanı bulamamaktadır. Zehirli hap tekniklerini uygulamak için ABD'deki şirketlerin yöneticileri, yönettikleri şirketlerin esas sözleşmelerinde gerekli düzenlemeleri yapmaktadır. Avrupa'da da birinci ya da ikinci modelin hangisinin uygulamalarda temel alınacağı konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır. 2001 yılında ortaya konan AB Direktif taslağının başarısız olmasının ardından birinci ve ikinci modelin özelliklerini taşıyan hibrit bir model ortaya konduğu ileri sürülmektedir¹⁷⁷. Örneğin Almanya'da hissedarlar istedikleri takdirde, yöneticilere bazı savunma taktiklerini kullanabilme imkânı tanıyabilmektedir¹⁷⁸. Bu yetki genel kurul tarafından hissedarlarının ¾'ünün onayı ile en çok 18 aylık bir süre için verilebilmektedir. Bunun yanı sıra esas sözleşmede hüküm bulunması durumunda daha ağır koşullar da getirilebilmektedir. Ayrıca Almanya'da üst yönetim organı, şirket kontrolünü ele geçirme yönünde teklif olması durumunda alt yönetim organını gerekli savunma taktiklerini uygulaması konusunda yetkilendirebilmektedir¹⁷⁹. İlk durumda çıkarların uyumlaştırılması stratejisi söz konusu iken, ikinci durumda yediemin stratejisi gündeme gelmektedir. Burada hissedarlar üst yönetim kurulunun gelişmeleri doğru kavrayıp gerekli önlemleri alacağına güvenmektedir.

İlk model Avrupa genelinde daha yaygın kabul görmüştür. Ayrıca AB'de şirket kontrolü değişikliklerine ilişkin yapılan çalışmalarda da temel alınmaktadır. Avusturya, İtalya, Portekiz ve İsviçre ilk modeli esas alan ülkeler arasında

¹⁷⁷ Bkz. Skog, Rolf(2002), The Takeover Directive- An Endless Saga?, 13 **European Business Law Review** s. 301.

¹⁷⁸ Bkz. § 33(2) Übernahmegesetz.

¹⁷⁹ Bkz. § 33(1) Übernahmegesetz.

değerlendirilebilir¹⁸⁰. Birinci modelin İngiltere’de uygulamasında 1968’de yürürlüğe giren City Code esas alınmıştır. Fransa’da ise COB düzenleyici otorite olarak ilk modeli temel alan bir yaklaşım ortaya koymuştur. Fransa’daki sistemde şirket yönetimlerinin, şirketin kontrolünün ele geçirilmesi girişimine karşı kullanılması planlanan savunma yöntemlerini COB’a iletmesi gerekmektedir. Bunların açıklanıp açıklanmayacağı COB’un inisiyatifindedir. Avrupa ülkeleri içinde ikinci modeli uzun süredir uygulayan bir ülke de Hollanda’dır¹⁸¹.

Japonya’da uygulamanın hangi modele yakın olduğu konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Şirket kontrolünün ele geçirilmesi girişimlerine ilişkin düzenlemelerin kapsamı, genel bir çıkarımda bulunmaya imkân vermemektedir. Japon şirketler hukukunda düşmanca şirket ele geçirmeleri konusunda çok kapsamlı düzenlemeler bulunmamaktadır. Bunun nedeni olarak Japonya’daki şirketlerin ortaklık yapısı ve kültürel faktörler gösterilmektedir. Ancak yapılan son düzenlemeler de düşmanca şirket ele geçirmelerine ilişkin maddeler de yer almıştır. Yapılan değişikliklerle esas sözleşmede hüküm bulunması ya da genel kurulda yetkilendirilmesi durumunda, yöneticilerin şirket hisse senetlerini şirket adına piyasadan toplayabilmesi mümkün hale getirilmiştir. Bu düzenlemenin amacının şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraflara karşı bir savunma mekanizması olarak kullanmak olup olmadığı çok net değildir. Ayrıca şirket yönetimi hissedarların onayına ihtiyaç duymadan çeşitli hisse senedi opsiyonları oluşturabilmektedir. Bu noktada hisse opsiyonlarının zehirli hap tekniklerinin bir parçası olarak kullanılıp kullanılmayacağı çok net değildir. Çünkü bazı durumlarda mahkemeler hisse opsiyonları oluşturma konusunda şirketlerin uygulamaları üzerine çeşitli kısıtlamalar getirme hakkına sahiptir¹⁸². Japonya’da şirketlerin esas sözleşmelerinde gerekli değişiklikleri yaparak farklı sınıflarda hisse senetleri oluşturabilmelerine imkân tanınmıştır. Bu durumda yönetimin belli sınıftaki hisse senetlerine sahip hissedarlar tarafından seçilebilmesine ilişkin düzenlemeler yapılması mümkündür¹⁸³.

¹⁸⁰ Avusturya uygulamaları için Bkz. § 12 Übernahmegesetz, İtalya için Bkz. Art102 Legislative decree, Portekiz için Bkz. Art. 182 Securities Code, İsviçre için Bkz. Art. 29 Loi sur les bourses.

¹⁸¹ Bkz. Schuit, Steven R., Jan-Erik Janssen(1996), **M&A in the Netherlands** s. 124.

¹⁸² Bkz. Art. 280-39(4) ve 280-10 Commercial Code.

¹⁸³ Bkz. Art 222(9) Commercial Code.

D. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi Sonucunu Doğuran İşlemlerde Süreci Kontrol Etme İnisiyatifin Paylaşılmasını Esas Alan Modelin Gereçekçeleri

İkinci modelin tercih edilme nedeni iki temel şekilde açıklanabilir:

(i) Hedefteki şirketin yönetimine, hissedarların çıkarları aleyhine, fırsatçı güdülerle hareket eden ve bu niyetlerini gizleyerek şirketin kontrolünü ele geçirmeye niyetlenen üçüncü taraflara karşı kullanılacak güç vermek bu nedenlerden biridir. Şirket yönetimine verilen veto yetkisinin sadece hissedarların aleyhine olacak tekliflerde kullanılmasının sağlanması gerekir. Bu yönde yapılacak düzenlemelerin tek amacı da yönetim kurulunu bu çeşit girişimlere karşı güçlendirmek olmalıdır. Yasal stratejiler açısından olaya bakılacak olursa, mahkemelerin olay bazında işlemleri incelemesinin en etkili strateji olacağı ileri sürülebilir. Bu strateji ancak olay gerçekleştikten sonra uygulanabilir. Zehirli hap teknikleri bu kapsamda hissedarlar ile şirketi ele geçirmek isteyenler ve hissedarlar ile şirket yönetimi arasındaki çıkar çatışmalarının kontrol edilmesinde önemli rol oynar. İlk olarak hissedarlar aleyhine şirketi ele geçirmek isteyenler bu hedeflerine ulaşamazlar. Bunun için kullanılan zehirli hap teknikleri hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarında yöneticilere fazladan bir avantaj da sağlamaz.

(ii) Delaware mahkemeleri son zamanlarda “sadece hayır de” prensibini kararlarında temel teşkil edecek şekilde kullanmaya başlamıştır. Bu durumda şirket yönetimini ele geçirmek isteyen taraf, teklifini yaptığında bu teklif önce yöneticiler tarafından değerlendirilmekte, şirket yönetimi hissedarlar açısından onların çıkarına uygun bir teklif olduğuna kanaat getirirse, bu teklifin hissedarların değerlendirilmesine sunulabilmesine izin vermektedir. Ancak bu noktada yöneticilerin işletme stratejisi açısından olaya yaklaşıyor olabileceklerinin altı çizilmelidir. Eğer yapılan teklif işletmenin uzun vadeli hedeflerine uygun bir teklif olarak değerlendiriliyorsa, o zaman bu teklif hissedarlara götürülecektir. Bu durumda ikinci model şirket stratejisinin güvence altına alınması amacı ile kullanılıyor da olabilir. Hatta bu amacın hissedarları koruma amacının önüne geçtiği bile ileri sürülebilir.

Bu modelde doğrudan hissedara teklif götürmek imkânı tamamen kısıtlanıyor anlamı çıkarılamaz. Sadece yönetimin savunma güç ve imkânları çok önemli miktarda arttırılmaktadır. Yönetimin, zehirli hap tekniklerini kullanarak şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışanları engellemesine karşı üçüncü taraflar vekâlet toplama ve çağrıda bulunma tekniklerini kullanarak karşı bir strateji geliştirebilir. Bu durumda amaç şirket kontrolünü ele geçirmekten, şirket yönetimini değiştirmeye doğru kayabilir. Bunun aslında hedeften bir sapma değil, nihai hedefe ulaşmak için varılması gereken bir ara hedef olduğu akılda tutulmalıdır.

Bu süreç içerisinde genel kurul toplantılarının önemi çok artmaktadır. Hissedarlar şirketin geleceğine genel kurul toplantılarında hep birlikte karar vermektedir. Vekalet toplanmasına başlanması durumunda inisiyatif şirket yönetiminden, teklifi yapmaya hazırlanan tarafa geçmektedir. Ayrıca vekâletin toplanmaya başlayacağı zaman dilimi de çok büyük önem kazanmaktadır. Çünkü yönetim kurulu üyelerinin sadece bir kısmının her yıl yenileneceği şekilde esas sözleşmesinde hüküm bulunan şirketlerde, vekalet toplama yolu ile şirket yönetiminin değiştirilmesi 2-3 yıl sürebilir. Bu durumda şirket yönetiminin ele geçirilmesi süreci çok ciddi bir biçimde yavaşlayabilir. Ayrıca şirket yönetimi yeni savunma taktikleri geliştirmek için zaman kazanmış olur. Şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen yeni tarafların ortaya çıkma ihtimali de vardır. Bunlar göz önünde tutulduğunda, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın yöneticilerle anlaşmaya gitmeye çalışması daha akıllıca bir tercih olabilir¹⁸⁴.

E. Temel Özellikler Çerçevesinde İki Modelin Karşılaştırılması

İkinci modelde özellikle “sadece hayır de” ilkesinin uygulamalarda temel teşkil etmeye başlamasının ardından karşı karşıya kalınan iki temel temsil probleminden (yönetim ile hissedarlar ve şirketi ele geçirmek isteyen taraf ile hissedarlar arasındaki temsil problemleri) ikincisi daha derin hale gelmektedir. Yetkileri güçlendirilen yöneticileri ikna etmek, potansiyel teklif sahipleri için öncelikli hale gelmektedir¹⁸⁵.

¹⁸⁴ Bkz. Bebchuk, Lucian, Oliver Hart, (2001), Takeover bids Versus Proxy Fights in Contests for Corporate Control, **Working Paper**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290584.

¹⁸⁵ Bkz. Kahan, Marcel, Edward B. Rock, (2002), How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Takeover Law and Adaptive Behaviour, 69 **University of Chicago Law Review** s. 871.

Bu açıdan bakıldığında, İngiltere’de uygulanan City Code sistemi ile ABD’deki uygulamaların temelini temsil eden Delaware sisteminin kontrol işlemlerinin düzenlenmesinde birbirine zıt iki yaklaşımı benimsediği görülür. Bu kapsamda Anglo-Amerikan şirketler hukukunun uygulamalarının tüm ülkelerde birbirine tam bir benzerlik göstermediğinin de altının çizilmesi faydalı olacaktır.

İlk modelde, sistemin merkezinde yer alan temel ilke hisse senetlerinin el değiştirilebilirliği ilkesidir. Satıcı yani hisselerini satmayı düşünen hissedarlar, hisselerini satıp satmama konusunda karar verme noktasında tam yetkilidir. Şirket yönetimi, hissedarları kararları üzerinde ya çok az bir etkiye sahiptir ya da hiçbir etkisi yoktur. Bu amaçla oluşturulan düzenlemeler sayesinde şirketin varlıklarının, bunları en iyi kullanacak tarafa geçmesi sağlanırken, şirket yönetiminin el değiştirme olasılığı şirket yöneticilerinin hissedarlarının çıkarlarını, uygulamalarının merkezine koyma sonucunu da doğurmaktadır. Hissedarların hisselerini satarak ortaklıktan ayrılabilmesi, şirketin kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın ise hissedarların paylarını alarak yönetime gelebilmesi, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil probleminin ele alınmasında etkin bir yöntemdir.

İkinci modelde “sadece hayır de” kuralı dikkate alındığında, yöneticiler kendilerini güvene almakta, kontrolü ele geçirmek isteyen taraf ile hissedarlar arasındaki ilişkiden, kontrolleri dışında etkilenme ihtimalini en aza indirmektedir. Şirket kontrolünün yönetimin isteği dışında el değiştirmesinin en önemli sonucu, şirket stratejisinin değişmesi olacaktır. Bu nedenle yönetim kontrol değişikliği işlemlerine aktif biçimde dâhil olmaktadır. Bu sonuç şirketler hukukuna ait benzer uygulamalarda görülebilir.

Örneğin birleşmeye ilişkin işlemlerde, yönetim hissedarlara birleşme teklifini getirmediği hissedarlar birleşme sürecine dâhil olmamaktadır. Burada da birleşmenin ya da devralmanın işletme stratejisi üzerindeki etkisi dikkate alındığında inisiyatifin yönetimde olduğu görülebilir.

İngiltere'deki City Code kapsamındaki uygulamalar ile ABD'deki Delaware düzenlemeleri kapsamındaki uygulamalar arasındaki farklılıklar sadece kontrol işlemleri ile sınırlandırılmaz. Bu farklılıklar yönetime atfedilen güç dereceleri arasındaki değişik yaklaşımlardan kaynaklanmaktadır¹⁸⁶. İngiltere'deki sistemde yönetimin gücü, bu gücün hissedarlar tarafından yönetime devredilmesi ile doğmaktadır. Bu devrin nasıl gerçekleşeceğini ise şirketin esas sözleşmesi belirlemektedir. Bunun tersine ABD'deki sistemde ise yönetimin gücü, bu gücün hissedarlarca devredilmesinden kaynaklanmaz. Bu gücün kaynağı düzenlemelerin kendisidir. Bu farklılığın pratik sonuçları özellikle kontrol değişikliği işlemlerinde açıkça görülebilir. ABD ekonomisi İngiltere ekonomisinin yaklaşık altı katı büyüklüğünde olmasına rağmen, 1990'lı yıllarda ABD'de gözlenen düşmanca şirket ele geçirmelerinin sayısı İngiltere'deki girişimlerin sayısının sadece iki katıdır¹⁸⁷. Bu farklılık için hissedar yapısındaki farklılıklar, kontrol değişikliğinin önündeki diğer engeller gibi başka açıklamalar getirmek mümkün görünse de, bu faktörler de gözlenen farklılığı açıklamada yetersiz kalmaktadır.

III. Şirket Hissedarların Sayısının Çok ve Bu Hissedarların Şirket Sermayesinde Sahip Olduğu Payların Oranlarının Küçük Olduğu Durumda Yapılan Genel Hisse Alım Teklifi Sonucu Ortaya Çıkan Temsil Problemleri

Hedefteki şirketin hissedarlarına yapılacak teklifin amacı şirket hisse senetlerini almaktır. Kontrol işlemlerine ilişkin düzenlemelerin hangi model esas alınarak yapıldığı bu gerçeği değiştirmemektedir. İlk modeli temel alan sistemlerde amaç şirket yönetimini ele geçirmeyi hedefleyen tekliflerin yapılmasını olabildiğince teşvik etmektir. İkinci modelde, işbaşındaki yönetimin onayı alınarak bir teklif yapılabilmektedir. En azından hedefteki şirketin yönetimin savunma taktiklerin kullanmasının önüne geçilmesine çalışılmaktadır. Teklif yapıldığında hedefteki şirket temsil problemleri ile karşılaşabilir. Bu temsil problemi, tekliflerini hissedarlara kabul ettirmek için çalışan taraf ile şirket yönetimini üstlenen tarafın dâhil olduğu ilişkilerde ortaya çıkacaktır. Şirket yönetimi, yapılan teklif hissedarların lehine de olsa, işlerini kaybetme tehlikesi ile karşılaşacaklarından, hissedarları bu teklifi

¹⁸⁶ Bu konuya ilişkin olarak çalışmanın üçüncü bölümde açıklamalarda bulunulmuştur.

¹⁸⁷ Bkz. Kirchner, Christian, Richard W. Painter, (2000), European Takeover Law-Towards a European Modified Business Judgement Rule for Takeover Law, 2 **European Business Organisation Law Review** s. 353, 377.

reddetmeleri konusunda ikna etmeye çalışacaktır. Bir başka olasılık ise şirket yönetiminin hissedarlar için çok da iyi olmayan bir teklifi, kendiler için uygun olduğundan, kabul etmeleri amacı ile hissedarları etkilemeye çalışmalarıdır.

İki modelde de bu risklerin ortaya çıkma olasılığı vardır. Ancak birinci modelde hedefteki hissedarların yöneticilere güvenip, onların kararlarına bağlı olmaları ya da yöneticilerin süreç içerisinde belirleyici rol oynamaları mümkün değildir. Bu durumda şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışan tarafların davranışlarını düzenleyen kurallara ihtiyaç duyulmaktadır. İkinci modelde bu işlev şirket yönetimi tarafından yerine getirilmektedir. Yönetime verilen rolün bu işlevi nedeniyle ikinci modelde şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışan tarafların davranışlarını düzenleyen kurallar çok daha az ve kapsamı da dardır. İngiliz ve ABD hukuk sistemlerindeki düzenlemeler bu açıdan da değerlendirilmelidir.

Şirket kontrolünü ele geçirmek amacı ile bir teklif yapıldığında hissedarların çıkarlarını korumak amacı ile kullanılabilecek yasal stratejilerin neler olduğu ve bu stratejilerin kullanılması sonucunda sistemde ortaya çıkacak ek maliyetler aşağıda incelenmiştir.

A. Şirket Yönetiminin ve Hissedarların Çıkarlarının Birbirleriyle Uyumlu Hale Getirilmesi

Şirket kontrolünü ele geçirmek amacı ile yapılan teklifin, birinci modelde olduğu gibi düzenlemelerin emredici yapısı nedeni ile doğrudan ya da ikinci modelde olduğu gibi şirket yönetiminin oluru ile dolaylı olarak hissedarların önüne geldiği bir senaryoda hissedarların kendi çıkarlarına en uygun kararı alabilmek için, şirketin durumu ve teklif hakkındaki tüm bilgilere tam ve doğru şekilde sahip olması gerekir. Bu konuda detaylı düzenlemeler olmasa dahi hedefteki şirketin yöneticileri ve piyasa katılımcıları, teklifi yapan tarafın hissedara olabildiğince çok bilgi sunması için çaba gösterecektir. Ayrıca bu bilgilerin sistematik biçimde analiz edilmesi için de gayret göstereceklerdir. Ancak gerek şirket yönetimi, gerekse teklif sahipleri kendi aleyhlerine kullanılabilecek bilgileri gizleme, hedeflerine uygun bilgileri de olduğundan önemli gösterme gayreti içerisine girecektir.

Şirket yönetimini ele geçirmeye çalışan taraf ile şirket yönetimi süreç içerisinde birbirlerine karşı iddialarda bulunarak, gerçekleşmesi zor vaatler ve ispatı mümkün olmayan iddialar ile ortaya çıkabilir. Böyle bir ortamda ileri sürülen bilgilerin doğruluğu ve güvenilirliğini temin eden düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır.

Şirket kontrolünü ele geçirmeyi hedefleyen taraf ile şirket yönetiminin anlaştığı durumlarda, tarafların ileri sürdükleri bilgilerin doğruluğunu denetleyen karşılıklı kontrol mekanizması saf dışı kalacaktır. Örneğin şirket yönetiminin, hissedarların paylarını elde ederek aynı zamanda şirketin sahibi durumuna geldiği durumda bu sonuç rahatlıkla gözlenebilir. Kamuyu zorunlu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler, gelişmeler hakkında hissedarların yeterli ölçüde bilgilendirilmesine yardımcı olabilir. Ayrıca yöneticilere şirket kontrolünü ele geçirmelerinde kullanacakları krediyi sağlayacak olan kurumsal yatırımcılar (yatırım bankaları gibi) şirket hakkında gerekli tüm bilgilere ulaşacaklarından yapılan teklifi dikkatli biçimde analiz edebilir.

Şirketler hukukuna ilişkin düzenlemelerde, kontrol işlemleri ile sınırlı olmamak üzere, kamuyu aydınlatmaya ilişkin çeşitli hükümler bulunur. Ancak yıllık finansal tablolar, geçmişe yönelik olarak hazırlandıklarından, genelde en güncel bilgileri içermez. Hedefteki şirket borsada işlem görüyor ve bu nedenle faaliyetleri hakkında pek çok açıklama yapıyor olsa da şirket kontrolünü elde etmeye çalışan taraf ile şirket yönetimi genelde şirketin içinde bulunduğu gerçek durum hakkında şirketin ortaklarından çok daha fazla bilgiye sahiptir. İki modelde de, düzenlemelerin temelinde yatan felsefenin şirket yönetimini elde etmeye çalışan tarafın ve yönetimin şirket hissedarlarına yapılan teklifi değerlendirmek için gerekli tüm bilgiyi sağlamak olduğu görülmektedir. Bu nedenle hemen hemen tüm ülkelerdeki uygulamalarda, yapılan teklife ilişkin olarak teklifin genel çerçevesi, teklifte bulunan tarafın ve hedefteki şirketin finansal durumu, teklifin başarılı olması durumunda hissedarların mali durumunun bundan nasıl etkileneceği konusunda gerekli bilgiler kamuya açıklanmaktadır.

Hissedarların sürece ilişkin tüm bilgiye ihtiyaç duymayacağı, sadece yapılan teklifin genelinin kendi çıkarlarına uygun olup olmadığının ortaya konmasının yeterli olacağı düşünülebilir. İngiltere’de City Code kapsamında, teklifte bulunan taraf yaptığı teklifin geneli üzerinde bir yatırım bankasından bağımsız bir görüş almak zorundadır. Bu görüş hakkında hedefteki şirketin hissedarlarının bilgilendirilmesi gerekmektedir. Genelde düzenleyici-denetleyici kurumlar yapılan teklifin ne ölçüde adil olduğu hakkında görüş belirtmekten kaçınmaktadır. Ancak Fransa’da, CMF teklifte bulunan tarafın, teklifini önerdikleri fiyat ya da hisse değişimi oranı açısından, hedefteki şirketin durumunu da dikkate alarak, objektif bir şekilde değerlendirmesini talep edebilmektedir. Bu uygulama şirket el değiştirmeleri konusunda Fransa’da kamu otoritesinin oynadığı aktif rol ile açıklanabilir.

Hissedarların paylarını elde ederek şirketin sahibi durumuna da gelmeyi arzulayan tarafın şirketin yöneticileri olduğu durumun ayrı olarak incelenmesi faydalı olabilir. Gerekli düzenlemelerin yapılmaması durumunda hissedarlar yapılan teklif hakkında sadece tek bir kanaldan bilgilendirilecektir. Bu durumda, hedefteki şirketin yönetimin yapılan teklif hakkında bağımsız bir kurumdan görüş alması ve bunu hissedarlara ilan etmesi ya da hissedarlara birden çok teklif yapılması durumunda yönetimin kendi teklifi lehine çaba göstermesinin önüne geçilmesi çok önemlidir. Bu nedenle İngiltere’deki uygulamada City Code bağımsız bir kurum tarafından ortaya konulacak görüşü ön plana çıkarmaktadır. Ayrıca City Code kapsamında, birden çok teklifin bulunduğu kurumlarda finansal bilgilerin tüm taraflara iletilmesi zorunludur¹⁸⁸. Bu duruma ilişkin olarak özel düzenlemelerin bulunmadığı ülkelerde, konu genellikle şirketler hukuku kapsamında ele alınmaktadır¹⁸⁹.

Şirket yönetiminin elde edilmesi amacıyla yapılan tekliflerde değerlendirmede dikkat edilmesi gereken bir başka nokta da, hissedarlara verilecek süredir. Yapılan teklifi değerlendirmek, bazı profesyonel kurumlardan değerlendirmeler ve öneriler almak için hissedarların yeterli zamanı olmalıdır. Hemen hemen tüm düzenlemelerde asgari değerlendirme sürelerine ilişkin hüküm bulunmakta, tekrarlanmış veya şartları

¹⁸⁸ Bkz. Rule 3.1 ve Rule 20.2.

¹⁸⁹ Bkz. . Ebke, Werner F., in Klaus J. Hopt ve Eddy Wymeersch (eds.), (2004), **The regulation of Management Buyouts in American Law: A European Perspective**.

gözden geçirilmiş tekliflerde bu süre kısalmaktadır¹⁹⁰. Bu sürenin fazla uzun tutulmasında bazı sakıncalar olabilir. Şirketin geleceği konusundaki belirsizlikler şirketin faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir. Ayrıca bu sürenin uzun tutulması, süreç içerisinde “beyaz şövalye” adı verilen tarafların ortaya çıkarak çeşitli alternatifler ileri sürmesine imkân tanıyabilir. Bu durumda daha önce teklifte bulunan tarafların ek maliyetler ile karşılaşması durumu ortaya çıkabilir.

B. Şirket Kontrolünün El değiştirmesi Sonucunu Doğuran İşlemlerde Şirketin Tüm Hissedarlarının Aynı Haklara Sahip Olmasının Sağlanması

Şirket kontrolünün değişmesi sonucunu doğuran işlemlerde bilginin tam, doğru ve zamanında açıklanması gerektiği genel bir ilkedir. Çünkü yapılan teklifin hissedarlarca değerlendirmeye alınabilmesinde şirket yönetiminin de etkili olduğu ikinci modelde bile hissedarlar kendilerine yapılan teklife ilişkin bağımsız bir uzmanın görüşüne başvurmak ihtiyacı duyabilir. Ancak şirket kontrolünü elde etmeyi hedefleyen tarafın fırsatçı davranışları kapsamında bir değerlendirme yapıldığında iki model arasında önemli farklılıklar olduğu görülür. Yönetimin pasifize edildiği ilk modelde bu tip bir fırsatçı davranışları dizginlemek amacı ile çeşitli düzenlemelerin yapılması kaçınılmaz olur. İkinci modelde ise hedefteki şirketin yönetimi sürecin işleyişinde önemli bir rol oynadığından bu tür fırsatçı davranışların önüne geçme konusunda düzenlemeler yolu ile oluşturulacak sistemden çok daha etkili olabilir. Bir diğer önemli nokta, hedefteki şirketin hissedarlarının eşit muameleye tabi tutulması ilkesinin hangi modelde en sıkı şekilde izlendiğidir. Hissedarların eşit muameleye tabi tutulması ilkesi, şirketler hukukundaki gibi tüm hissedarların eşit haklara sahip olması ilkesinden ziyade, şirketin kontrolünü elde etmeye çalışan tarafın tekliflerini kabul etmesi için hissedarlara yasalara aykırı bir baskı uygulamasının önlenmesi ile ilgilidir¹⁹¹.

Eşit muameleye tabi tutulma ilkesi hemen hemen bütün hukuk sistemlerinde düzenlemeler içerisinde yer almış bir ilkedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi hedefteki şirketin hissedarlarına eşit bilgi sunulmasını sağlamaktadır. Ancak eşit muamele

¹⁹⁰ Bu süre genelde 20 gün olarak belirlenmektedir.

¹⁹¹ Bkz. Davies Paul, in Jennifer Payne(ed.), (2002), The Notion of Equality in European Takeover Regulation, *Takeovers in English and German Law* s. 9.

ilkesinin uygulaması kamuyu aydınlatma ilkesi ile sınırlı değildir ve konuya ilişkin olarak açıklığa kavuşturulması gereken daha pek çok nokta bulunmaktadır. Örneğin tüm hissedarlara aynı teklifin yapılmasının zorunlu olup olmaması; tüm hissedarlara yapılmış resmi bir teklif olmadan daha önce hisselerini şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafa satan hissedarlar ile diğer hissedarların eşit muameleye tabi tutulması zorunluluğunun gerekli olup olmadığı; hisse senetlerinin sadece belirli bir oranını elde etmeye yönelik tekliflere izin verilip verilmeyeceği; şirketin hisse senetlerinin belirli bir oranını ele geçiren tarafların, diğer hisseleri almak için tüm hissedarlara teklifte bulunmasının gerekli olup olmadığı; eğer bulunacaksa bu teklifin hangi fiyattan yapılması gerektiği gibi hususların şirket kontrolünün el değiştirmesine yönelik yapılan düzenlemelerde açıklığa kavuşturulması gerekir.

Şirket kontrolünü elde etmeye çalışan tarafın sahip olduğu sözleşme serbestisi, hissedarlar üzerinde bir baskı aracı olarak kullanılabilir. Sözleşme serbestisi sayesinde şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf teklifini istediği gibi formüle edilebilir. İki aşamalı teklifler ABD’de Williams Act’a aykırı olmasa da, Avrupa ve Japonya’da yasal değildir. İki aşamalı teklif yapılmasının engellenmesi ya aynı teklifin tüm hissedarlara yapılmasını gerekli kılan düzenlemelerle ya da düzenleyici-denetleyici kurumlara yapılan teklifin onaylanmasına ilişkin verilen yetki içersinde yapılır.

Şirket kontrolünü ele geçirmeyi hedefleyen taraf farklı teklifler oluşturmak yerine, bazı hissedarların elindeki hisse senetlerini resmi teklif yapmak yerine, başka şekillerde almak için çeşitli girişimlerde bulunur. Örneğin piyasa oyuncularının durumdan haberi olmadığı bir aşamada şirketin kontrolünü ele geçirebilmek için bazı hissedarlara, ellerinde tutukları hisse senetlerini almak için yüksek fiyattan bir teklif yapar. Hisse senetlerini satın aldıktan sonra, şirket kontrolünün çok rahatlıkla ele geçirilebileceğinin netleşmesinin ardından, diğer hissedarların elindeki hisse senetlerini daha düşük bir fiyatla satmaları istenir. Bu şekilde yapılan ön alımlar diğer hissedarlar üzerinde teklifi kabul etmeleri yönünde bir baskı yaratır. Bu baskının önlenmesinin bir yolu, resmi bir teklif yapılmaksızın hisse senedi

toplanmasının önüne geçmektir¹⁹². Ancak bazı hukuk sistemlerinde şirketlerin hisse senetlerinin karşılıklı olarak değiştirildiği alımlarda, yani ödemenin nakit karşılığı olmaması şartı ile teklif süreci içinde hisse senedi toplanmasına da izin verilmiştir.

Uygulanabilecek bir başka strateji ise, teklif fiyatının, teklif dışında edinilen hisse senetlerine ödenen fiyat dâhil olmak üzere, belli bir süre içinde hisse senetlerine ödenen en yüksek fiyattan yapılmasıdır. Bu şekilde teklif süreci içinde piyasadan ayrıca hisse senedi toplanmasına izin verilen hukuk sistemlerinde, hisse senedi fiyatının teklif dışında hisse senetlerine ödenen en yüksek fiyat üzerinden olması neredeyse evrensel kabul gören bir ilke haline gelmiştir. Bu noktada karşılaşılan en temel zorunluluk ise teklif süreci öncesinde yapılan alımlarda ödenen fiyatın da bu fiyat belirleme işleminde dikkate alınmasının gerekli olup olmadığıdır. Avrupa’da uygulamalar birbirinden farklılık gösterse de, İngiltere’de ve Almanya’da teklif süreci öncesinde yapılan alımlarda ödenen fiyatlarda yapılacak teklifte kullanılacak fiyatın belirlenmesinde dikkate alınmaktadır¹⁹³.

Ancak, Bebchuk’un çok iyi bilinen mahkûmlar açmazı teorisini kullanarak yaptığı çalışmada gösterdiği gibi, teklifin kabul edilmesi amacıyla baskı yapmak için, hissedarlara eşit davranma ilkesini ihlal etme ya da süreç içinde yapılan resmi teklif haricinde piyasadan şirket hisse senetlerini toplama gibi uygulamalar yapmaya gerek yoktur¹⁹⁴. Hissedarların bir kısmı, kendilerine yapılan teklifin en iyi teklif olmadığını bildikleri halde, diğer ortakların teklifi kabul etmeleri durumunda kendilerinin azınlık pay sahibi konumuna düşeceklerini tahmin edeceklerinden, çok istekli olmasalar da hisse senetlerini satar. Hissedarların diğer hissedarların olası hareket tarzlarını dikkate alarak bu yönde bir karar vermelerinin önüne geçmek için basit bir çözüm yolu önerilebilir. Teklifin değerlendirilme süreci içinde, hissedarların

¹⁹² Örneğin ABD’de Rule 10b-17 1934 Securities Exchange Act’da 5-2-12’de teklif süreci içinde piyasadan hisse toplamak yasaklanmıştır.

¹⁹³ İngiltere’de City Code 6 ve 11. kuralları, teklif sürecinden önceki 12 ay içerisinde, teklife konu olan gruptaki hisse senetlerinin en az % 10’u nakit karşılığında elde edilmiş ise bu durumda bu işlem için ödenen fiyat da dikkate alınmaktadır. Almanya’da ise § 31 Übernahmengesetz ve § 4 Übernahmengesetz-Angebotsverordnung’a göre, teklif sürecinin öncesindeki üç ayda nakit ödenerek hisse senetlerinin en az % 5’i elde edilmiş ise, bu durumda bu işlem için ödenen fiyat da dikkate alınmaktadır.

¹⁹⁴ Bkz. Bebchuk, Lucian A., (1987), Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, 12 **Delaware Journal of Corporate Law** s. 911.

çoğunun bu teklifi kabul edip etmeyeceğinin anlaşılmasını sağlayacak bir ek süre eklenebilir. Bu durumda hissedarlar genelde diğer hissedarların nasıl bir yaklaşım sergilediğini görerek son kararlarını verirler¹⁹⁵. Böylelikle yapılan teklifi red etme eğiliminde olan hissedarlar, karar verme sürecinde çok önemli olan, diğer hissedarların çoğunluğunun genel eğiliminin ne olduğuna ilişkin bir bilgiye ulaşınca kendileri için en uygun hareket tarzını belirlerler.

Ancak ek süre verilmesi yöntemi yaygın biçimde kullanılmamaktadır. Genelde teklif süreci içinde toplanan hisse senetleri hakkında sık sık hissedarların bilgilendirilmesi yöntemi tercih edilmektedir.

C. Tüm Hissedarların Eşit Haklara Sahip Olmasının Temini İçin Zorunlu Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Uygulanması

Zorunlu çağrıda bulunma ilkesi, tüm hissedarlara eşit davranma ilkesinin bir sonucu olarak karşımıza çıkar. Resmi teklif süreci içinde ya da dışında yaptıkları alımlar sonucunda şirket kontrolünü ele geçirecek düzeyde hisse senedini elde eden taraf, tüm hissedarlara bu süreç içinde ödediği en yüksek fiyattan, ellerindeki hisse senetlerini satın almak amacı ile bir teklifte bulunmak zorundadır. Bu yöntemle hukuksal düzenlemeler, hissedarlara ellerindeki payları satarak ortaklıktan ayrılma hakkı tanımaktadır. Zorunlu çağrıda bulunma ilkesi, şirket kontrolünü ele geçirmeyi düşünen tarafa kolaylık sağlamanın aksine, ihtiyacı kalmadığı için diğer hissedarların paylarını almayı istemeyen, şirket hisse senetlerinin önemli bir kısmını ele geçirmiş tarafa diğer hissedarların paylarını alma zorunluluğu getirmektedir.

Bu şekilde bir zorunluluk getirilmesinin nedenleri şu şekilde açıklanabilir. Şirket kontrolünü ele geçiren taraf, sürecin ilk başında ya da hemen öncesinde, resmi teklif süreci haricinde hisse senetlerini aldığı ortaklara önerdiği fiyatı kabul etmemeleri durumunda bir dahaki sefere kendilerine daha düşük fiyat önereceğini belirterek bir anlamda ellerindeki hisse senetlerini satmaları için onlara baskı yapabilir. Resmi teklif süreci içinde piyasadan hisse senedi topladığı durumda ise bu şekilde bir baskı yapması mümkün değildir. Çünkü zorunlu çağrı yükümlülüğünde tüm hissedarlara

¹⁹⁵ Örneğin İngiltere’de City Code’un 31.4 maddesinde, Almanya’da ise Übernahmengesetz’in 16 (2) maddesinde bu durum belirlenmiştir.

aynı fiyat ödenmesi bir zorunluluktur. Bu ilke sayesinde, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın hissedarlar arasında büyük bir şaşkınlık ve panik havası yaratmasının ve gelişmeleri yakından takip etmeyen hissedarların zarara uğramasının önüne geçilir.

Şirketin sermayesinin sadece bir bölümünü alarak şirketin tüm varlıklarının kontrolünü elde etmenin bir diğer sonucu da, şirket kontrolünü ele alan tarafın şirket varlıklarını verimli şekilde kullanma amacının ötesinde, kişisel faydalarını düşünerek hareket edebilecekleri riskinin ortaya çıkmasıdır. Ortaya çıkan bu risk açısından zorunlu çağrı kuralı ile çoğunluğun azınlık pay sahiplerinin haklarını ihlal etmesinin önüne geçilmektedir. Şirketler hukukuna ilişkin düzenlemeler şirket kontrolünü elde eden tarafın davranışlarını kontrol etmenin yanı sıra bu yöntem ile azınlık pay sahiplerinin haklarını koruma altına almış olmaktadır. Zorunlu çağrıda bulunma ilkesi şirket kontrolünün el değiştirmesini takiben azınlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasında çıkar çatışması ortaya çıkması ihtimalinin çok güçlü olduğunu kabul etmektedir. Bu nedenle azınlık pay sahiplerine, bu sorunlar ortaya çıkmadan önce ortaklıktan ayrılabilme şansı tanımaktadır. Bu mantıkla düşünülecek olursa zorunlu çağrı ilkesinin hissedarların sadece belli bir kısmına değil hissedarların tümüne teklifte bulunulmasını zorunlu tutmasının nedeni anlaşılır¹⁹⁶. Kuralın uygulanması gerektiğinde, şirket kontrolünü elinde bulunduran taraf tüm hissedarlara genel bir alım teklifinde bulunmak zorundadır¹⁹⁷. Sadece belli bir grup hissedara teklifte bulunulabilmesinin düzenlemenin ruhuna aykırı olduğu çok açıktır. Zorunlu çağrı ilkesi ABD dışında çok sayıda ülkede de uygulanmaktadır. Örneğin Almanya gibi hukuk sisteminin çok geliştiği, şirketler hukukunun yatırımcıları ilgilendiren pek çok düzenlemesinin olduğu bir ülkede bile zorunlu çağrı yükümlülüğü bulunmaktadır¹⁹⁸.

¹⁹⁶ Örneğin İngiltere’de City Code’un 14’üncü ve 36’ncı maddelerinde bu hususlar düzenlenmiştir.

¹⁹⁷ Örneğin Fransa’da Reglement General CMF’nin 5.1.2. maddesi uyarınca bütün hissedarlara teklif yapılmalıdır. 1992 yılında yapılan bu değişiklik öncesinde hissedarların belli bir bölümüne teklifte bulunmak yeterli olmakta idi.

¹⁹⁸ Almanya’da Übernahmegesetz 35-39’da düzenlenmiştir. Zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğması için bazı gelişmelerin ortaya çıkması gerekmektedir.

Zorunlu çağrı yükümlülüğü şirket kontrolünü elinde tutan tarafın değişmesi ile ortaya çıkmaktadır. Farklı hukuk sistemlerinde genelde oy haklarının 1/3'ünü elde etmek yeterli olmaktadır. Bu hesaplamada kontrolü ele geçirmeyi planlayan tarafla birlikte hareket eden hissedarların ellerindeki paylar da dikkate alınmaktadır. Kontrolün güçlendirilmesi hali de zorunlu çağrıda bulunma ilkesinin kapsamı içindedir. Bazı durumlarda kontrole sahip olduktan sonra elde edilen paylar çok küçük ise çağrıdan muafiyet için çeşitli istisnalar sağlanmıştır. Diğer bazı özel durumlarda da zorunlu çağrıda bulunma ilkesine çeşitli istisnalar tanınabilir. Örneğin şirket finansal açıdan zor durumda ise ve iflasa sürükleniyorsa, şirketi kurtarmak için ortaya çıkan taraf, şirketin politikalarını belirleme gücünü elde edeceği düzeyde hisse senedi elde ettiğinde, diğer hissedarların hisse senetlerini de almak için hissedarlara çağrıda bulunma yükümlülüğünden muaf tutulabilir. Bu şekilde finansal kaynakların tümünün şirketin faaliyetlerinin finansmanında kullanılması teşvik edilmiş olur.

Zorunlu çağrıda bulunma uygulamaları, şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışan taraf ile hissedarlar arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını önlemede önemli bir rol oynasa da, bu yükümlülük nedeniyle şirket kontrolünün el değiştirmesi ile sonuçlanacak girişimlerin sayısı azalmaktadır. Şirket kontrolünü ele geçirmeyi hedefleyen ancak zorunlu çağrıda bulunma yükümlülüğün yaratacağı ek maliyetleri dikkate alan, taraflar bu niyetlerini uygulamaya koymamaktadır. Bu ise piyasanın etkin işleyişi, kaynakların optimal kullanımı üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

Şirket kontrolünün el değiştirmesi ile sonuçlanacak girişim sayısındaki azalmanın nedenlerinin iki şekilde açıklanması mümkündür.

(i) Hisse senetlerinin sadece belli bir kısmını satın almak için teklif yapamama ve hisse senetlerini satmak isteyen hissedarların hepsinin hisse senetlerini satın alma zorunluluğu nedeniyle şirket kontrolünü ele geçirmenin maliyeti çok artmaktadır. Bu nedenle ya tüm hisseler için teklif götürülmekte ya da bu girişime hiç başlanmamaktadır. Ayrıca bazı durumlarda zorunlu çağrı yükümlülüğünde ödemenin

nakit olarak yapılması şartı da teklifte bulunacak taraf üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır.

(ii) Şirket kontrolünü ele geçiren tarafın, tüm hissedarlara belli bir fiyat üzerinden teklifte bulunması zorunluluğu, zorunlu çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğduğu an ile resmi teklifin tüm hissedarlara yapıldığı zaman arasındaki sürede piyasada hisse senedi fiyatında meydana gelecek değişimlerden olumsuz etkilenme riskini ortaya çıkarmaktadır. Örneğin piyasanın genel durumu nedeni ile hemen hemen tüm endekslerde gözlenen genel bir artış ile birlikte, şirketin özel durumundan kaynaklanan artışların bileşik etkisi neticesinde katlanılması gereken maliyetlerde önemli artışlar meydana gelebilir.

Yukarıda sıralanan konular hemen hemen tüm ülkelerde, zorunlu çağrıya ilişkin yapılan düzenlemelerde dikkate alınmıştır. Zaman zaman zorunlu çağrıda kullanılacak fiyatın belirlenmesinde esneklik sağlamak ya da bazı muafiyetler tanımak şeklinde çeşitli düzenlemeler yapılmaktadır¹⁹⁹. Ancak, hemen hemen her ülkede istenmeden sermaye eşiklerinin aşıldığı durumlar için çeşitli istisnalar getirilmiştir.

Yukarıda sıralanan nedenlerle zorunlu çağrıda bulunma ilkesinin bazı sistemlerde şirketlerin kontrolünün değişmesi ile sonuçlanabilecek girişimlerin sayısını azaltma yönündeki negatif etkisini hafifletmek için düzenlemelerde bazı değişiklikler yapılmıştır. Örneğin İtalya’da bazı grup hisse senetleri için zorunlu çağrıda bulunmaya gerek yoktur. İtalya’da hisse senetlerinin alımı teklifi hissedarların en az % 60’ına yapıldığı ve teklifin hedefteki şirketin hissedarlarınca desteklendiği durumlarda da zorunlu çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet sağlanmaktadır²⁰⁰. İsviçre’de de hedefteki şirketin hissedarları, zorunlu çağrıya

¹⁹⁹ Örneğin İtalya’da en yüksek fiyat yerine belli bir dönem içerisinde gerçekleşen fiyatın aritmetik ortalamasının alınması mümkün olmaktadır. Bkz. Legislative Decree 58’in 106(29). İsviçre’deki düzenlemelerde ise teklifin yapıldığı tarihteki hisse fiyatından az olmamak üzere geçmişteki 12 aylık fiyat hareketinin en yüksek fiyatın % 75’i kadar fiyat verilebilmektedir. Bkz. (Art 32(4) Loi sur los bourses). Almanya ve İngiltere’de hissedarlara eşit muamele ilkesinden muafiyet çok nadir şartlarda verilmektedir. Fransa’da ise bu ilkeden taviz verilmesi mümkün değildir. Ancak Fransa’da CMF zorunlu olarak farklı fiyat verilmesi durumunun kabul edilebilir olup olmadığına karar vermelidir.

²⁰⁰ Bkz. Art. 107 Legislative Decree 58.

ilişkin yükümlülüklerin tam olarak uygulanmasına ya da kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi için bazı kolaylıklar sağlanmasına karar verme gücüne sahiptir²⁰¹.

D. Şirket Kontrolünü Ele Geçirmek İçin Birbirleri İle Rekabet Eden Tarafların Olması

Hissedarlara ellerindeki hisse senetlerini almak için birden çok sayıda tarafın teklifte bulunması, kendilerine yapılan tek bir teklif nedeniyle hissedarların baskı altına girmeleri sorununu çözmenin yollarından birisidir. Yapılan çalışmalarda hissedarlara aynı anda yapılan birden çok hisse alım teklifinin, hissedarların paylarının değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir²⁰². Uzun vadeli bir perspektifle bakıldığında değişik teklifler arasındaki farklılıkların uzun dönemde istatistiksel olarak önemli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Farklı tekliflerin ortaya çıkmasını teşvik etmek, hissedarlara eşit muamele ilkesinin bir başka sonucu olarak gösterilebilir. Bu uygulamanın zorunlu çağrı teklifini kabul eden hissedarlar ile teklif haricinde paylarını satan hissedarlar arasında eşitlik yaratmasının ötesinde, şirket kontrolünü ele geçiren tarafın bu fırsattan hissedarların aleyhine çok fazla bir getiri elde etmesinin önüne geçilmektedir. Birden çok teklifin olması durumunda, şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışan taraflar arasında ortaya çıkacak rekabet hissedarlara yapılacak teklif fiyatını hissedar lehine olumlu yönde etkileyecektir. Rakip teklifin ortaya çıkma ihtimali olasılığı altında yapılacak teklif daha dikkatli formüle edilecektir. Yapılan düzenlemeler zorunlu olarak rakip tekliflerin yapılmasını sağlamasa da düzenleyiciler rakip tekliflerin ortaya çıkmasını teşvik edici önlemler alabilir. Örneğin yapılan ilk teklifin, şartları ve gerekçeleri çok net biçimde ortaya konulur ve bu piyasanın değerlendirmesine sunulurarak rakip tekliflerin ortaya çıkma ihtimali arttırılabilir. Farklı tekliflerin yapılması teşvik edilerek şirket kontrolünü ele geçirmenin getirisinin, kontrolü ele geçirecek taraf ile hissedarlar arasında dengeli bir şekilde adil paylaşımı sağlanır.

Rakip tekliflerin ortaya çıkmasını teşvik edici başka yöntemler de mevcuttur. İngiltere'deki uygulamada tüm karar alma yetkisi hissedarların inisiyatifinde olması,

²⁰¹ İsviçre'de hissedarlar esas sözleşmede gerekli değişiklikleri yapmak suretiyle, zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğduğu eşik değeri 1/3'ten % 49'a arttırılabilir.

²⁰² Bkz. Goergen, Marc, Luc Renneboog, Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids, Working paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=372440.

şirket yönetiminin “beyaz şövalye” bulma imkânını ortadan kaldırmaktadır. Ancak yönetimin teşviki ya da diğer faktörlerin etkisi ile bir rakip teklif ortaya çıkarsa ilk teklifi kabul etme düşüncesinde olan hissedarlara eski teklife ilişkin yaklaşımlarını yeniden değerlendirme şansı tanınabilir. Bazı hukuk sistemleri şirket hissedarlarına bu yönde bir hak tanımamıştır. Hissedarlar teklifi kabul ettikten sonra fikir değiştirememektedir²⁰³. İngiltere’de ise rakip bir teklif ortaya çıkarsa, hissedarlar fikir değiştirebilmektedir. Bu nedenle İngiltere’deki kurumsal yatırımcılar, teklife ilişkin kararlarını vermek için son ana kadar beklemektedir.

Hissedarlara yapılan ve şirket kontrolünün değişikliği ile sonuçlanabilecek bir teklifin kısa sürede sonuçlanmasını zorlaştıran düzenlemeler, başka bir teklif sahibinin ortaya çıkması için ek zaman hazırlamaktadır. Bir teklifin çok kısa süre içerisinde sonuçlanmasının önüne çeşitli engeller koyan düzenlemeler aslında daha başka tekliflerin de ortaya çıkması için uygun bir ortam hazırlamaktadır. Buna benzer bir durum özelleştirme uygulamalarında da gözlenmektedir. Bir özelleştirme kararının iptalinin ardından yeniden yapılan ihalede teklif verenler önemli ölçüde değişmektedir. Örneğin belli bir zaman diliminde teklifin geçerli olmasını sağlayan, bu şekilde hissedarların kendilerini baskı altında hissetmeyerek yeterli değerlendirmeler yapmasına imkân tanıyan düzenlemeler ya da belli oranların üzerinde hisse edinen ortakların bu durum hakkında bilgi vermesini isteyen kamuyu aydınlatma uygulamaları aslında yeni tekliflerin ortaya çıkması için uygun ortam hazırlamaktadır.

Yapılan teklifin kısa sürede sonuçlanmasını kısıtlayan düzenlemeler rakip bir teklifin ortaya çıkma olasılığını arttırırken, ilk teklifi yapan taraf açısından yarattıkları risk nedeniyle ilk teklifin yapılmama ihtimalini de arttırmaktadır. Yapılan çalışmalarda, rakip teklifin ortaya çıktığı durumlarda genelde yapılan ilk teklifin başarıya ulaşmadığı ve ilk teklifi yapan tarafın teklifi hazırlarken katlandığı maliyetler nedeniyle zor durumda kaldığı ortaya konulmuştur. Bu tür kısıtlayıcı düzenlemeler ilk teklif sayısını azaltmaktadır. Azalan teklif sayısı nedeniyle bu şirketin kontrol

²⁰³ Bkz. ABD’de 1934 Securities Exchange Act and Rule 14d-5-7.

değişikliklerinin yöneticileri denetlemekte kullanılan bir yöntem olarak etkinliği azalmaktadır.²⁰⁴

Yeni rakip tekliflerin ortaya çıkmasını teşvik eden düzenlemelerin olumsuz etkilerini azaltan bazı teknikler de vardır. Örneğin yapılan teklifin hissedarların çıkarlarına uygun olduğunu düşünen yönetim, rakip tekliflerin ortaya çıkarak bu girişimin önünü kesmesini engellemek için, “beyaz şövalye” aramayacağına dair ilk teklifi yapan tarafa güvence verebilir. Bundan daha etkili bir teknik ise, hedefteki şirket yöneticilerinin, kendilerinin desteklediği teklifi yapan tarafa, tekliflerinin başarısız olması durumunda katlanmış oldukları maliyetleri şirketin karşılayacağı konusunda bir güvence vermektir. Bu tür teknikler ABD’de yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak İngiltere’de City Code ile bu konuda daha temkinli davranmayı tercih etmişler ve tüm inisiyatifi hissedarlara bırakmışlardır²⁰⁵.

Son olarak, hissedarlara hisse alım teklifi yapmayı planlayan taraf bu niyetini ortaya koymadan önce topladığı hisse senetlerini, kendi teklifinin karşısına çıkan rakip teklif başarılı olursa, piyasada yüksek fiyattan satma şansına sahip olabilir. Düzenlemeler, hissedarlara teklif yapılarak sürecin başlatılmasından önce hisse senetlerinin piyasadaki toplanmasının önünde bir engel koymasa da, hisseleri toplayan tarafın elindeki hisse senetlerinin şirket sermayesine oranının sınırların üstüne çıkması durumunda ortaya çıkan kamuyu bilgilendirme zorunluluğu, ilk teklifi yapmayı düşünen tarafın piyasadaki çok miktarda hisse senedini makul fiyattan toplamasını engeller.

Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, ilk teklif veren tarafın teklifinin başarısız olması durumunda katlandığı maliyetlerin, hedefteki şirket tarafından karşılanmasına izin vermeyen hukuk sistemlerinde ilk teklif veren tarafın yeterince korunmadığı sonucu çıkarılabilir. Düzenlemelerin genel yapısı incelendiğinde, hedefteki şirketin yönetim kurulunun desteklediği teklifin öne çıkarılıp, diğer tekliflerin arka plana itilebilmesi için gerekli önlemlerin alındığı; rakip tekliflerin şirketin kontrolünün

²⁰⁴ Bkz. Easterbrook, Frank H., Daniel R. Fischel, (1981), The Proper Role of Target’s Management in Responding to a Tender Offer, 84 **Harvard Law Review** s.1161.

²⁰⁵ City Code 21-2 kuralında bu tür ücretler için teklif değerinin % 1’i üst limit olarak belirlenmiştir.

değişmesi ile sonuçlanabilecek girişimlerde bulunma olasılığı üzerindeki negatif etkisinin çok fazla dikkate alınmadığı görülür. Şirket ele geçirmelerine ilişkin yapılan düzenlemelerde üzerinde dikkatle durulan konu, rakip tekliflerin eşit biçimde değerlendirmeye alınabilmesi ve bu amaçla da teklif yapan tarafların, hedefteki şirket hakkında bilgi edinme ve tekliflerini hissedarlara yeterince anlatabilme konusunda eşit imkânlarla sahip olmasıdır²⁰⁶.

E. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesine Olumsuz Yaklaşan Azınlık Pay Sahipleri

Azınlık pay sahipleri, gelecekte daha iyi şartlarla ellerindeki hisse senetleri satabilecekleri ihtimalini dikkate alarak ya da daha başka nedenler ile hisse senetlerini satmayı kabul etmeyebilir. Bazı hukuk sistemlerinde, azınlık pay sahiplerinin paylarını satmak istemeyebilecekleri göz önünde bulundurularak, diğer hissedarların şirketin % 90 ya da % 95 hissesini alan tarafa hisselerini satması zorunlu tutulmuştur. Bu pay sahiplerine verilecek fiyatın da, yapılan resmi teklifte ödenen fiyat olması hükme bağlanmıştır. Bu düzenlemeler, şirket kontrolünü ele geçiren tarafın şirketin % 100'ünü isteyeceklerini varsaymaktadır. Bu varsayım da şirket kontrolünü ele geçiren tarafın şirketi düzenleyici-denetleyici otoritenin yetki alanından çıkarmak istemesi temeline oturtulabilir. Örneğin ABD ve Japonya'daki uygulamada yukarıdaki koşulların sağlanması durumunda büyük pay sahibinin, azınlık pay sahiplerinin paylarını alabilmesine izin verilir. Ayrıca şirket kontrolünü elde etmekte kullanılan hisse senetlerinin çağrı yoluyla elde edilip edilmediğinin bir önemi de bulunmamaktadır. Zorunlu çağrı yükümlülüğü nedeniyle hisse senedi toplanmadığı için zorunlu çağrı nedeniyle bir fiyat tespiti de yapılmamış olacaktır. Bu durumda adil bir fiyat tespit edilmesi daha zor olmaktadır.

IV. Şirket Kontrolünü Elinde Tutan Hâkim Ortaklar Bulunması Durumunda Ortaya Çıkan Temsil Problemleri

Buraya kadar incelenen durumlarda, hissedar sayısının çok fazla ve hissedarların bireysel olarak şirket sermayesinde sahip oldukları paylarının şirketin sermayesi

²⁰⁶ Örneğin İngiltere City Code'un 20.2 numaralı düzenlemesi bu amacı taşımaktadır.

içerisindeki oranının düşük olduğu varsayılmıştır. İncelenen durumların birbirinden farklılaştığı nokta, teklifin kabul ya da reddedilmesinin sadece hissedarların mı yoksa hissedarlarla birlikte yönetim kurulunun mu inisiyatifinde olduğudur. Şirketin kontrolünü elinde bulunduran az sayıda hissedardan oluşan bir grup yatırımcı olduğunda, inisiyatifin sadece hissedarlarda mı yoksa hissedarlar ile birlikte yönetim de mi olduğu farkının bir önemi kalmamaktadır. Her iki durumda da şirket kontrolüne sahip hissedarlar tüm inisiyatife sahip olmuş olacaktır. Bu durumda, hissedar ile temsilci arasındaki olası çıkar çatışmaları azınlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarına dönüşecektir. Bu koşullar altında şirket kontrolünün el değiştirmesinin ardından şirket kontrolünü ele geçiren taraf ile azınlık pay sahipleri arasındaki temsil problemi daha şiddetli hale gelecektir.

Şirketin hissedarları ile yönetimi arasındaki temsil probleminde olduğu gibi azınlık pay sahipleri-çoğunluk pay sahipleri arasındaki sorunlar da şirketler hukukunun genel yapısı içerisinde bir çözüme kavuşturulabilir. Hukuk sistemlerinde kullanılan en kestirme metot ise ortaklık haklarının % 100'ünün kontrolü ele geçiren tarafa geçişini ya da azınlık pay sahiplerinin paylarının da kontrolü ele geçiren tarafa satılmasının sağlanmasıdır. Bu yöntemin pratik bir biçimde uygulanabilmesi için şirketler hukukunun genel düzenlemelerinin yanı sıra başka ek düzenlemelere de ihtiyaç duyulur. Bu noktada tüm hissedarlara eşit davranma ilkesinin önemi ortaya çıkmaktadır. İki farklı teknik ile hissedarlara eşit davranma ilkesi düzenlemelere dâhil edilebilir. Birinci teknikte tüm hissedarların teklifte bulunan tarafa hisselerini satmasını sağlayıcı düzenlemeler yapılır. Böylece büyük pay sahiplerinin elde edeceği getiri azınlık pay sahipleri tarafından da eşit şekilde paylaşılır. İkinci teknikte ise şirket kontrolünü elde edecek kadar hisse senedine sahip olan tarafın, hisselerini satmamış hissedarlara da kontrolü elde ederken ödediği fiyattan bir teklif yapması sağlanır. Yani azınlık pay sahiplerine hem ortaklıktan ayrılma şansı verilir, hem de hisseleri ilk defa satan ortakların sattığı fiyattan hisse senetlerini satması sağlanır. Bu da zorunlu çağrıda bulunma yükümlülüğü ile uygulamaya konur.

ABD hukuk sisteminde, diğer bazı ülkelerde olduğu gibi, şirket kontrolünü elinde bulunduran hissedarların, bu avantajlarını, hisse senetlerini piyasa ederinin üzerinde

bir fiyattan satarak kullanması usulsüz bir işlem olarak kabul edilmemiştir. Bu nedenle bu tür işlemlerin yapılabilmesi engellenmemiştir. Ancak ABD’de mahkemeler şirket kontrolünü elinde bulunduran hissedarların bu kapsamda yaptıkları işlemleri, hâkim hissedarların sorumlulukları çerçevesi içerisinde olay bazında değerlendirir. Bu durumda şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuracak şekilde hisse senetlerini satan hissedarlar, bu satış nedeniyle diğer pay sahiplerinin elde edemediği bir getiri elde etmiş ise diğer hissedarların da aynı getiriye elde etmesi temin edilir. Benzer bir mantıkla çoğunluk pay sahiplerinin hisselerini devretmeleri ve bu nedenle şirket kontrolünün el değiştirmesi neticesinde azınlık pay sahipleri bir kayba uğramışsa, bu kaybın tazmininde hisselerini devreden çoğunluk pay sahipleri sorumlu tutulur. Ancak ABD’de mahkemelerin bu konuya ilişkin aldıkları kararlar incelendiğinde, azınlık pay sahiplerinin de şirketin kontrolünü elinde bulunduran hissedarların ortaklık haklarını devretmek için elde ettikleri getiri kadar bir getiri elde ederek şirketten ayrılmalari biçimindeki genel eşitlik prensibini benimsemediği görülür²⁰⁷.

Şirket kontrolünü ele geçiren tarafın sorumlulukları dikkate alındığında, bu tarafın fırsatçı davranışlarını kısıtlamaya çalışan düzenlemelerin en önemli amacının azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması olduğu görülür. Bu nedenle şirket kontrolünü tamamen ele geçirmek isteyen taraf, çoğunluk pay sahiplerine daha fazla bir fiyat teklif edemez. Çünkü aynı fiyatı diğer tüm ortaklara da teklif etmek zorunda kalır.

Şirket el değiştirmesi sonucunda azınlık pay sahiplerinin, zarar görmeyeceği iddiası, şirket kontrolünü elde eden tarafın ve önceki yönetimin şirket politikalarının aynı olacağı varsayımına dayanır. Ancak kontrolün el değiştirmesinin en önemli sebeplerinden birisi şirketin karlılığının yeni politikalar ve yönetim yaklaşımı yardımı ile daha da artacağına olan inançtır. Ancak şirket kontrolünü elde eden taraf azınlık pay sahiplerinin haklarına daha az duyarlı olabilir. Hatta zaman zaman şirketin içini boşaltma amacını da taşıyabilir. Şirket kontrolünü elde eden taraf, kontrolü altındaki diğer grup şirketleri ile birlikte bir grup stratejisi benimseyerek, kontrolünü elde ettiği şirkete bu makro strateji içerisinde, azınlık pay sahiplerinin

²⁰⁷ Bkz. Andrews, William, (1965), The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 **Harvard Law Review** s.505.

çıkarlarına uygun olmayan bir rol verebilir. Yeni grup stratejisi içinde karlı faaliyetler diğer grup şirketlerine kaydırılırken, yeni şirketin hisse başına kar rakamlarının düşmesine göz yumulabilir. Çeşitli şekillerde yapılacak vergi planlamalarına uygun biçimde kontrolü ele geçirilen şirketin zarar etmesi dahi tercih edilen bir durum olarak karşımıza çıkabilir.

Yukarıda sıralanan senaryolar dikkate alındığında şirket kontrolünün el değiştirmesinin azınlık pay sahipleri açısından ne gibi sonuçları olacağını önceden kestirmenin son derece güç olduğu anlaşılır. Bu nedenle şirketler hukukunun azınlık pay sahiplerinin haklarını koruyan düzenlemelerinin, ortaya çıkabilecek haksızlıkları önleyebileceğine tam olarak güvenmek ya da şirketin kontrol değişikliği süreci içinde azınlık pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkı vermek arasında bir tercih yapılması gerekmektedir.

Şirket kontrolünün büyük hissedarlardan üçüncü bir tarafa geçtiği ve ortaklıktan zorunlu olarak ayrılma ilkesinin uygulandığı durumda ortaya çıkan maliyet; şirket kontrolünün aynı zamanda şirket yöneticisi de olan ortaklardan üçüncü bir tarafa geçtiği ve aynı ilkenin uygulandığı durumda ortaya çıkan maliyetten daha fazladır. Son durumda yönetici sıfatını da taşıyan hissedarlar şirketi yönetme ayrıcalığından da vazgeçmektedir. Bunun için şirket yöneticilerinin ekstra bir getiri elde etme gayreti içine girmesi söz konusu olabilir. Bu ise şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuracak girişimlerin sayısını azaltacaktır. Çünkü hissedarlara eşit muamele ilkesi nedeni ile şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf aynı zamanda şirket yöneticisi durumunda olan hâkim ortaklara ekstra bir kazanç teklif edememektedir²⁰⁸.

V. Hissedar Olmayan Gruplar İçinde Temsil Problemi

Bazı araştırmacılar, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın asıl amacının hissedarlar dışındaki gruplardan, özellikle çalışanlardan kaynaklanan bazı avantajları

²⁰⁸ Bkz. Dyck, Alexander, Luigi Zingales, (2002), Private Benefits of Control: An International Comparison, **Working Paper**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301200.

kullanmak olduğunu ileri sürmektedir²⁰⁹. Şirket ele geçirmelerine ilişkin düzenlemeler de şirket çalışanlarının haklarının korunması açısından farklı yaklaşım tarzları benimsenmiştir.

İngiltere'nin de dahil olduğu, kontrol değişikliği teklifinde tüm inisiyatifi hissedara veren hukuk sistemlerinde, hissedarların kendileri dışındaki grupların da çıkarlarını dikkate alacağı varsayılmıştır. Ancak bu yorumun ne ölçüde gerçekçi olduğu tartışmalıdır²¹⁰. Ancak çalışanların sendikal güçlerini kullanarak şirket kontrolünün el değiştirmesi sürecinde haklarını korumaya çalışması daha etkilidir. Çalışanların kontrol değişikliği sürecinde nasıl bilgilendirilecekleri AB'de şirket ele geçirme direktifinde de üzerinde önemle durulan bir konu olmuştur²¹¹.

ABD'nin de dâhil olduğu şirket yönetiminin teklif süreci içinde önemli inisiyatife sahip olduğu hukuk sistemlerinde, şirket yönetiminin çalışanların çıkarlarını da dikkate alarak bir hareket tarzı benimsemesi teşvik edilir. ABD'de yönetimin şirket ele geçirme teklifleri karşısında dikkate alması gereken hususlar içinde çalışanların durumu da sayılmıştır. Ancak yönetimin hissedarların çıkarları pahasına, çalışanların çıkarlarını savunması durumunda ne olacağı açıklığa kavuşmamıştır. Bu durumda, hissedarlar dışındaki grupların çıkarının, yönetimin çıkarları ile ne ölçüde uyumlu olduğuna bağlı olarak bir yorumda bulunabilir²¹².

Almanya ve Hollanda'nın da dâhil olduğu hukuk sistemlerinde benimsendiği gibi hissedar olmayan gruplara da karar verme süreci içinde bir rol verilebilir. Almanya ve Hollanda'da geçerli olan sistemde, çalışanların temsilcilerinin yönetim organlarında yer almaları, bu çalışanlara karar alma süreci içinde belirli bir avantaj

²⁰⁹ Bkz. Shleifer, Andrei, Lawrence H. Summers, (1988), Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Alan J. Auerbach (ed.), **Corporate Takeovers Causes and Consequences** s. 33.

²¹⁰ Bu nedenle İngiltere'de City Code'un 24.1 düzenlemesi, kontrolü ele geçirmek isteyen tarafın, diğer hususlarla birlikte kontrolün el değiştirmesinden sonra çalışanların görevlerine devam edeceği gibi niyetlerin de belirtilmesi gerekmektedir. Ancak bu açıklamalar sürecin işleyişi üzerinde çok fazla etkili olmamaktadır. Çünkü çalışanların oy hakkı bulunmamaktadır.

²¹¹ Bu direktifin 8. ve 13. maddelerinde tarafların hissedarlar ile birlikte çalışanların durumlarını da göz önünde bulundurmalarına ilişkin hükümler bulunmaktadır.

²¹² Bkz. Roe, Mark J., (2002), **Political Determinants of Corporate Governance** s. 45. Oxford Uni.Press.

sağlamaktadır. Ayrıca bu hukuk sistemlerinde çalışanların hakları şirketler hukukuna ait hemen hemen tüm düzenlemelerde dikkate alınmaktadır²¹³.

VI. Değişik Hukuk Sistemlerinde Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi İle Sonuçlanan İşlemlere İlişkin Düzenlemelerde Görülen Farklılıkların Nedenleri

Şirket kontrolünü ele geçirmeye ilişkin düzenlemeler üç açıdan değerlendirilebilir:

- Teklif sürecinde sürece yön verme inisiyatifi hangi grubun elindedir?
- Azınlık pay sahiplerinin hakları öncelikli olmak üzere, hedefteki şirketin hissedarlarının hakları nasıl güvenceye alınmaktadır?
- Hissedarlar dışındaki grupların haklarının korunmasına yönelik nasıl bir yaklaşım benimsenmiştir?

İncelenen hukuk sistemlerinde şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemlere ilişkin yapılan düzenlemelerin hiçbirinin merkezinde, o ülkede gerçekleşen şirket ele geçirme girişimlerini kolaylaştıracak ve bu şekilde kontrol değişiklikleri yolu ile kaynakların etkin dağılımını sağlayacak bir yapı oluşturulması hedefi yer almamıştır. Kontrol değişikliklerinin ekonomik anlamda kaynakların etkin dağılımını sağlayacak bir araç olarak işlev görmesi isteniyorsa; şirket yöneticilerinin, şirket ele geçirmelerine karşı kullanabilecekleri savunma mekanizmaları geliştirmelerinin önüne geçilmesi gerekir. Süreç içerisinde hedefteki şirketin yönetimi pasif kalmalıdır. Şirket kontrolünü ele geçirmeyi planlayan taraf açısından da hukuk sistemi teklifinin hazırlanması aşamasında teklif hazırlayan tarafa tam bir özgürlük tanınmalıdır. Ancak incelenen hukuk sistemlerinin hemen hepsinde teklif yapacak taraf açısından hukuksal düzenlemelerin bir sonucu olan ve göz önünde bulundurulması gereken çeşitli kısıtlamalar mevcuttur. Farklı hukuksal sistemlerde düzenleyici otoritelerin temel hedefi, kaynakların etkin dağılımını sağlamaktan çok

²¹³ Bu nedenle bu hukuk sistemlerinde, çalışanların ayrıcalıklı bir konuma sahip olması şirket kontrolünün el değiştirmesi süreci içerisinde, kontrolü ele geçirmeye çalışan taraf açısından çeşitli sorunlar çıkarmaktadır. Örneğin Hollanda'daki sistemde çalışanların yönetim içerisindeki temsilinin yanında, şirket el değiştirme düzenlemelerinde çalışanlara çok önemli roller verilmiştir. 100'den çok çalışanı olan şirketlerde, hedefteki şirketin yönetimi çalışanlarla görüşme-danışma yapmak zorundadır. İş Konseyi'nin görüşü doğrultusunda davranma zorunluluğu bulunmasa da, İş Konseyi işlemlerin iptali için mahkemeye başvurabilir. Bkz. Schaafsma, Jan R. in Klaus J. Hopt ve Eddy Wymeersch (eds.), (1992), Hostile Takeover Bids and Defenses: The Netherlands139 **European Takeovers: Law and Practice** s.233.

temsil problemine ilişkin konular üzerinde yoğunlaşmak ve hissedarların ve şirketle ilgili diğer tarafların haklarını korumak olmuştur.

Farklı hukuk sistemleri yukarıda sıralanan üç açıdan değerlendirildiğinde, bunlar arasında bir ödünleşme olduğu sonucunu çıkarılabilir. Hedefteki şirketin hissedarlarını korumayı amaçlayan düzenlemelerin sonucunda hedefteki şirketin yönetimi için de bir koruma yaratılır²¹⁴. Yönetimin savunma taktikleri uygulamasını çok net bir biçimde yasaklayan hukuk sistemlerinde de sadece hisse senetlerinin belirli bir bölümünün alınabilmesine izin verilmemesi ya da tüm hissedarlara eşit davranılması ilkesinin benimsenmesi, şirket kontrolünün ele geçirme sürecine başlamada tarafların çekingen davranmasına neden olur.

İngiltere’de olduğu gibi hissedarların karar verme süreci içerisinde tüm inisiyatifi elinde bulundurduğu hukuk sistemlerinde, şirket yönetimi süreç içerisinde tamamen saf dışı bırakıldığından, hissedarlar yöneticilerin sağlayacağı bazı koruma mekanizmalarından mahrum kalır. Bu nedenle şirketin kontrolünü ele geçirmeyi hedefleyen tarafın fırsatçı davranışlarda bulunmaması için çeşitli mekanizmalar geliştirilir ve konuya ilişkin olarak çok kapsamlı düzenlemeler yapılır.

Bu noktaya kadar yapılan analiz bir adım daha öteye taşınarak, şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin yapılan düzenlemelerin ülkelerin hukuk sistemlerinde neden farklılaştığı sorusunu yanıtlamak için hukuk sistemlerine kaynaklık eden ekonomik ve sosyal çerçeve daha geniş bir açıdan ele alınmalıdır.

Bu durumu açıklamakta kullanılabilecek önemli bir değişken, incelenen ekonomilerin içinde sermaye piyasalarının önemidir. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların şirketlerin sermayesinde sahip olduğu pay da belirleyici olmaktadır. Örneğin İngiltere’de sermaye piyasaları tarihsel olarak ülke ekonomisinde çok önemli bir yere sahiptir. İkinci dünya savaşından sonra aile şirketlerinin önemi azalmıştır. Son otuz yılda kurumsal yatırımcıların şirketlerin sermayelerindeki payı giderek artmıştır. Londra Borsası’nda işlem gören şirketlerin 2/3’ünden fazlasının kontrolü kurumsal yatırımcıların elindedir. Bu şartlar altında kurumsal yatırımcıların

²¹⁴ Bkz. Ford, San, J. Grossman, Oliver Hart, (1983), An Analysis of the Principle-Agent Problem, 51 *Econometrica* s. 7.

çıkarlarını dikkate alan, bu nitelikteki yatırımcıların çıkarlarını, şirket yönetiminin gücünü arttırması ve şirket kontrolünü ele geçirmeyi planlayan tarafların fırsatçı davranışları karşısında koruyan düzenlemelerin gittikçe artması doğal bir sonuçtur²¹⁵.

Küreselleşmenin sermaye piyasalarının ülke ekonomileri için önemini arttırması sonucunu dikkate alan Fransa'da da şirket kontrolünü ele geçirme teklifi ardından yönetim tarafından kullanılabilir savunma mekanizmaların sınırlandırılması yönünde düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca zorunlu çağrı yapılması gereken durumların kapsamı genişletilmiş ve şirket kontrolünü ele geçiren tarafın fırsatçı davranışlarının sınırlandırılması amacıyla kurallar oluşturulmuştur²¹⁶.

Pek çok AB ülkesinde sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerin yeni bir anlayış ile ele alınması ve bu kapsamda hissedarlara eşit muamele ve engellememe-bozmama (no-frustration) ilkelerinin benimsenmesi sermaye piyasalarında gözlenen gelişme ile yakından ilgilidir. Bu süreç sonucunda kurumsal ve bireysel yatırımcıların ekonomideki rolü devletin rolünün önüne geçmeye başlamıştır.

ABD ekonomisi İngiltere ekonomisinin altı katı bir büyüklükte olmasına karşın 1990'lar da ABD'de 333 düşmanca şirket ele geçirme girişimi olmuşken, İngiltere'de bu sayı 135'e ulaşmıştır²¹⁷. Bu durumu açıklamakta sermaye piyasalarının ülke ekonomisi içersindeki öneminden yola çıkılarak yapılan açıklamalar da ülkeler arasında görülen farklılıkları açıklamada yetersiz kalmaktadır.

Bu farklılıkları açıklamak için bu ülkelerde finansal piyasalarda etkin olan gruplar bağlamında bir değerlendirme yapılabilir. İngiltere'de kurumsal yatırımcıların finansal sistem üzerindeki etkileri çok yüksek olduğundan, kontrol değişikliği işleminde tüm inisiyatifin hissedarların elinde olmasını sağlayacak şekilde

²¹⁵ Bkz. Davies, Paul, (1994), Institutional Investors in the United Kingdom, in Theodor Baums, Richard M. Buxbaum ve Klaus J. Hopt (eds.), **Institutional Investors and Corporate Governance** s. 257.

²¹⁶ Sermaye piyasalarının küreselleşmesinin Fransa açısından bir başka sonucu da Fransız hükümetinin devletin sahip olduğu işletmeler üzerindeki etkisinin azalmasıdır.

²¹⁷ Bkz. Kirchner, Christian, Richard W. Painter, (2000), European Takeover Law-Towards a European Modified Business Judgement Rule for Takeover Law, 2 **European Business Organisation Law Review** s. 353, 357; Goergen, Marc, Luc Renneboog,(2002), Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids, **Working Paper**, <http://papers.ssrn.com>.

düzenlemeler yapılmıştır²¹⁸. Birinci bölümde açıklandığı gibi tarihsel olarak ABD’de yönetici odaklı bir yönetim anlayışı benimsenmiştir. Bu nedenle tüm inisiyatifi hissedarlara bırakmayan, şirket yönetiminin de etkili olacağı bir yapı oluşturulmuştur²¹⁹.

Almanya’nın durumunu açıklamakta da tarihsel süreç içerisinde finansal sistemin yapısı ve politik gelişmelerin hukuk sistemi üzerindeki etkisi kullanılabilir. Şirketlerin kredi ihtiyacını karşılamada bankacılığın azalan, sermaye piyasalarının artan önemi, vergi düzenlemelerinde yapılan değişiklikler nedeni ile blok hisse senedi sahipliğinin el değiştirmesi işlemlerinin maliyetlerindeki azalma sonucunda Almanya’da şirket el değiştirmeleri daha sık görülmeye başlamıştır²²⁰.

Bir anlamda küresel ekonomik sistemde yaşanan gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkan bu yapısal değişikliklere tepki olarak çeşitli sanayi ve ticaret birlikleri ile sendikalar, Alman akademik dünyasının ve Frankfurt Borsası’nın tüm karşı görüşlerine rağmen, Alman Hükümetine baskıda bulunarak, AB Komisyonunun hazırladığı şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin direktif önerisine Almanya’nın muhalefet etmesini sağlamıştır²²¹.

Kıta Avrupa’sının Fransa dışında diğer ülkelerinde, şirket kontrolünün el değiştirmesi işlemlerinde küresel piyasalarda gözlenen artış trendine ve kaynakların daha etkin kullanımı üzerindeki olumlu etkisine rağmen konuya ilişkin düzenlemelerin yeniden ele alınması yaklaşımı kabul görmemiştir. Son durum itibariyle, sermayenin az sayıda yatırımcının ya da bir ailenin bireyleri arasında yoğunlaşmış olması, şirket kontrolünü ele geçirme teklifine karşı kullanılabilecek savunma taktiklerinin bulunması ve şirket kontrolünün el değiştirmesi üzerindeki

²¹⁸ Bkz. Bebchuk, Lucian A., Allen Ferrell, (1999), Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers, 99 **Columbia Law Review** s. 1192-3.

²¹⁹ Bkz. Miller, Geoffrey, (1998), Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England, **Columbia Business Law Review** 51, s.70-75,

²²⁰ Bkz. Hopt, Klaus J., (2002), Common Principles of Corporate Governance, in Joseph Mc Cahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers ve Luc Renneboog(eds.), **Corporate Governance Regimes, Convergence and Diversity**, s. 186-8.

²²¹ Bkz. McCahery, Joseph A., Luc Renneboog, Peer Ritter and Sascha Haller, in Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter and Eddy Wymeersch (eds.), (2004), The Economics of the Proposed European Takeover Directive, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, s. 575-644.

yapısal kısıtlamalar, Kıta Avrupa'sındaki ülkeleri, şirket el değiştirmelerin kaynakların etkin kullanımı açısından yaratacağı olumlu sonuçlardan mahrum bırakmaktadır²²².

²²² Bkz. Goergen, Marc, Luc Renneboog, Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=513539.

BEŞİNCİ BÖLÜM

ŞİRKETLERİN ORTAKLIK YAPISI, HUKUK SİSTEMİ VE SERMAYE PİYASALARININ ŞİRKET KONTROLÜNÜN DEĞİŞMESİ İŞLEMLERİ KAPSAMINDA ŞİRKET YÖNETİMİNİN KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

I. Hissedarların Çıkarlarının Korunması için Oluşturulan Mekanizmalar ile Ortak Sayısı, Hukuk Sistemi ve Sermaye Piyasasının Rolü Üzerine Yapılan Çalışmalar

Ülkelerin kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin yapılan pek çok çalışma bulunmaktadır. Bazı çalışmalarda hukuk sistemlerindeki farklılaşmanın yatırımcıların haklarını korumada ne ölçüde etkili olduğunun önemi vurgulanmıştır²²³. Başka çalışmalarda da yatırımcıların haklarının korunması açısından iyi kurgulanmış bir hukuk sistemi ile şirket hisse senetlerinin çok sayıda ortağın elinde küçük oranlarda bulunması, hisse senetlerinin halka açık oranlarının yüksek olması, piyasa kapitalizasyonunun büyüklüğü, borsada işlem gören şirket sayısının fazlalığı gibi faktörler arasındaki ilişki analiz edilmiştir²²⁴.

Bir diğer grup çalışmada ise hukuksal sistemlerin yatırımcı haklarının korunması açısından etkinliği incelenmiştir. Ancak görgül yöntemler kullanılarak yapılan bu çalışmalara karşın teorik olarak kapsamlı çalışmalar yapılmamıştır. Teorik çalışmaların bir kısmında, yatırımcı haklarının güçlü biçimde korunmadığı ülkelerde şirket kontrolünün az sayıda ortağın elinde olmasının, kurumsal yönetim sisteminin işleyişi açısından neden en uygun mekanizma olduğu açıklanmaya çalışılmıştır. Yapılan bazı çalışmalarda şirket sermayesinin dolayısı ile şirket kontrolünün az

²²³ Bkz. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", **Journal of Finance**, (June), s. 1054-1072; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, (1999), "Corporate Ownership Around the World," **Journal of Finance**, 54, (April), s. 471-518; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1997), "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, 52, (July), s. 1131-1150; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1998), "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, 106, s. 1113-1155.

²²⁴ Bkz. La Porta, R., et al. A.g.e. (1997, 1998, 1999, 2002); European Corporate Governance Network (ECGN), 1997, "The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 Countries Preliminary Report to the European Commission," Vol 1-4, Brussels: European Corporate Governance Network; Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang, (1999), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," **Working Paper**, World Bank.

sayıda ortağın elinde olduğu durumlarda yatırımcıların korunması ile ortaklık yapısı arasındaki ilişki teorik açıdan ele alınmıştır²²⁵. Finansal kurumlar, piyasalar ve ekonomik büyüme çerçevesinde teorik anlamda kurumsal yönetim mekanizmalarının karşılaştırmalı analizinin yapıldığı çalışmalar da bulunmaktadır²²⁶. Bu çalışmaların hemen hepsinde şirket hissedarları ile yöneticilerin çıkarlarının uyumlaştırılması mekanizması kurumsal yönetim sistemi içerisinde tek etkili yöntem olarak ele alınıp incelenmiştir.

II. Şirket Yönetiminin Göreve Atanmasının Ardından Aldıkları Yatırım

Kararlarına İlişkin Kullanılan Model Hakkında Genel Açıklama

$t=0$ 'da şirketin önünde çeşitli yatırım fırsatları bulunmaktadır. Modelde şirketin önünde iki farklı yatırım alternatifinin bulunduğu varsayılmaktadır. $t=0$ 'da henüz şirketin sahipleri, yani hissedarlar, şirket yönetimini belirlememiştir. Hissedarlar şirket yönetimini genel kurulda yapacakları seçim ile atayacaktır. Hissedarların temel beklentisinin şirketin değerini en üst noktaya çıkaracak yönetimi atamak olduğu varsayımı yapılmaktadır. Şirketin değeri, atanacak yönetimin göreve geldikten sonra elde edeceği bilgi ve bu bilgiyi kullanarak yapacağı analiz sonucu tercih edeceği yatırım alternatifi sayesinde yaratılacak nakit akışlarına bağlı olacaktır. Ancak hissedarlar şirket yönetimini atadıktan sonra hangi projenin şirketin değerini daha çok arttıracığı konusunda tam ve eksiksiz bilgi alamadıklarından tercih yetkisi tamamen yönetimin inisiyatifine kalmaktadır.

$t=1$ 'de şirket hissedarları yönetimi göreve atamıştır. Yatırım alternatifleri konusunda yeterli bilgiye sahiptir. Ancak iki yatırım alternatifinin hangisini seçerse seçsin bir finansman ihtiyacı (I) doğmaktadır. Yönetim bu finansman ihtiyacını karşılamak için:

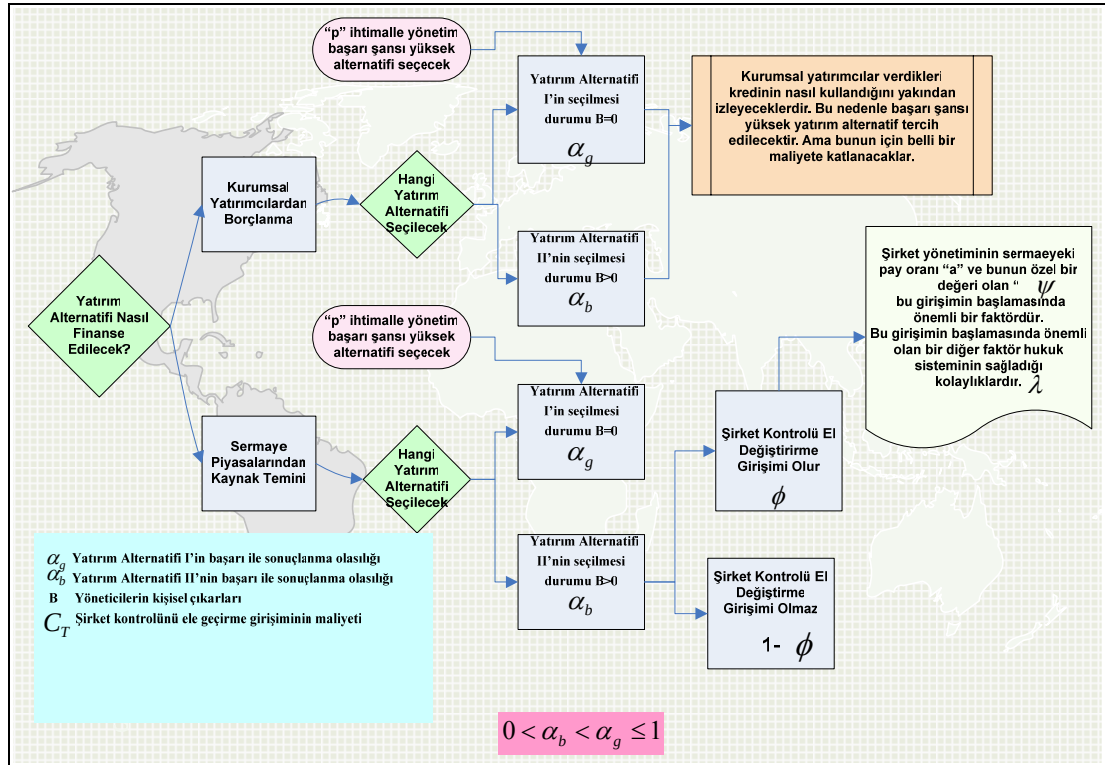
²²⁵ Bkz. Zingales, Luigi, (1995), "Inside Ownership and the Decision to Go Public," **Review of Economic Studies** 62, s. 425-448; La Porta a.g.e; Shleifer, A., and D. Wolfenzon, (2001), "Investor Protection and Equity Market," **New York University Working Paper**.

²²⁶ Bkz. Kose, J., Simi, K. "Design of Corporate Governance: Role of Ownership Structure, Takeovers, Bank Debt and Large Shareholder Monitoring", <http://icf.som.yale.edu/pdf/seminar03-04/KoseGrowthGov.pdf>. Kose ve Simi bu çalışmalarında farklı kurumsal yönetim mekanizmalarının birbirleri ile etkileşimlerini kapsamlı biçimde incelemişlerdir. Kose ve Simi'nin çalışmalarında kullanılan model çalışmanın bu bölümünde yapılan analizin temelini oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim yapılarının karşılaştırmalı bir analizi için ise Bkz. Kose, J, Simi K. "Institutions, Markets and Growth: A theory of Comparative Corporate Governance", <http://www.haas.berkeley.edu/finance/growthgovernance03.pdf>

- Kurumsal yatırımcılardan borçlanma yolu ile,
- Sermaye artırımını yolu ile var olan hissedarlardan ve yeni ortak olacak kişilerden finansman sağlayabilir.

Yatırım alternatiflerinin başarı ile sonuçlanmama riski ve piyasa faiz oranları dikkate alındığında finansman için kullanılacak I ile bu finansman ihtiyacını karşılamak için kullanılacak kaynağın maliyeti birbirinden farklı olacaktır²²⁷.

Yönetimin Yatırım Alternatifi I ya da Yatırım Alternatifi II'yi tercih etmesi durumunda, bu iki alternatifin başarı ile sonuçlanması olasılıkları birbirinden farklı olacaktır.



Şekil 9: Modelin Genel İşleyişi

²²⁷ Yönetimin seçtiği yatırım alternatifinin finansmanında kullanmak üzere " F " nominal büyüklüğünde bir kaynak kullanılması gerekmektedir. Kullanılacak I kadar bir finansman kaynağının şirkete maliyeti seçilen yatırım alternatifinin başarılı olma riskine bağlı olacaktır. Örneğin Başarılı olma şansı yüksek yatırım alternatifinin tercih edilmesi durumunda, kullanılacak finansman ihtiyacının nominal değeri " F_g " sembolü ile gösterilmek üzere, I ve F_g arasında matematiksel şekilde $F_g = I/\alpha_g$ şeklinde ifade edilebilen bir ilişki olacaktır.

α_g = Yatırım Alternatifi I'in başarı ile sonuçlanma olasılığını,

α_b = Yatırım Alternatifi II'nin başarı ile sonuçlanma olasılığını,

göstermek üzere Yatırım Alternatifi I'in başarı ile sonuçlanma olasılığının, Yatırım Alternatifi II'nin başarı ile sonuçlanma olasılığından büyük olduğu ($\alpha_b < \alpha_g$) varsayımı yapılabilir. Temel olasılık teorisinin bir sonucu olarak $0 < \alpha_b < \alpha_g \leq 1$ olacaktır. Gösterimde kolaylık sağlamak açısından, ρ 'nun iki yatırım alternatifinin başarı ile sonuçlanması olasılıkları arasındaki farkı gösterdiği ($\rho = \alpha_g - \alpha_b$) kabul edilebilir.

$t=1$ 'de yönetim yatırım için gerekli I 'nin nasıl temin edileceği ve iki yatırım alternatifi arasından hangisinin tercih edileceği konularında iki temel tercihte bulunacaktır. $t=2$ 'de şirket yönetimin iki yatırım alternatifi arasından, ulaşabildiği bilgi kapsamında $t=1$ 'de yaptığı yatırım tercihinin başarı ile sonuçlanması durumunda, şirkete H kadar bir nakit akışı yaratılacaktır. Yatırım tercihinin başarı ile sonuçlanması durumunda, $t=2$ döneminde yaratılan nakit akışının $t=1$ 'de yapılan yatırımdan büyük olacağı varsayımı yapılabilir ($H > I$). Eğer yapılan yatırım tercihi başarısızlık ile sonuçlınırsa herhangi bir nakit akışı yaratılamayacağından $H=0$ olacaktır.

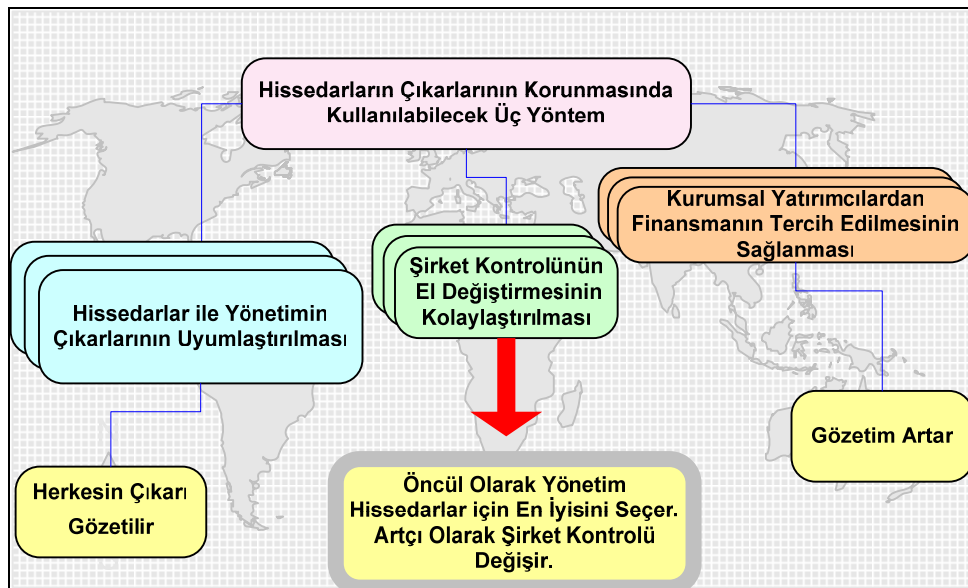
III. Şirket Yönetimin Yatırım Alternatifleri Arasından Yapacağı Tercih Etkili Faktörler

Şirket yönetimi, yatırım tercihleri arasından yapacakları seçimde çeşitli faktörleri dikkate alır. Hissedarlar yönetimin şirket değerini, dolayısı ile şirkete geçmişte yaptıkları yatırımları nedeni ile sahip oldukları hisselerin değerini, en üst noktaya çıkaracak yatırım alternatifini, başarı şansı daha yüksek olan Yatırım Alternatifi I'i, tercih etmesini bekler. Yönetimin yapacağı tercihte, hissedarların beklentilerinin dışında, dikkate alacağı başka faktörler de olabilir. Örneğin yatırım alternatiflerinin, hissedarlar açısından önemli olan finansal kriterler çerçevesinde, yönetime sağlayacağı saygınlık, güç, kariyer, sosyal etkinlik gibi sonuçları da dikkate alındığında finansal sonuçlar kapsamında hissedarların çıkarları açısından tercih

edilmesi gereken alternatif, yönetim açısından en iyi alternatif olmayabilir. Bu durumda B 'nin yöneticilerin sağlayacağı kişisel faydayı temsil ettiği kabul edilirse, yönetimin başarılı olma şansı yüksek olan yatırım alternatifini tercih etmesi durumunda herhangi bir kişisel çıkar sağlamayacağı varsayılabilir ($B = 0$). Yöneticilerin başarılı olma şansı düşük olan yatırım alternatifini tercih etmesi durumunda ise $B > 0$ olacağını kabul edilebilir. B 'nin büyüklüğü temsil probleminin ne derece şiddetli olacağı konusunda bir gösterge olacaktır. $t = 0$ döneminde hissedarların yönetimin kişisel çıkarlarının ölçüsü, B 'nin büyüklüğü konusunda bir bilgiye sahip olmadığı, bu nedenle yöneticilerin atanmasında B 'nin dikkate alınmadığı varsayımında bulunulabilir.

Başarılı olma şansı yüksek yatırım alternatifinin tercih edilmesi durumunda $t=2$ 'de yaratılacak nakit akımı $H\alpha_g$ olacaktır. Diğer alternatifin tercih edilmesi durumunda ise $H\alpha_b$ kadar bir nakit akımı yaratılacaktır. Yönetimin yatırım alternatifleri arasında yapacağı seçimde dikkate alacağı kriterleri iki ana gruba ayıracak olursak, bu iki grup kriter arasında bir ilişki kurulabilir.

Yönetimin elde etmeyi umduğu kişisel faydanın maksimum değeri, yatırım alternatiflerinin yaratacağı nakit akışları arasındaki farka eşit olacaktır. B 'nin değeri $\rho = \alpha_g - \alpha_b$ olmak üzere, $[0, \rho H]$ aralığında bir değer olacaktır.



Şekil 10: Hissedarların Çıkarlarının Korunmasında Kullanılacak Yöntemler

Literatürde yönetimin kendi kişisel faydasını maksimum yapan alternatifini seçmesinin önüne geçmek ve alınan yatırım kararlarında hissedarların çıkarlarının ön planda olmasını sağlamak için kullanılabilecek üç temel yöntem sıralanmıştır.

İlk olarak hissedarların çıkarları ile yönetimin çıkarları birbirine tam olarak uyumlu hale getirilebilir. Bu şekilde yönetimin kişisel çıkarlarını dikkate alarak yapacakları yatırım tercihleri neticesinde şirket değerinin de maksimum olması sağlanmış olur.

İkinci olarak hissedarlar tarafından şirket yönetiminin değiştirilebilmesi kolaylaştırılabilir. Şirket yönetiminin değiştirilmesinin maliyetini sınırlı tutabilen yasal düzenlemelerin olması durumunda başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih eden yönetim değiştirilebilir. Bu yöntemin yatırım kararı alınmadan önce ve yatırım kararı alındıktan sonra ortaya çıkan iki sonucu bulunmaktadır. Bu yöntemin öncül sonucu yönetimin kararları üzerindeki kontrol etkisidir. Hukuk sisteminin genel yapısının şirket yönetiminin kolayca değiştirilebilmesine imkân tanıdığı durumda, bu durumun farkında olan yönetim, hissedarların çıkarları açısından hatalı bir tercih yaptığında, görevden alınacağını bilincinde olacaktır. Bu nedenle yatırım kararlarını alırken çok daha dikkatli davranacaktır. Bu yöntemin artçı sonucu ise hatalı bir tercih yaptığında, görevden alınacağını farkında olan şirket yönetiminin yanlış tercih yaptığında, yerine doğru tercihi yapacak bir yönetimin atanmasının maliyetinin, hukuk sisteminin sağladığı genel yapı içinde, düşük olmasıdır. Şirket kontrolünü ele geçirerek doğru yatırım alternatifinin uygulatacağına, bu şekilde yaratılacak ekstra kardan büyük bir pay alınabileceğine ve alınacak bu payın katlanılacak maliyetten büyük olacağına inanan bir taraf ortaya çıkarak, şirket kontrolünü ele geçirerek yönetimi değiştirerek doğru yatırım alternatifini uygulamaya koyacaktır.

Üçüncü olarak kurumsal yatırımcılardan sağlanacak kaynak ile yatırımların finanse edilmesini teşvik edici düzenlemeler yapılabilir. Yatırım için gerekli finansal desteği sağlayan bu yatırımcılar, yatırımlarını güvence altında tutmak amacı ile bilgi birikimlerini ve teknik imkânlarını, yatırımlarının doğru alternatifte değerlendirilip değerlendirilmediğini kontrol etmekte kullanacaklardır.

A. Birinci Yöntem

Bu yöntemde yöneticilere S kadar sabit bir maaş verildiği ve yönetimin şirket sermayesinde a oranında bir paya sahip oldukları kabul edilir. Araştırmalar yönetimin şirket sermayesinde bir paya sahip olduğunda, şirketin değerindeki artışların hissedarlar ile birlikte yönetimin de çıkarına olacağını göstermiştir²²⁸. Ayrıca yapılan çalışmalarda a ne kadar büyükse, yöneticilerle hissedarların çıkarlarının birbirine o derece uyumlu olduğu, yöneticilerin performansının, yöneticilerin sermayede sahip olduğu payın miktarı ve sahip oldukları hisse senedi opsiyonları ile yakından ilişkili olduğu ortaya konulmuştur²²⁹.

B. İkinci Yöntem

Şirket kontrolünün el değiştirmesi mekanizması da yöneticilerin şirket değerini maksimum yapacak yatırım tercihlerinde bulunmasını sağlama amacı ile kullanılabilir. Şirket yönetiminin el değiştirmesine olanak veren mekanizmaların kurumsal yönetim üzerindeki etkileri teorik açıdan pek çok çalışmada incelenmiştir. Bir grup çalışmada yöneticilerin temsil probleminin çözülmesinde şirket ele geçirmelerinin rolünü ve yönetimi ele geçiren şirket ve yönetimi ele geçirilen şirketin değeri üzerindeki etkileri incelenmiştir²³⁰. Yapılan bazı çalışmalarda ise şirket yönetiminin el değiştirmesinden sonra iki tarafın da piyasa değerinde artış olduğu gösterilmiştir²³¹. Şirket ele geçirmelerinde hedefte yer alan şirketin genellikle geçmiş dönemlerde düşük performans göstermiş bir şirket olduğu da çalışmalarda ortaya

²²⁸ Bkz. Murphy, K.J.,(1998), "Executive Compensation," O. Ashenfelter and D. Card (eds.), **Handbook of Labor Economics**, Volume 3, North-Holland. Bu çalışmada yöneticilere sağlanan avantajlar kapsamlı bir şekilde incelenmiştir.

²²⁹ Bu konuda Bkz. Jensen, M., and K. Murphy, (1990), "Performance Pay and Top Management Incentives," **Journal of Political Economy**, 98, s. 225-63 adlı çalışmasında ve Murphy,(1998), a.g.e.'de kapsamlı incelemeler yer almaktadır. Oluşturulan bu modellerde yöneticilere verilen ikramiye ve hisse senedi opsiyonları da ayrı sembollerle gösterilerek modellere dahil edilmiş ve matematiksel açıdan bir sorunla karşılaşılmamıştır.

²³⁰ Bkz. Manne, H., (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control," **Journal of Political Economy**, 75,110-26. Scharfstein, D., (1988), "The Disciplinary Role of Takeovers," **Review of Economic Studies**, 55, s. 185-99.

²³¹ Bkz. Jensen, M., and R. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," **Journal of Financial Economics**, 11, s. 5-50.

konmuştur²³². Bazı araştırmalarda da şirket ele geçirmelerinin, şirketin elindeki nakit varlıkların yatırımcılara dağıtılmasını sağladığını ortaya koymuştur²³³.

Şirket ele geçirmelerinin, yöneticilerin karar alma süreci içerisinde yatırımcıların çıkarlarını ön planda tutmasını sağlamasındaki etkisi, üçüncü bir tarafın hangi olasılıkla şirket kontrolünü ele geçirmeye çalışacağı ile yakından ilgilidir. Bu nedenle oluşturulacak modelde üçüncü bir tarafın ortaya çıkarak şirket yönetimini ele geçirme girişimini başlatma olasılığı ϕ önemli bir veri olarak dikkate alınmalıdır.

ϕ 'nin büyüklüğü üç temel faktöre bağlıdır. Bunlardan birincisi ekonomide şirket yönetimini ele geçirmenin ne ölçüde kolay olduğudur. Bu kolaylık zorluk derecesi sermaye piyasaların gelişmişlik derecesi ile yakından ilişkilidir. Piyasanın genişliği, derinliği, halka açıklık oranlarının yüksek olması, şirket ele geçirme sürecini başarı ile tamamlayabilecek finansal kaynak ve bilgi birikimine sahip adayların sayısı gibi faktörler şirket ele geçirmenin kolaylık derecesini belirlemede çok önemlidir.

İkinci faktör ise şirket yönetimini ele geçirmeye niyetli bir tarafın girişimi başlatması, şirket hisse senetlerinin ne kadarının şirket yönetiminin kontrolünde bulunduğu ile de yakından ilgilidir. A ne derece yüksek ise şirket yönetimini ele geçirmek o derece zor olacaktır. Ayrıca teorik olarak öyle bir α seviyesi bulunmaktadır ki yönetimin sermayedeki payının oranı bu seviye ve üzerinde ise şirket yönetimini ele geçirmek neredeyse imkânsız hale gelmektedir. Şirket yönetiminin sahip olduğu şirket kontrolünün el değiştirmesinin imkânsız olduğu sermayedeki pay oranının eşik değeri ψ sembolü ile gösterilebilir. Bu durumda yönetimin sermaye de sahip olduğu payın oranı ψ ve üzerinde ise teorik olarak şirket yönetiminin ele geçirilmesi mümkün değildir. Bu anlamda ψ , α 'nın özel bir değeridir.

²³² Bkz. Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, (1988), "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers," in Alan J. Auerbach (ed). **Corporate Takeovers: Causes and Consequences**, Chicago: University of Chicago Press, 1988.

²³³ Bkz. Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," **American Economic Review**, 76, s. 323-29.

Üçüncü olarak yönetimin şirket yönetimini ele geçirme süreci içinde, ne ölçüde etkili olabileceği belirleyici olmaktadır. Yönetimin ne ölçüde etkili olacağı hukuk sisteminin konuya ilişkin düzenlemeleri ile yakından ilgilidir. Teorik olarak aynı yapıya sahip hukuk sistemleri arasında bile önemli farklılıklar vardır. Örneğin, Anglo-Amerikan hukuk sistemi içersinde yer alan İngiltere ve ABD’de hukuksal düzenlemeler şirket yöneticilerine farklı roller vermektedir. İngiltere’de şirket ele geçirme süreci içersinde yöneticiler tamamen pasif hale getirilmişken, ABD’de yöneticilerin çok aktif biçimde savunma taktikleri uygulamasına imkân tanınmıştır. İngiltere’de şirket kontrolünün el değiştirme teklifi doğrudan hissedarlarca karara bağlanırken, ABD’de zehirli hap tekniklerinin yönetim tarafından kullanılabilmesinin yanı sıra, yönetim yapılan teklifleri hissedarlara götürüp götürmeme kararını vermeye yetkilidir.

C. Üçüncü Yöntem

Kurumsal yatırımcıların şirkete verdikleri borcun geri ödenmesini temin amacıyla yapılacak izlemenin sonuçlarına ilişkin literatürde çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Yapılan bazı çalışmalarda nakit akışlarının yönetilmesinde temsil probleminin rolü ele alınmış ve finansman ihtiyacının karşılanmasında borçlanma yolunun tercih edilmesinin temsil maliyetlerini azalttığı bunun ardında yatan temel sebebin ise borç veren tarafın nakit akışları üzerinde bir kontrol mekanizması oluşturarak bu nakit akışlarından öncelikle verdikleri borcun karşılanmasını sağladıkları ortaya konulmuştur²³⁴. Bu şekilde yönetimin, yaratılan nakit akışlarını verimsiz biçimde kullanmasının önüne geçilmiş olmaktadır. Bazı çalışmalarda da borçlanma yolu ile finansman ihtiyacının karşılanmasının yönetimin kararları üzerinde nasıl bir kontrol fonksiyonu olduğu incelenmiştir²³⁵. Şirkete finansman ihtiyacının karşılanması için kredi veren kurumlar bu ilişki sayesinde kendilerinden borç alan şirket hakkında çok değerli bilgilere ulaşma imkânına sahip olur. Bu sayede kendilerinden borç alan şirketi yakından izleyerek, şirketin doğru yatırım tercihleri yapıp yapmadığını

²³⁴ Bkz. Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," **American Economic Review**, 76, s. 323-29.

²³⁵ Bkz. Diamond, D., (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk," **Quarterly Journal of Economics**, 439, s. 1027-54; Rajan, R., (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Relationship and Arms-Length Debt," **Journal of Finance**, 47, s. 1367-400; Sharpe, S., (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," **Journal of Finance**, 45, s. 1069-1087.

kontrol edebilirler. Ayrıca yaratılan nakit akışlarının en verimli şekilde değerlendirilmesi için de bir kontrol mekanizması oluşturabilir. Tüm bu ayrıcalıklar borç alan şirket ile borç veren kurum arasında yapılacak özel bir sözleşmede yer alan hükümlerle net bir şekilde ortaya konur. Bu sözleşmelerde yer alan özel hükümler (covenant) şirketin izleyeceği politikalar yanında borcun muaccel hale geleceği durumları, borç alacak ilişkisinin devam ettiği süre boyunca şirketin performansının göstergesi olan finansal oranların asgari değerlerini ve daha pek çok hususu çok net bir biçimde öncül olarak belirler²³⁶. Bu sayede borçlanan şirket borç verenlerce sürekli olarak izlenerek performansı takip edilir. Bu sayede yönetimin elde etmeyi umduğu özel-kişisel faydalar kontrol altına alınmış olur. Yönetimin istediği gibi kullanabileceği nakit akışlarına bir sınırlandırma getirilir. Yönetimin bilgi saklama ya da bilgileri çarpıtma şansı da önemli ölçüde azalır.

Yönetimin borçlanma alternatifini tercih etmesi, çıkarlarının hissedarların çıkarları ile ne ölçüde bağlı olduğuna ve kişisel faydalarının büyüklüğüne bağlıdır. Yönetim finansman ihtiyacının karşılanmasında borçlanma alternatifini tercih ettiğinde, şirketin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih edecek olması garanti altına alınmış olur. Kontrol mekanizmasının oluşturulmasının bir başka yolu da şirket yöneticilerinin tüm faaliyetlerinin şirketin yönetim kurulu tarafından izlenmesidir. Bazı çalışmalarda yönetim kurullarının, şirket yöneticilerinin kararlarını izleme konusundaki etkisi kapsamlı bir biçimde incelenmiştir²³⁷.

Yukarıda açıklanan üç yöntem de teorik olarak çeşitli çalışmalarda incelenmiştir²³⁸. Bu çalışmaların bazılarında şirket ele geçirmeleri ve büyük hissedarlar arasındaki

²³⁶ Taraflar arasında yapılan sözleşmelerde finansmanı sağlayan tarafın borçlu şirket üzerine şart koştuğu özel kullanım şartları(covenant) olabilir. Bu şartlarla şirketin geri ödeme yeteneğinin zamanla değişimi ve mali durumu izlenmeye çalışılır. Kanuni şartlar da kullanım şartları içerisinde değerlendirilmelidir.

²³⁷ Bkz. John, K., and L. Senbet, (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness," **Journal of Banking and Finance**, 22, s. 371- 403.

²³⁸ Bkz. Hirshleifer, D., and A. Thakor, (1994), "Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding," **Journal of Corporate Finance**, 1, s. 63-90; Gorton, G., and M. Kahl, (1999), "Blockholder Identity, Equity Ownership Structures, and Hostile Takeovers," **Working Paper**, University of Pennsylvania.; Kester, C.W., and T.A. Luehrman, (1993), "The LBO Association as a Relational Investment Regime: Clinical Evidence from Clayton, Dubilier and Rice, Inc," **Harvard Business School Working Paper**.

ilişki incelenmiştir²³⁹. Kurumsal yönetim içinde birden çok yöntemi inceleyen çalışmalar da yapılmıştır²⁴⁰.

Şirketin sermayesinde yönetimin belli bir oranda payı bulunmaktadır. Bu sahiplik yapısı ile yönetimin kişisel çıkarları arasındaki ilişki sistemin etkinliği açısından iki temel noktada önemli olmaktadır.

Bu noktalardan ilki yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının, yönetimin yatırımların finansmanında hangi kaynağı kullanılacağını, borçlanma yolu ile finansmanı tercih edip etmeyeceğini, belirlemede önemli bir faktör olmasıdır.

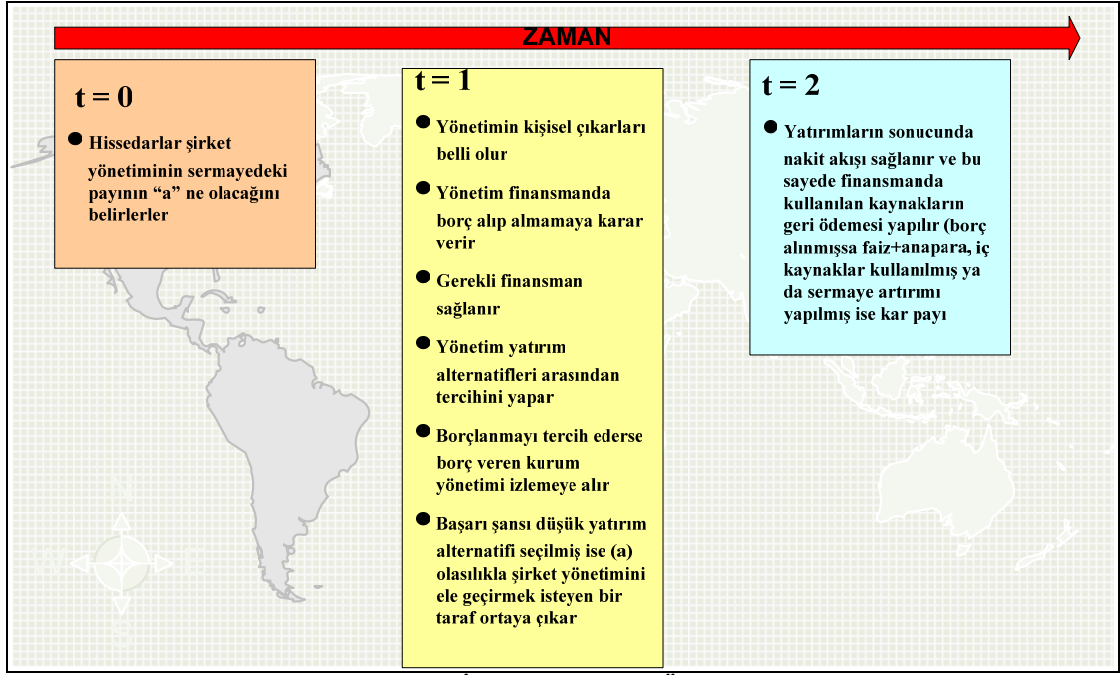
İkinci önemli nokta ise şirket ele geçirme uygulamalarının etkinliği ile yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu pay oranı arasındaki ilişkidir. Yönetim şirket sermayesinde büyük oranda paya sahipse, şirketin kontrolünü ele geçirmek kolay olmayacaktır. Bu nedenle şirket kontrolünü ele geçirmek amacı ile bir girişim başlaması olasılığı ϕ küçük olur. Bu nedenle ϕ , a 'ya bağlı bir değişken $\phi(a)$ olacaktır.

Bu durumda kurumsal yönetim yapısının belirlenmesindeki temel değişkenler, yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu paya, şirket yatırımlarının finansmanında borçlanmanın ne ölçüde tercih edildiğine ve şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesine ve şirket ele geçirme piyasasının ne ölçüde etkin işlediğine bağlı olacaktır²⁴¹.

²³⁹ Bkz. Gorton, G., and M. Kahl, (1999), "Blockholder Identity, Equity Ownership Structures, and Hostile Takeovers," **Working Paper**, University of Pennsylvania.

²⁴⁰ Bkz. Agrawal, A. and C. Knoeber, (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 31, s. 377-397; Brickley, J., and C. James, (1987), "The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking," **The Journal of Law and Economics** (April), s. 161-181; Song, M. H., and R.A. Walkling, (1993), "The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 28; Shivdasani, A., (1993), Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers," **Journal of Accounting and Economics**, 16, s. 167-98.

²⁴¹ Modelde kredi verenlerden borçlanma yolu ile finansman yönteminin tercih edilmediğinden, kredi verenlerin kredi alanları izlemek için katlandığı maliyetler bir değişken olarak modele dahil edilmemiştir. Banka borcunun da modele dahil edildiği karşılaştırmalı kurumsal yönetim yapıları için Bkz. Kose, J, Simi K. "Institutions, Markets and Growth: A theory of Comparative Corporate Governance", <http://www.haas.berkeley.edu/finance/growthgovernance03.pdf>



Şekil 11: Modelin İşleyiş Sürecinde Önemli Hususlar

Şirket kontrolünün el değiştirmesi ile sonuçlanabilecek süreç şu şekilde özetlenebilir. $t = 0$ 'da hissedar yönetimi görevlendirir. Ayrıca yönetimin şirket sermayesinde sahip olabileceği payların oranını (a) da belirler. Bu dönemde hissedarlar ekonominin genel işleyişine ilişkin temel bazı noktalar hakkında bilgi sahibidir. Yasal düzenlemeler ve bu düzenlemelerin etkin bir biçimde uygulanıp uygulanmadığı, bilinmektedir. Modelde hukuk sistemi içerisinde şirket ele geçirmelerinin etkinliği de şirket yönetimini ele geçirmeye çalışan bir tarafın ortaya çıkma olasılığı $\phi(a)$ ile gösterilir. Bu dönemde tercih edilebilecek yatırım alternatifleri belirli olmakla birlikte, yönetimin hangi alternatifi tercih edeceği netlik kazanmamıştır. Hissedarlar yönetimin alternatifler arasında seçim yaparken kendi çıkarlarını da dikkate alacağını farkında olmakla birlikte, bu çıkarların büyüklüğü ve alternatiflerle ilişkisi konusunda kesin bir bilgiye sahip değildir.

$t = 1$ 'de yönetim iki farklı yatırım alternatifi arasından bir seçim yapar. Bu seçime bağlı olarak elde edilecek kişisel faydanın da ne olduğu netlik kazanmıştır. Yönetim yatırım tercihleri doğrultusunda kullanılacak finansman kaynağının nasıl temin edileceği konusunda da bir karar alır. Borçlanma yolu ile finansmanın tercih edilmesi durumunda başarı şansı yüksek olan yatırım alternatifinin seçmesi gerekecektir.

Yönetimin, borçlanma ile finansmanı tercih etmesine rağmen başarı şansı düşük projeyi tercih etmesi durumunda ise $\phi(a)$ olasılıkla şirket kontrolünü ele geçirerek başarı şansı yüksek yatırımın tercih edilmesini sağlayacak bir taraf ortaya çıkacaktır.

$t = 2$ 'de ise $t = 1$ 'de yapılan yatırımların sonucunda şirkete nakit girişi başlayacaktır. Bu nakit akışı kullanılarak yatırımın finansmanında kullanılan kaynağın geri ödemesi yapılacaktır²⁴².

IV. Şirket Kontrolünün Ele Geçirilmesine İlişkin Genel Faktörler

Şirketin kontrolünü ele geçirmeyi düşünen taraf için karar vermede etkili önemli değişkenler vardır. Bu değişkenler arasında önde gelenler:

- Şirketin sermayesinin tabana yayılıp yayılmadığı yani şirket kontrolünün belli bir grup hissedar (örneğin belli bir ailenin fertleri gibi) elinde olup olmadığı,
- Yönetimin sermayenin daha açık bir ifade ile oy haklarının yüzde kaçını elinde tuttuğu,
- Şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumunda bu işten sağlanabilecek kazançtır.

Karar verme sürecinde etkili olan bu hususlar yapılan çalışmalarda kapsamlı biçimde incelenmiştir²⁴³. Bu çalışmada da daha önce oluşturulan modeller çerçevesinde yeni bir model oluşturulmaya çalışılmıştır²⁴⁴.

²⁴² Çalışmanın ilerleyen bölümünde nakit akışının ne kadarının kullanılan kredinin geri ödemesinde kullanıldığı önemli bir faktör olarak ortaya çıkacaktır. $M^* = 1 - F_g / H$ terimi, $t=2$ 'de yaratılan nakit akışının, $t=1$ 'de yatırım alternatifi için kullanılan kaynağın geri ödemesi ($F_g = I / \alpha_g$) yapıldıktan sonra yüzde kaçının şirkette kaldığını göstermektedir. Bu durumda $(1 - M^*)$, $t=2$ 'de yaratılan nakit akışının yüzde kaçının yatırım tercihinin finansmanında gerekli olan kaynağın geri ödemesinde kullanılacağını göstermektedir.

²⁴³ Bkz. Jensen, M., and R. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," **Journal of Financial Economics**, 11, s. 5-50; Spatt, C, (1989), "Strategic Analysis of Takeover Bids" in Financial Markets and Incomplete Information: Frontiers of Modern Finance (ed) Bhattacharya and Constantinides, Rowman and Littlefield, New Jersey; Hirshleifer, D., (1995), "Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issues", in Finance, **Hand Books in Operations Research and Management Science**, Vol. 9, North-Holland.

²⁴⁴ Bkz. Shleifer, A., and R. W. Vishny, (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," **Journal of Political Economy**, 94, 461-488; Stulz, R., (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, 20, s. 25-54.

Sıralanan faktörler incelendiğinde bunların sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve hukuk sisteminin şirket ele geçirmelerinde oluşturduğu mekanizmalar ile bire bir ilişkili olduğu rahatlıkla görülebilir. Sermayenin ne ölçüde tabana yayıldığı, yönetimin şirket kontrolündeki etkisi gibi hususlar sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgilidir. Şirket kontrolünün ele geçirilmesinde sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile birlikte hukuk sisteminin de etkisi bulunmaktadır. Hukuk sistemi, şirket ele geçirilmesi süreci içerisinde katlanılacak maliyetlerin neler olacağı konusunda da belirleyici olmaktadır.

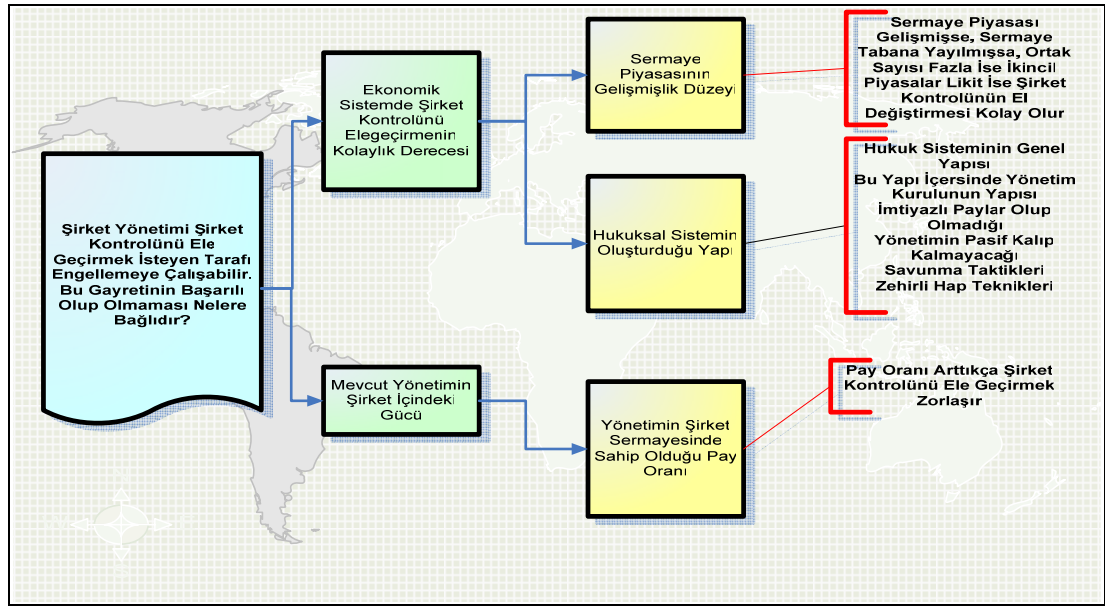
Yönetimin nakit akışlarını maksimize etme ve kendi kişisel çıkarlarını en üst seviyeye çıkarma temel amaçları ile hareket ettiği varsayımı yapılabilir. Bu iki amacı maksimum yapacak yatırım alternatifleri farklı olduğundan, yönetim iki amaçtan sadece birisinin maksimum olduğu bir yatırım alternatifini seçebilir. Şirket yönetimini ele geçirmeyi planlayan taraf açısından, şirketin yönetiminin nakit akışlarını maksimum yapan alternatif yerine kendi çıkarlarını maksimum yapan yatırım alternatifini tercih etme olasılığı önemli bir değişken olacaktır²⁴⁵.

Şirket yönetimi, p ihtimalle kendi çıkarlarını maksimize eden yatırım alternatifini tercih ettiğinde, piyasanın daha fazla nakit akışı yaratacak alternatifin seçilmediğinin farkına varacağını ve ϕ ihtimalle şirket kontrolünü ele geçirerek yaratılacak nakit akımlarından pay almak isteyen bir grubun ortaya çıkacağını farkındadır. Bu olasılığın gerçekleşmesi ve şirket kontrolünün başka bir yatırımcı grubuna geçmesi durumunda da işlerini kaybetme riski bulunmaktadır. Bu nedenle ϕ ihtimalle yeni bir yatırımcı grubunun ortaya çıkarak şirket yönetimini ele geçirmeye çalışması durumunda bu girişimin başarısız olması için gayret sarf edecektir. Bu gayretin ne ölçüde başarılı olacağı ise;

(i) şirketin faaliyetlerini yürüttüğü ekonomik düzende şirket ele geçirmelerinin ne ölçüde kolay olduğu,

²⁴⁵ Burada olasılıktan bahsedilmektedir çünkü bilgi asimetrisi nedeni ile yönetimin seçimi konusunda netlik bulunmamaktadır. Yönetimin nakit akışlarını maksimize eden yatırım alternatifi yerine, kendi çıkarlarını maksimize eden yatırım alternatifini seçme olasılığının p olduğunu var sayılmıştır.

(ii) mevcut yönetimin şirket karar alma mekanizması içindeki etkinliği ile ilişkilidir.



Şekil 12: Kontrol Değişikliği Sürecinde Baskın Faktörler

İlk faktörün en önemli iki bileşeni sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile hukuk sisteminin yöneticilere sağladığı imkânlardır. Örneğin İngiltere'deki gibi yöneticilerin pasif kalmaları gerekli ise şirket ele geçirmelerine karşı kullanılabilecek savunma mekanizmaları çok sınırlı olacaktır. Ancak ABD'deki gibi bir sistemde ise yönetim, zehirli hap tekniği dâhil pek çok savunma mekanizmasını kullanabilir. Ayrıca nihai teklifin hissedarlara sunulup sunulmamasına karar vermede de yönetimin değerlendirmesi çok önemlidir. İkinci faktör ise yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu pay oranı ile doğrudan ilgilidir.

Bu iki faktörün şirket kontrolünün el değiştirmesinin yaratacağı maliyet üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmaktadır. Yukarıda açıklanan ilişki $C_T(M, a)$ şeklinde matematiksel olarak ifade edilebilir. Burada M içinde bulunan ekonomideki şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesini yani yukarıda açıklanan ilk faktörü gösterir iken, a yönetimin şirket sermayesinde dolayısı ile şirket kontrolünde sahip olduğu gücü temsil etmektedir. Ülkede şirket ele geçirmek ne ölçüde kolay ise katlanılacak maliyet o derece az olacaktır. C_T ile M arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Benzer bir şekilde yönetimin şirket sermayesindeki payının oranı dolayısı ile karar almadaki

etkinliği ne ölçüde fazla ise şirket kontrolünün el değiştirme maliyeti o kadar artacaktır. Yani C_T ile a arasında doğrusal bir ilişki vardır.

V. Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Girişiminin Başlayacağı Özel Durum

Şirket kontrolünü ele geçirmeyi düşünen tarafın şirket hisse senetlerinin bir kısmını elinde bulundurduğu varsayımı yapılabilir. Bu hisse senetlerinin piyasadan toplanan miktar α kadar olduğunu dikkate alınarak, şirket ele geçirme sürecinin ekonomik olarak başlayacağı nokta $\alpha p(H\rho) - C_T \geq 0$ eşitliği ile ifade edilebilir.

Bu eşitlikteki $\alpha p(H\rho)$ ifadesi şirket yönetiminin p olasılıkla, başarı şansı düşük yatırımı seçmesi halinde, yönetimin el değiştirerek başarı şansı yüksek yatırımın uygulanması sonucunda yaratılacak nakit akımından ($H\rho$), şirket kontrolünü elde eden tarafın payına (α) düşecek miktarı göstermektedir.

C_T sembolü ise, şirket kontrolünün el değiştirmesi süreci içersinde katlanılması gereken maliyeti ifade etmektedir. Beklenen faydanın katlanacak maliyete eşit ya da bu maliyetten büyük olduğu durumlarda şirket ele geçirme sürecinin başlatılması, ekonomik açıdan doğru bir tercih olacaktır.

Yönetim başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih ederse, şirket yönetimi el değiştirecek ve yeni yönetim başarı şansı yüksek alternatifi tercih ederek şirkete $t = 2$ 'de daha fazla nakit akışı girmesini sağlayacaktır. Bu nakit akışından şirket kontrolünü ele geçiren tarafın payına düşecek miktar ise katlanılan maliyetten daha büyük olacaktır.

Şirket ele geçirme sürecinin başlayacağı eşik noktasının ne olacağı konusunda ise $\alpha p(H\rho) - C_T \geq 0$ eşitliğinin yorumlanması ile şu çıkarımlar yapılabilir:

(i) Şirket yönetimini ele geçirmek isteyen tarafın şirket sermayesindeki payı α , arttıkça şirket ele geçirme sürecinin başlama olasılığı artacaktır.

(ii) Yönetimin başarılı olma ihtimali düşük yatırım alternatifini tercih etmesi halinde kişisel faydası B 'nin çok fazla artması durumunda, başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etme olasılığı p artar. Bu durumda şirket ele geçirme sürecinin başlama olasılığı ϕ de artar.

(iii) Şirket ele geçirme sürecinin maliyeti arttıkça yani C_T yükseldikçe, şirket ele geçirme sürecinin başlama olasılığı azalacaktır.

C_T 'nin büyüklüğüne etki eden bileşenler dikkate alınacak olursa M yani şirket kontrolünün el değiştirmesinin kolaylık seviyesi arttıkça şirket ele geçirme sürecinin başlama olasılığı artacaktır. Benzer biçimde a yani yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu payın oranı arttıkça şirket ele geçirme sürecinin başlama olasılığı azalacaktır.

ϕ ile M arasında doğrusal bir ilişki bulunduğu açıktır. Şirket ele geçirmek ne kadar kolay ise, bu amaçla bir girişim başlatacak tarafın ortaya çıkma olasılığı da o derece fazladır. Benzer biçimde ϕ ile a arasında da ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yönetimin şirket sermayesindeki payının oranı dolayısı ile şirket kontrolü üzerindeki etkisi ne kadar büyük ise ϕ yani şirket kontrolünü ele geçirmeye istekli tarafın ortaya çıkma olasılığı o derece küçük olacaktır. ϕ ile a arasındaki ilişki bazı çalışmalarda detaylı biçimde incelenmiştir²⁴⁶. Ayrıca bazı araştırmalarda hissedarların bireysel olarak ellerinde tuttukları pay oranı ne kadar küçük ise ve yatırımcı sayısı ne kadar fazla ise şirket yönetiminin el değiştirme olasılığının o derece yüksek olduğu ortaya konulmuştur²⁴⁷. Şirket esas sözleşmesine konulacak hükümler ile oy hakları düzenlenebilir²⁴⁸. Esas sözleşmede gerekli değişiklikler yapılmak koşulu ile farklı oy haklarına sahip hisse senedi grupları oluşturulabilir;

²⁴⁶ Bkz. Stulz, R., (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, 20, s. 25-54.

²⁴⁷ Bkz. Grossman, S.J., and O.D. Hart, (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," **Journal of Political Economy** 94, s. 691-719

²⁴⁸ Bkz. Grossman, S.J., and O.D. Hart, (1988), "One-Share One-Vote and the Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, 20, s. 175-202.

hisse senetlerinin devirlerine ilişkin çeşitli kısıtlamalar yapılabilir; ayrıca çok çeşitli özelliklere sahip imtiyazlı paylar oluşturulabilir.

VI. Şirketin Ele Geçirilme Girişiminde Bulunulması Olasılığının İncelenmesi

Şirket yönetiminin sahip olduğu payın şirket sermayesindeki oranı a veri olmak üzere, şirket yönetiminin ele geçirilmesine yönelik bir girişimde bulunulması olasılığı ϕ ;

$$\phi(a) = \text{Max}(M - \frac{M}{\psi}a, 0) \text{ ile ifade edilebilir.}$$

Ekonomideki şirket ele geçirmelerinin kolaylık seviyesi M , $0 < M \leq 1$ arasında bir değer olarak kabul edilebilir. Yönetimin şirket sermayesindeki payı a , şirket yönetiminin sermayede sahip olduğu pay miktarının şirket ele geçirme girişiminin kesinlikle başarısızlıkla sonuçlanacağı seviyesi ψ ile gösterilmektedir²⁴⁹. ψ 'nın şirkete özgü karakteristik özelliklerin bir sonucu olduğu açıktır. Bu özellikler içersinde zehirli hap tekniklerinin bir savunma mekanizması olarak şirket yöneticilerince kullanılıp kullanılmayacağı, birden çok oy hakkına sahip oyların bulunup bulunmadığı, birikimli oy sisteminin uygulanıp uygulanmadığı, karar alma oranlarının nasıl farklılaştırıldığı, farklı gruplarda farklı imtiyazlara sahip hisse senetlerinin bulunup bulunmadığı gibi faktörler etkili olmaktadır. Hisse devirlerinde şirket yönetiminin izninin alınıp alınmayacağı, yönetim kurullarına aday göstermede hisse grupları arasında ayrıcalık yaratılıp yaratılmadığı, yönetim kurulu üyelerinin her yıl kaç tanesinin yerine yeni atamalar yapılabileceği ψ üzerinde etkisi olan faktörlerdir. Bu tür düzenlemeler yolu ile yönetimin sermayedeki oransal payı yüksek olmasa da, yönetimde sermayede sahip olduğu payın çok ötesinde bir güce sahip olması ihtimali bulunmaktadır.

Yönetimin şirket sermayesinde payı bulunmuyorsa $a = 0$ 'dır. Bu durumda $\phi(a) = M$ olacaktır. Yani şirket yönetimini ele geçirmek isteyen bir tarafın ortaya

²⁴⁹ Örneğin $\psi = 0.4$ ise bunun anlamı, yönetimin şirket sermayesinde ve dolayısıyla oy haklarında % 40'lık bir paya sahip olması durumunda şirket yönetimi şirketin karar alma mekanizması üzerinde tam bir kontrole sahip olacaktır. Şirket yönetimini ele geçirmek isteyen taraf şirket sermayesini temsil eden payların % 60'ına sahip olsa bile, esas sözleşmede yer alan bazı özel hükümler nedeni ile şirket kontrolünü tam olarak ele geçiremeyebilir. Yönetim kurulu üyelerinin hangi grup hissedarlarca hangi oy oranı ile atanacağı, genel kurul toplantısında karar alma çoğunluğu gibi konularda.

çıkma ihtimali, ekonomideki şirket ele geçirmelerinin kolaylık seviyesi kadardır. Eğer yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu pay oranı a , şirket ele geçirme ihtimalinin sıfır olduğu pay oranı ψ 'ye eşit ya da daha büyükse $\psi \leq a$ şirket ele geçirme girişiminde bulunma olasılığı $\phi(a)=0$ olur.

Yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu pay oranının sıfır olması durumunda şirket yönetiminin el değiştirme olasılığı M 'dir. Yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranı a , 0'dan ψ 'ye doğru arttıkça $\phi(a)$ değeri M / ψ kadar azalır. $\psi \leq a \leq 1$ Aralığında ise şirket ele geçirme girişiminde bulunulması olasılığı sıfırdır.

Ülkeler şirket ele geçirmelerinin kolaylık ölçüsüne göre farklılaşmaktadır. Bu durum farklı ülkelerde görülen şirket ele geçirme girişimlerinin sayıları arasında yapılacak karşılaştırmada görülebilir. Bu farklılaşmada sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve hukuksal sistemin yapısı yanında tarihsel ve kültürel faktörler de etkili olmaktadır²⁵⁰.

Şirket ele geçirmelerine ilişkin düzenlemeler, şirketin kontrolünü ele geçirmeyi hedefleyen tarafın kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ortaklık düzeyinin hangi seviyelere ulaşması durumunda ortaya çıkacağı; tüm hissedarlara genel bir pay alım çağrısının yapılmasının ne zaman zorunlu olacağı; piyasadan şirket sermayesini temsil eden payların sadece bir kısmının toplanabilmesine izin veren düzenlemelerin bulunup bulunmadığı; çağrı yapılmasının zorunlu olması durumunda çağrı fiyatının nasıl tespit edileceği, yapılacak teklifin hangi unsurları içermesi gerektiği ve hedefteki şirket yönetiminin kullanabileceği savunma taktikleri açısından farklılıklar göstermektedir.

Ülkeler ayrıca ikincil piyasaların likiditesi açısından da çok önemli farklılıklar göstermektedir. Ülkelerin ikincil piyasalarının şirket ele geçirmeleri üzerindeki etkileri iki açıdan incelenebilir. İlk olarak bazı ülkelerde yüksek halka açıklık oranları nedeni ile ikincil piyasadan çok yüksek miktarda hisse senedi toplanması

²⁵⁰ Örneğin ABD'de şirket ele geçirme girişimleri çok sık rastlanan bir olayken Almanya'da bu tür girişimlere çok ender rastlanılmaktadır.

mümkün olmaktadır. İkinci olarak da gelişmiş ikincil piyasaları olan ülkelerde, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraflar maliyetlerini karşılamak üzere farklı finansman alternatifleri yaratabilmektedir.

Ülkeler arasında, şirket ele geçirmelerine ilişkin düzenlemelerde gözlenen farklılıkların bir nedeni de azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması açısından ülkeler arasında ortaya çıkan farklılaşmadır. Azınlık pay sahiplerinin haklarının güçlü bir şekilde korunduğu sistemlerde şirket ele geçirmelerinin daha kolay olduğu ortaya konulmuştur²⁵¹.

Yukarıda sıralanan değişkenler, model içerisinde M sembolü ile gösterilmektedir. Yukarıda sıralanan değişkenlerin pek çoğunun ülkedeki hukuk sistemi ile ilgili olduğu dikkate alındığında λ ülkedeki yasal sistemi temsil etmek üzere M 'in λ ile ilişkisi açıkça görülebilir.

VII. Yönetimin Farklı Yatırım Alternatifleri Arasından Yapacağı Seçimin Mantıksal İncelemesi

Yönetimin elde etmeyi beklediği faydanın, şirket sermayesinde sahip olduğu pay nedeniyle nakit akışından payına düşecek miktarın, görevi dolayısı ile şirketten alacağı maaş ve primlerin, ayrıca yatırım kararları nedeni ile elde etmeyi umduğu kişisel faydanın toplamı olduğu kabul edilebilir.

Yönetim yatırım alternatifleri arasından yapacağı seçim doğrultusunda, finansman için kaynak bulmak zorunda kalacaktır. Bu kaynak temininin çeşitli yolları bulunmaktadır. Sermaye artırım yolu ile mevcut ortaklardan ve/veya yeni ortaklardan kaynak temini yoluna gidilebilir. Eğer şirket yönetimi finansman ihtiyacını sermaye artırım yolu ile karşılamayı tercih ederse, sermaye artırımının oranını belirleyen önemli bir faktör, yönetimin alternatifler içersinden hangi yatırım alternatifini tercih edeceği olur. Yönetim ile hissedarlar arasındaki yönetim lehine bilgi asimetrisi, yöneticilerin başarı şansı düşük ama kişisel çıkarlarını maksimum yapacak yatırım

²⁵¹ Bkz. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, (1999), "Corporate Ownership Around the World," **Journal of Finance**, 54, (April), s. 471-518.

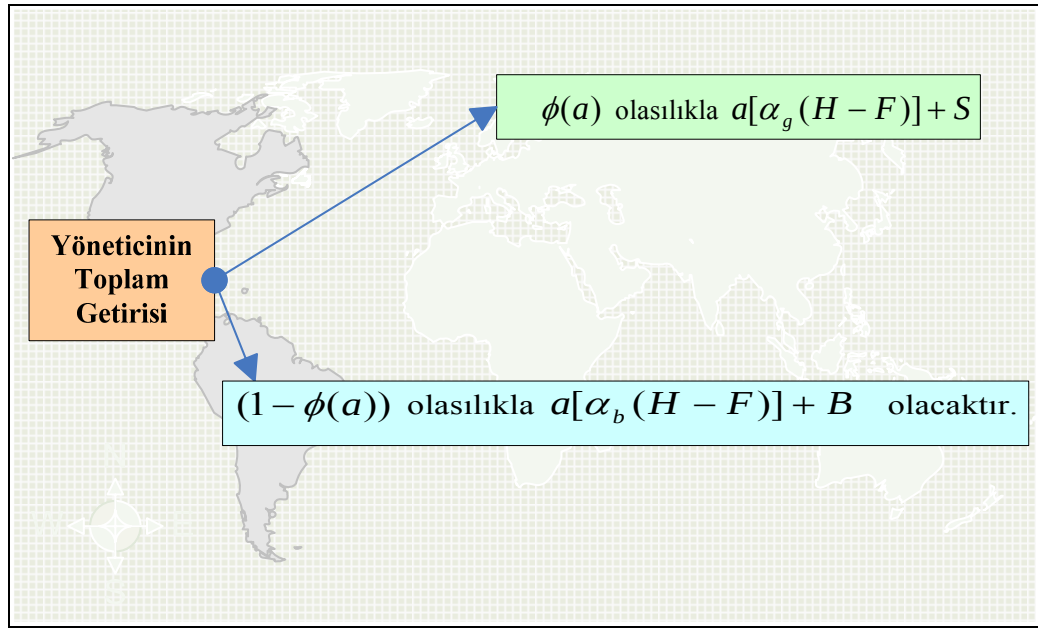
alternatifini tercih etmelerine imkân tanır. Kişisel çıkarlarının derecesinin çok yüksek olmadığı durumda da başarı şansı yüksek yatırımı tercih edildiğinde, yaratılacak nakit akımından paylarına düşen miktarı maksimum yapmak için şirket yöneticileri finansman ihtiyacı konusunda çok dikkatli davranır. Şirketin sermayesini arttırarak finansman sağlanması durumunda, şirket yöneticileri sahip oldukları payların sermayedeki oranı azalabileceğinden nakit akışlarından paylarına düşen miktar da azalabilir. Borçlanma yolu ile finansman sağlanması da bir başka yöntemdir. Yönetimin $F > 0$ olacak şekilde bir F nominal büyüklüğünde borç aldığı varsayılabilir.

Yönetimin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etmesi durumunda, elde edeceği toplam fayda $a[\alpha_g(H - F)] + S$ olacaktır. Burada S yönetimin hizmetleri karşılığında aldıkları maaş ve diğer ücretlerin toplamını göstermektedir. Başarı şansı yüksek yatırım alternatifi tercih edildiği için yönetim şirketten maaş ve ikramiye gibi ücretler almaya devam edecektir. $(H - F)$ borçlanma maliyeti düştükten sonra şirkette kalan nakit akışını ifade etmektedir. $\alpha_g(H - F)$ terimi ise yatırım alternatifinin başarılı olma olasılığı dikkate alındığında şirkette kalacak nakit akışını ifade eder. $a[\alpha_g(H - F)]$ terimi ise yönetimin şirket sermayesindeki payı dikkate alındığında, şirkette kalacak nakit akışlarından yönetimin eline geçecek miktarı göstermektedir.

Eğer yönetim başarılı olma şansı düşük projeyi tercih ederse, bu durum piyasanın dikkatinden kaçmayacak ve olaylar iki farklı şekilde gelişecektir. Birinci alternatif $\phi(a)$ olasılıkla yeni bir tarafın şirketin kontrolünü ele geçirmek üzere bir girişim başlatılmasıdır. $\phi(a)$ olasılıkla ortaya çıkan yeni tarafın temel hedefi başarı şansı yüksek yatırım alternatifinin tercih edilmesini sağlayarak, şirkete fazladan bir nakit akışı olmasını temin etmektir. Bu girişimi başlatan taraf yaratılan ekstra nakit akışından kendi payına düşecek miktarın bu girişimi nedeniyle katlandığı maliyetlerden daha fazla olmasını beklemektedir.

İkinci alternatif ise yönetimin başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etmesinin piyasa tarafından algılanamaması ya da şirket kontrolünü ele geçirmenin yaratacağı maliyetler (ekonomik koşullar, hukuk sistemi vs gibi nedenlerle) dolayısı ile her hangi bir tarafın ortaya çıkarak şirket kontrolünü ele geçirme girişimi başlatmamasıdır. Temel olasılık teoreminden kolayca çıkarılabileceği gibi $(1 - \phi(a))$ olasılıkla bu alternatif senaryo gerçekleşebilir.

Bu iki alternatif senaryoda yönetimin beklenen toplam fayda şu şekilde gösterilebilir:



Şekil 13: Farklı Durumlarda Yönetimin Toplam Getirisi

Yönetim $(1 - \phi(a))$ olasılıkla başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih ettiğinde, şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunda işini kaybedeceğinden, maaş ve diğer ücretlerin toplamı, S terimi, denklemde yer almamıştır.

Yönetimin başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etmesi için kişisel getirisini temsil eden B 'nin, başarı şansı yüksek yatırım alternatifinin tercih edilmesi durumunda yaratılacak ekstra nakit akışından yönetimin payına düşecek miktardan daha büyük olması gerekir. B 'nin değeri yeterince yüksek değil ise yönetim başarılı olma şansı yüksek olan yatırım alternatifini tercih edecektir.

Yönetimin başarı şansı düşük olan yatırım alternatifini tercih etmesi için elde etmeyi umduğu kişisel getirinin minimum seviyesinin B_1 olduğu kabul edilecek olursa:

- $B \leq B_1$ olduğu durumlarda yönetim başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih edecektir.
- $B > B_1$ olduğu durumlarda ise yönetim başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih edecektir.

$B \leq B_1$ olduğu durumlarda alınan borcun nominal değeri F_g sembolü ile gösterilecek olursa, borç verenlerin, yönetimin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih edeceklerinden emin oldukları durumda, kullandırılan kredi F_g ile yatırım için gerekli miktar, I , arasında matematiksel şekilde $F_g = I/\alpha_g$ şeklinde ifade edilebilen bir ilişki olduğu görülür. Yönetimin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etme olasılığı ne kadar yüksek ise kullanılan kredi ile yatırımda kullanılan miktar birbirine o derece yakın olacaktır. Bu noktada F_g ile I arasındaki ilişkide yönetimin tercihlerinin, yani başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etme olasılığının, α_g , önemi ortaya çıkmaktadır.

$B > B_1$ durumunda yönetim başarı şansı düşük projeyi tercih edecektir. Ancak $(1 - \phi(a))$ olasılıkla şirket kontrolünün el değiştirmesi ile sonuçlanacak bir girişim başlamayacaktır. $\phi(a)$ olasılıkla ise şirket kontrolünün el değiştirmesi amacı ile bir girişim başlatılacaktır. Bu koşullar altında kullanılan kredi ve yatırımın finansmanı için ihtiyaç duyulan değer arasında;

$$F_\phi = \frac{I}{\phi(a)\alpha_g + (1 - \phi(a))\alpha_b}$$

şeklinde özetlenebilen bir ilişki olacaktır. Bu durumda F_g ile I arasındaki ilişki α_g , α_b , $\phi(a)$ ve $(1 - \phi(a))$ terimlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü başlangıçta yönetim başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etse de, piyasada

şirket kontrolünü ele geçirerek başarı şansı yüksek yatırım alternatifinin tercih edilmesini sağlayacak yeni bir taraf ortaya çıkabilir. Yönetimin kişisel çıkarları az olduğunda, yatırım tercihi için kullanacağı finansman için daha düşük nominal değerden kredi bulabilir. Yani $F_\phi \geq F_g$ olacaktır. Bu durumun sağlanması için, aynı I değeri için, $\alpha_g \geq \phi(a) \alpha_g + (1 - \phi(a)) \alpha_b$ olması gerekmektedir. Matematiksel olarak bu ifade $\alpha_g \geq \phi(a) [\alpha_g + \alpha_b / \phi(a) - \alpha_b]$ şeklinde yeniden düzenlenip, $\phi(a)$ 'nın $0 \leq \phi(a) \leq 1$ aralığında olacağı dikkate alındığında her durumda $F_\phi \geq F_g$ olduğu gösterilebilir.

Yönetimin farklı tercihlerinin sonucunda elde edeceği kişisel çıkarların karşılaştırılabilir olması, yönetimin mantıksal çıkarımlar doğrultusunda kararlar alacağını, bu nedenle mantıksal bir açıklaması yoksa hiçbir biçimde başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etmeyeceği sonucunu beraberinde getirir. Bu nedenle $B \leq B_1$ durumunda yönetim, başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih ederek F_g kadar borçlanır. Yönetimin, farklı yatırım alternatifleri arasındaki tercihlerinde belirleyici olan kişisel çıkarının eşik değeri olan B_1 seviyesinde olduğu varsayımı ile şirket yönetiminin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini ya da başarı şansı düşük yatırım alternatifini seçme konusunda herhangi bir tercihi bulunmayacağı ileri sürülebilir. Her iki durumda da elde edeceği toplam fayda birbirine eşit olacaktır. Bu durum matematiksel;

$$a[\alpha_g (H - F_g)] = (1 - \phi)[a[\alpha_b (H - F_g)] + B_1] + \phi[a[\alpha_g (H - F_g)]]$$

şeklinde ifade edilebilir.

Bu denklem sadeleştirilirse, $B_1(a) = a\rho(H - F_g)$ olacaktır.

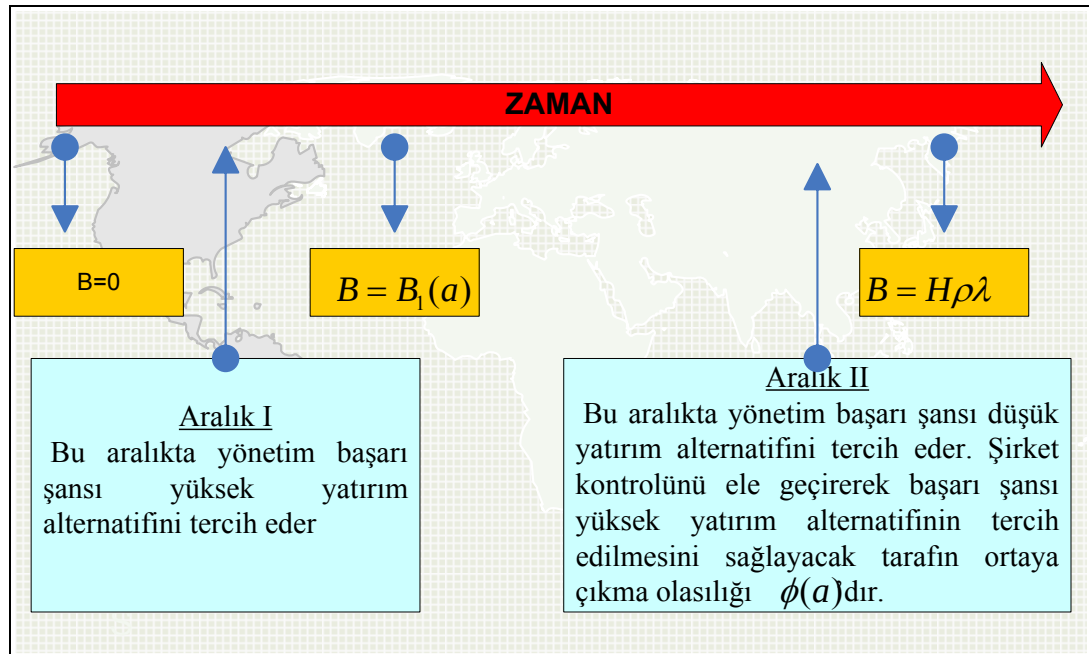
Bu eşitlikte $M^* \equiv 1 - F_g/H$ olduğu kabul edilecek olursa;

$$B_1(a) = a\rho HM^* \quad (1)$$

sonucuna ulaşılır. Burada $M^* \equiv 1 - F_g/H$ terimi, $t=2$ 'de yaratılan nakit akışının, $t=1$ 'de yatırım alternatifi için kullanılan kaynağın geri ödemesi ($F_g = I/\alpha_g$)

yapıldıktan sonra yüzde kaçının şirkette kaldığını göstermektedir. Bu durumda $(1 - M^*)$, $t=2$ 'de yaratılan nakit akışının yüzde kaçının yatırım tercihinin finansmanında gerekli olan kaynağın geri ödemesinde kullanılacağını göstermektedir. Yapılacak yatırımlar için kullanılacak miktar ne kadar büyükse, yaratılacak nakit akımları o ölçüde daha çok alınan kredilerin geri ödemesinde kullanılacaktır. Yani finansman için duyulan ihtiyaç ne kadar büyükse M^* o kadar küçük olacaktır. Bu durumda $B_1(a) = a\rho HM^*$ eşitliğinde M^* 'nin küçük olması, $B_1(a)$ 'nin de o ölçüde küçük olması sonucunu doğuracaktır. Yatırım tercihi için ihtiyaç duyulan finansman kaynağı ne ölçüde büyükse, yönetimin başarılı olma şansı düşük olan yatırım alternatifini tercih etmesi için gerekli olan kişisel çıkarların minimum seviyesi o derece küçük olacaktır. Bu durumda kişisel çıkarların eşik seviyesi düştüğünden, $B > B_1$ olasılığı artacak ve yönetim başarılı olma şansı düşük olan yatırım alternatifini tercih edecektir.

Yönetimin nasıl seçim yapacağı aşağıdaki şekil ile özetlenebilir.



Şekil 14: Kişisel Beklentilerin Düzeyinin Süreç İçersinde Karar Alma Üzerindeki Etkisi

Yönetim, $P(B \leq B_1(a))$ olasılıkla başarı şansı yüksek olan yatırım alternatifini tercih edecektir. Bu olasılık yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu payın sermayeye

oranı, a ve M^* ile bağlantılı olacaktır. Yönetimin sermayedeki payının oranı arttıkça, başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etme olasılığı o derece artacaktır. Yönetimin elde etmeyi umduğu kişisel faydanın maksimum değeri, yatırım alternatiflerinin yaratacağı nakit akışları arasındaki farka eşit olacaktır. Bu durumda yönetimin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etme olasılığı;

$$P(B \leq B_1(a)) = \frac{a\rho HM^*}{H\rho} = a M^* \quad (2)$$

olacaktır.

VIII. En Uygun Sermaye Yapısı

Yönetimin çıkarlarının hissedarların çıkarları ile uyumlu hale getirilmesi ve şirket kontrolünün el değiştirmesi mekanizmaları göz önüne alındığında, bu iki mekanizmanın işleyişinde de önemli olan faktörün, yönetimin şirket sermayesindeki payının oranı olan a olduğu görülür. Yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının artması, hissedarlar ile yönetimin çıkarları arasındaki uyumu arttırmakta ancak şirket kontrolünün el değiştirme olasılığını düşürmektedir. Yukarıdaki denklemden de görüleceği gibi a arttıkça başarı şansı yüksek olan yatırım alternatifinin tercih edilme olasılığı daha fazla olmaktadır. Dolayısı ile bu iki mekanizmanın işleyişinde belirleyici olan faktör yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranı a olmaktadır.

A. Şirketin Piyasa Değerindeki Artış

B 'nin, $[0, \rho H]$ aralığında bir değer olduğu ve en uygun kurumsal yönetim yapısının oluşturulabilmesinde, yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının belirleyici durumu dikkate alındığında, B 'nin tüm olası değerleri için şirket değerinin maksimum olduğu bir sermaye yapısının bulunabileceği çıkarımında bulunulabilir.

Yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının herhangi bir a değeri içi, yönetimin kişisel çıkarlarının, $B_1(a)$ eşik değerinden düşük olduğu durumlarda, $B \leq B_1(a)$ koşulunda, yönetim başarı şansı yüksek olan yatırım alternatifini tercih edecektir. Bu aralıkta yönetimin kişisel çıkarları düşük olacağından temsil maliyeti ihmal edilebilir. Bu koşullar altında yapılan yatırım tercihi nedeniyle yaratılan nakit akışları

nedeniyle şirketin değerindeki artış $H\alpha_g$ olacaktır. Ancak kişisel çıkarların eşik değerinden büyük olduğu durumda, $B > B_1(a)$, başarı şansı yüksek yatırım alternatifinin uygulanma olasılığı, piyasada şirket kontrolünü ele geçirecek bir girişimin başlaması olasılığına yani $\phi(a)$ 'ya eşit olacaktır. Bu durumda $t=2$ 'de yaratılacak nakit akışı nedeni ile şirketin değerindeki artış $\phi(a)H\alpha_g + (1 - \phi(a))H\alpha_b$ olacaktır.

Yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranı veri olmak üzere, kişisel çıkarlarının karar vermede belirleyici eşik değerine göre konumları da dikkate alındığında şirketin değer artışının;

$$V(a) = P(B \leq B_1(a)) \times H\alpha_g + P(B > B_1(a)) \times [\phi(a)H\alpha_g + (1 - \phi(a))H\alpha_b] \quad (3)$$

olacağı sonucuna ulaşılır. Bu eşitlikten $V(a)$ 'nın başarı şansı yüksek yatırım alternatifinin tercih edilmesi sonucunda yaratılacak nakit akımından daha düşük olacağı görülmektedir. Eğer hissedarlar ile yöneticiler arasında temsil problemi bulunmasaydı, yönetim doğrudan başarı şansı yüksek olan projeyi seçecekti. $H\alpha_g - V(a)$ arasındaki pozitif fark bir anlamda temsil problemi nedeni ile katlanılan maliyeti temsil etmektedir.

B. Hissedarlar Açısından Temsil Maliyetinin Düzeyi

Hissedarlar açısından en akıllıca strateji, yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu pay oranı olan a 'yı temsil maliyetini minimum seviyede tutacak biçimde belirlemek olmalıdır. Temsil maliyeti $L(a)$ ile ifade edilmek üzere, $0 \leq a \leq 1$ aralığında temsil maliyetini minimum yapacak a değeri;

$$\min_a L(a) = P(B > B_1(a))(1 - \phi(a))H\rho \quad (4)$$

şeklinde ifade edilebilir.

Bu fonksiyonda, $P(B > B_1(a))$ yönetimin başarı şansı düşük yatırım alternatifini seçme olasılığını göstermektedir. $(1 - \phi(a))H\rho$ başarı şansı düşük yatırım alternatifinin tercih edilmesine rağmen şirket kontrolünün el değiştirmeme olasılığı altında, yönetimin kişisel çıkarlarının maksimum seviyesini göstermektedir.

Bu noktadan itibaren, hissedarların asıl önceliğinin temsil maliyetini en aza indirmek ve buna yönelik olarak da en uygun a değerini tespit etmek olduğu söylenebilir. Hissedarın seçim kıstasını gösteren matematiksel ifadede, yönetimin elde edeceği toplam fayda dikkate alınmamıştır. Bu durumda elde edilecek toplam fayda R ile temsil edilecek olursa,

$$R = S + a V(a)$$

olacaktır.

Bu ifadeden de anlaşılabacağı gibi R yönetime ödenen maaş ve yönetimin sermayedeki payı nedeniyle şirketin değer artışından aldığı payın toplamından oluşmaktadır. Burada ilk bakışta R 'nin a 'ya bağlı olduğu gibi bir sonuç çıkarılabilir. Ancak R piyasa koşulları tarafından belirlenir. İş gücü piyasasında yönetim fonksiyonunun yerine getirilmesi için ödenecek bedel konusunda genel bir seviye olduğu açıktır. Piyasada arz-talep mekanizması R için bir denge değeri belirleyecektir. Bu nedenle a , R 'nin değil; R , a 'nın ne olması gerektiği konusunda belirleyici olmaktadır. Yukarıdaki eşitlik üzerine düşünecek olursak $S < 0$ gibi bir durumla karşılaşma olasılığı görülebilir. Eğer yönetimin şirket sermayesindeki payı nedeniyle, nakit akışlarının şirketin değerinde yaratacağı artıştan yönetime kalacak pay çok büyükse, $S < 0$ olmak üzere $aV(a) > R$ koşulu sağlanabilir. $S < 0$ olmasının bir sonucu da, yöneticilerin yönetim gücünü elde edebilmek için ekstra bir maliyete katlanmaya hazır olduklarıdır. Bu maliyet bir fırsat maliyeti olarak da değerlendirilebilir. Bu noktada bu ilginç durumun oluşması için a 'nın büyük bir değerde olması gerekecektir. Bu durumda yönetime talip olacakların ya şirketin kontrolüne sahip ortaklar arasından seçilmesi ya da kişisel servetlerinin, yönetim gücünü elde etmek

için $S < 0$ durumuna uygun olacak bir davranış tarzını benimseyebilmelerine olanak tanınması gereklidir²⁵².

(4) denkleminde $P(B > B_1(a))$ teriminin yerine, bu terim için (2) denkleminde elde edilen sonuç,

$$P(B \leq B_1(a)) = \frac{a\rho HM^*}{H\rho} = a M^*$$

kullanılarak $P(B > B_1(a)) = 1 - a M^*$ konulacak olursa yönetimin sermayedeki payının oranının ' a ' olduğu durumda temsil maliyeti;

$$L(a) = (1 - a M^*)(1 - \phi(a))H\rho \quad (5)$$

olacaktır.

Bu eşitlikte $(1 - a M^*)$ terimi, kredi sağlayan taraflara ödeme yapıldıktan sonra şirkette kalan nakit akışlarından, yönetimde de görev alan ortaklar haricindeki hissedarların aldıkları payı oran olarak göstermektedir. $(1 - \phi(a))H\rho$ terimi ise yöneticilerin başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etmeleri durumunda, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen bir tarafın ortaya çıkmaması olasılığında elde edecekleri kişisel çıkarı göstermektedir. Bu iki terimin çarpımı ise yönetimin yanlış yatırım alternatifini tercih etmesi karşılığı elde ettiği kişisel çıkarların ne kadarının yönetim dışındaki hissedarlar tarafından ödendiğini yani temsil maliyetini göstermektedir.

C. Temsil Maliyetinin En Aza İndirildiği Sermaye Yapısı

Şirket ele geçirmelerinin, yöneticilerin hissedarların çıkarlarına en uygun kararları almasını sağlayacak şekilde rol oynadığı bir sistemde, $\phi(a) > 0$ durumunda, yönetimin sermayedeki payının 0 olması en iyi alternatif olacaktır. Şirket ele geçirme mekanizmasının, hissedarların çıkarlarının korunmasında etkin bir rol oynayabileceği

²⁵² İlk bakışta şaşırtıcı gözükse de bu çıkarımların, gerçek hayatta gözlemlenen bazı olaylar ile birlikte değerlendirilmesi durumunda büyük ölçüde gerçek durumu yansıttığı söylenebilir. Örneğin siyasi partiler gibi bazı organizasyonların yönetimini elde edebilmek için adaylar büyük maliyetlere katlanmakta hatta bu durumdan çoğu zaman şikayetçi olmaktadır. Ancak bu adaylarında ekonomi içersinde mantıksal seçimler yapıyor olduğu varsayımı altında $S < 0$ olsa da $aV(a) > R$ nedeniyle bu tercihlerinde haklı oldukları sonucuna ulaşılabilir.

sistemlerde şirketin çok sayıda ortağı bulunmalı ayrıca bu ortakların şirket sermayesindeki payı da çok düşük olmalıdır. Özellikle şirketin yöneticilerinin şirket sermayesinde sahip oldukları payın oranının sıfıra olabildiğince yakın olması tercih edilen durum olacaktır.

$0 \leq a \leq \psi$ aralığında temsil maliyeti fonksiyonunun ikinci türevi negatif olduğu için, bu fonksiyon konkavdır. (5)'nolu eşitlikte gösterilen $L(a)$ fonksiyonu daha açık bir biçimde yazılacak olursa;

$$L(a) = (1 - a M^*)(H\rho - \phi(a) H\rho) \text{ olur.}$$

Bu eşitlik de;

$$L(a) = H\rho - \phi(a) H\rho - a M^* H\rho + a M^* \phi(a) H\rho \text{ şeklinde gösterilebilir.}$$

$$\phi(a) = \text{Max}(M - \frac{M}{\psi} a, 0) \text{ 'dan denklemde } \phi(a) \text{ yerine } M - \frac{M}{\psi} a \text{ değeri konulacak}$$

olursa;

$$L(a) = H\rho - M H\rho + \frac{M}{\psi} a H\rho - a M^* H\rho + H\rho a M^* M - H\rho M^* \frac{M}{\psi} a^2 \text{ olacaktır.}$$

$$\frac{\partial L(a)}{\partial a} = 0 - 0 + \frac{M}{\psi} H\rho - M^* H\rho + H\rho M^* M - 2 H\rho M^* \frac{M}{\psi} a \text{ olur.}$$

$$\phi(a) = \text{Max}(M - \frac{M}{\psi} a, 0) \text{ eşitliği dikkate alındığında, } a = 0 \text{ ve } a = \psi \text{ noktalarında}$$

$\phi(a)$ sırasıyla M ve 0 değerlerini alacaktır²⁵³.

²⁵³ Burada M içinde bulunan ekonomideki şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesini göstermektedir. ϕ ile M arasında doğrusal bir ilişki bulunduğu açıktır. Yani şirket ele geçirmek ne kadar kolay ise, bu amaçla bir girişim başlatacak tarafın ortaya çıkma olasılığı da o derece fazladır. Benzer biçimde ϕ ile a arasında da ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yönetimin şirket sermayesindeki payının oranı dolayısı ile şirket kontrolü üzerindeki etkisi ne kadar büyük ise ϕ yani şirket kontrolünü ele geçirmeye istekli tarafın ortaya çıkma olasılığı o derece küçük olacaktır. Şirketin yönetiminin ele geçirilmesine yönelik bir girişimde bulunma olasılığı ϕ ile ifade edilmiştir.

İkinci türevin sıfırdan küçük olması ise $L(a)$ fonksiyonunun konkav olduğunu gösterir;

$$\frac{\partial^2 L(a)}{\partial a^2} = 0 - 0 + 0 - 0 + 0 - 2H\rho M^* \frac{M}{\psi} < 0 \text{ olur.}$$

$$\frac{\partial^2 L(a)}{\partial a^2} = \frac{-2H\rho MM^*}{\psi} < 0 \text{ 'dır.}$$

1. Şirket Kontrolünün El Değiştirmesi Mekanizmasının Yöneticilerin Kararlarını Disipline Etmedeki Etkisi

$a = \psi$ olduğunda şirket kontrolünün el değiştirmesinin mümkün olmadığı ifade edilmişti. Bu nedenle $a = \psi$ ise $\phi(a)$ 'nın değeri sıfır olacaktır. Ayrıca $1 \geq a \geq \psi$ aralığındaki her a değeri için de $\phi(a)=0$ olmaya devam edecektir. $1 \geq a \geq \psi$ aralığında şirket ele geçirmelerinin hissedarların haklarının korunması açısından bir önemi bulunmamaktadır.

$0 \leq a \leq \psi$ aralığında şirket ele geçirmelerinin hissedarların haklarının korunması açısından büyük önemi vardır. Bu durumda şirket sahipliğinin çok yaygın olduğu yani hissedar sayısının çok fazla, hissedarların sermayede sahip olduğu pay oranının ise düşük olduğu durumda temsil maliyeti minimuma indirgenmiş olacaktır. Şirket ele geçirmelerinin önemli rol oynadığı $0 \leq a \leq \psi$ aralığında temsil maliyetleri $\hat{a} = 0$ özel durumunda minimuma indirilmiş olacaktır.

Bu durumu daha kapsamlı biçimde analiz edebilmek için, yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının sıfır olduğu durum ele alınabilir. Bu durumda kurumsal yönetim mekanizmasında şirket ele geçirmeleri tek işe yarar mekanizma olacaktır. Yönetimin çıkarları ile hissedarların çıkarlarının birbirine uyumu sıfır olduğundan $\hat{a} = 0$ özel durumunda, yönetimin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etmesi için hiçbir neden kalmamaktadır. Analize $\hat{a} = 0$ özel noktasından başlayarak, yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranını a adım adım arttırmaya başlarsa, bu artışın iki yönlü etkisi olacaktır.

Yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının arttırılması, yönetim ile hissedarların çıkarlarının uyumunu arttıracaktır. Bu durumda yönetimin başarı şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etme olasılığı da artacaktır. Yani a 'da gözlenen artış temsil maliyetlerinin düşmesi sonucunu doğuracaktır. Ancak yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının artması yönetimin gücünü de arttıracaktır. Sonuçta şirket ele geçirme mekanizmasının yöneticilerin kararlarını disipline etmedeki etkinliği azalacaktır. Çünkü yönetim başarı şansı düşük yatırım alternatifini tercih etse de şirketin kontrolünü ele geçirerek başarı şansı yüksek yatırım alternatifinin uygulanmasını sağlayacak bir girişimin başlaması ihtimali, $\phi(a)$, azalacaktır. Durum bu açıdan incelendiğinde, yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranının arttırılması temsil maliyetlerini arttırıcı bir etki yapacaktır.

Yöneticilerin çıkarlarının hissedarların çıkarları ile uyumlaştırılması, yönetimin başarılı olma şansı yüksek yatırım alternatifini tercih etme olasılığını $P(B \leq B_1(a))$ arttıracaktır. Denklem (2)'de;

$$P(B \leq B_1(a)) = \frac{a\rho HM^*}{H\rho} = a M^* \text{ olduğu gösterilmiştir.}$$

Dolayısı ile $P(B \leq B_1(a))$ 'da gözlenen artış a da gözlenen artış ile doğru orantılı olacaktır. Yönetimin, şirket sermayesi içinde artan payı nedeniyle, gücünün artması şirket kontrolünün bir başka tarafça ele geçirilmesi olasılığını azaltacaktır. Bu durumda hissedarların katlanmak zorunda olacakları temsil maliyeti artacaktır. Şirket kontrolünün el değiştirme olasılığını ifade eden;

$$\phi(a) = \text{Max}(M - \frac{M}{\psi}a, 0)$$

eşitliğinden de görüldüğü üzere a 'da gözlenen her birim artış için M/ψ birim azalmaktadır.

Ancak temsil maliyetinde, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen bir tarafın ortaya çıkması olasılığında gözlenen azalış nedeniyle ortaya çıkan durum, aynı zamanda yönetimin çıkarları ile hissedarların çıkarlarının ne ölçüde birbirine bağlı olduğu ile de yakından ilişkilidir. Yönetimin çıkarları ile hissedarların çıkarları tamamen aynı

ise, yönetim çok büyük olasılıkla başarılı olma olasılığı yüksek olan yatırım alternatifini tercih edecektir. Bu bağlamda şirket kontrolünün el değiştirilmesi için bir girişimin başlatılması olasılığının azalmasının temsil maliyeti üzerinde yaratacağı etki azaltılmış olur.

Diğer yandan, yönetim ile hissedarların çıkarları arasındaki uyumun sıfır olduğu durumda, şirket ele geçirme olasılığının azalmasının etkisi en yüksek seviyede ortaya çıkar. Yönetimin çıkarlarının hissedarların çıkarları ile uyumlu olmasının düzeyi arttıkça, bunun şirketin değeri üzerindeki olumlu etkisinin sabit olacağı var sayımı ile azalan şirket kontrolünü ele geçirme girişiminin başlatılması olasılığının, şirketin değeri üzerindeki negatif etkisi de azalacaktır. Toplam temsilci maliyeti, yönetimin sermayede sahip olduğu pay oranı 0'dan itibaren adım adım arttıkça, önce artacak ve daha sonra da azalacaktır. Temsil maliyeti fonksiyonun şeklinin konkav olması bu durumu açıklamada kullanılabilir.

ψ , yönetimin şirket üzerinde tam kontrole sahip olduğu durumda elinde bulundurduğu hisse senetlerinin sermayeye oranını, M ise içinde bulunulan ekonomide şirket ele geçirme uygulamalarının kolaylık seviyesini göstermek üzere, ψ ve M tarafından belirlenen koşullar altında hissedarların çıkarlarını koruma amacıyla oluşturulabilecek yönetim mekanizmasının ne olduğu araştırılabilir.

Sadece şirket ele geçirme sisteminin hissedarların çıkarlarını koruma amacı ile kullanılacağı bir mekanizmada, yönetimin şirket sermayesinde sahip olduğu pay $\hat{a} = 0$ olacaktır. Bu durumda temsil maliyeti: $L(0) = (1 - M)H\rho$ olacaktır. Şirket ele geçirmenin mümkün olmadığı durumda ise $\psi < a \leq 1$ olacaktır. Bu durumda yönetimin sermayede sahip olduğu payın arttırılması hissedarların çıkarları ile yönetimin çıkarları arasındaki uyumu arttıracaktır. Ancak şirket kontrolünün ele geçirilmesi amacı ile bir girişim başlatılması olasılığının sıfır olduğu durumda, yönetimin sermayede sahip olduğu pay miktarı a arttıkça toplam temsil maliyeti azalacaktır $L(\psi) > L(1)$ olacaktır.

Şirket ele geçirmelerinin mümkün olmadığı durumda, sermayenin tamamen yönetimin elinde olması, temsil maliyetlerini en aza indirecektir. Şirket sermayesinin tamamının yönetimin elinde olduğu $\hat{a} = 1$ durumda temsil maliyeti $L(a) = (1 - M^*)H\rho$ olacaktır.

En uygun yönetim yapısı bu iki uç yönetim yapısının ortaya çıkardığı temsil maliyetleri arasında bir karşılaştırma yapılarak bulunabilir. (M, ψ) veri olmak üzere, farklı şirket ele geçirme koşulları altında hissedarların çıkarlarının en iyi biçimde korunacağı sermaye yapısının ne olması gerektiği konusunda şu şekilde bir öngörude bulunulabilir.

$M^* = 1 - \frac{F_g}{H}$ yatırım tercihi sonucu ortaya çıkan nakit akışlarının, borçlar ödendikten sonra şirkette kalan kısmının yüzde oranını göstermek üzere $M^* \geq M$ durumunda, yani nakit akımlarının yatırım finansmanında kullanılan krediler ödendikten sonra şirkette kalan oranının, ekonomide şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesinden büyük olduğu durumda, yönetim şirket sermayesinin tamamına sahipse, yani $\hat{a} = 1$ ise, şirket kontrolünün el değiştirmesi yöntemi hissedarların çıkarlarını koruma açısından başarısız bir yöntem olacaktır.

$M^* \leq M$ durumunda yani nakit akımlarının yatırım finansmanında kullanılan krediler ödendikten sonra şirkette kalan oranının, ekonomide şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesinden büyük olduğu durumda, şirket çok sayıda ortağa sahipse ve bu ortakların her birinin sermayede sahip olduğu payın oranı sıfırsa, yani $\hat{a} = 0$ ise, şirket kontrolünün el değiştirmesi yöntemi hissedarların çıkarlarını koruma açısından en başarılı yöntem olacaktır. Yönetimin sermayenin tümüne sahip olduğu durumda $\hat{a} = 1$, toplam temsil maliyeti $L(a) = (1 - M^*)H\rho$ olacaktır. Şirket çok sayıda ortağa sahipse ve bu ortakların her birinin sermayede sahip olduğu payın oranı sıfır yani $\hat{a} = 0$ ise toplam temsil maliyeti $L(0) = (1 - M)H\rho$ olur.

$M^* \geq M$ varsayımı altında $L(\hat{a} = 1) < L(\hat{a} = 0)$ olacaktır. Temsil maliyetlerini en azda tutmak için şirket sermayesinin tamamının yönetimin elinde olması en iyi çözümdür.

$M^* \leq M$ varsayımı altında ise $L(\hat{a} = 1) > L(\hat{a} = 0)$ olacaktır. Temsil maliyetlerini en azda tutmak için şirket sermayesinin tamamının çok sayıda ortağın elinde olması ve ortakların sermayedeki payının da sıfıra çok yakın olması en iyi çözümdür.

Yönetimin sermayede payı olması ve şirket yönetiminin el değiştirmesi mekanizmaları kullanılarak, temsil maliyetinin en aza indirileceği yönetim yapısının oluşturulmasında, şirket dışından $(1 - M^*)$ oranında finansman bulmanın zorunlu olduğu durumlarda, sermayenin tamamının yönetimin elinde olması temsil maliyetlerini $(1 - M^*)H\rho$ düzeyine çıkarır. Şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamaları temsil maliyetini en aza indirmede sermayenin çok sayıda ortağın elinde olduğu durumlarda etkilidir. En iyi ihtimalle, şirket ele geçirme uygulamaları temsil maliyetini $(1 - M)H\rho$ düzeyine çıkarır.

Şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamalarının hissedarların çıkarlarını en iyi şekilde koruyacak yönetim yapısı oluşturmadaki rolünün anlaşılmasında, farklı durumlarda katlanılan temsil maliyetleri ve nakit akımlarının hangi oranda şirkette kalacağı ile şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesi arasında yapılan karşılaştırma yardımcı olur.

IX. Sermaye Piyasası ve Hukuk Sisteminin Kurumsal Yönetim Yapısı

Üzerindeki Etkisi

Hukuk sistemlerinin şirketlerin kurumsal yönetim yapısı üzerindeki rolü, hukuk sistemin yaratacağı güvence, kurumsal yönetimin sermaye piyasası üzerindeki etkisi ve kurumsal yönetimde şirkete bağlı değişik uygulamalar birlikte değerlendirilerek bir analiz yapılabilir.

A. Hukuk Sistemleri ve Kurumsal Yönetim

Analizde kullanılan modelde, piyasaların ve kurumların gelişmişlik düzeyi ekonominin önemli parametreleri olarak kabul edilmiştir. Temel model, hukuk sisteminin ekonomideki kurumsal yönetim yapısı üzerindeki etkisini gösterecek şekilde yeniden ele alınabilir²⁵⁴.

Bir ekonomide hukuk sisteminin etkinliği $\lambda \in [0,1]$ olmak üzere λ ile gösterecek olursa $\lambda=0$ durumunda hukuk sisteminin şirket ele geçirmelerini tamamen imkânsız kıldığı, ayrıca borç verenlerin verdikleri kredinin güvencede olduğunu izlemek için çok yüksek bir maliyete katlanmak zorunda olduğu; $\lambda=1$ durumda ise hukuk sisteminin şirket ele geçirmelerini çok kolaylaştırdığı, ayrıca kredi verenlerin haklarının hukuk sistemi içersinde çok iyi korunması nedeniyle, verdikleri kredinin güvende olup olmadığını izlemek için katlanacakları maliyetin çok düşük olduğu anlamına geldiği kabul edilebilir.

Hukuk sisteminde yer alan düzenlemeler iki ana başlık altında gruplandırılabilir. Birinci gruptaki düzenlemeler sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyinin artmasına yardımcı olan düzenlemelerdir. Bu düzenlemelere örnek olarak azınlık pay sahiplerinin haklarını koruma altına alan, şirket kontrolünün el değiştirmesine olanak tanıyan düzenlemeler gösterilebilir. Bu düzenlemelerin etkinliği λ_M ile ifade edilecek olursa şirket kontrolünün el değiştirmesinin, λ_M arttıkça daha kolay gerçekleşebileceği iddia edilebilir.

İkinci gruptaki düzenlemeler ise kredi verenlerin kredi alanları izlemesinin etkinliğini arttıran düzenlemelerdir. Daha dikkati oluşturulmuş icra iflas kanunları, kredi verenlerin haklarının öncelikli olduğunu ve bu hakların takibini düzenleyen kurallar bu grup içersine dâhil edilebilir. Kredi verenlerin haklarını koruyan düzenlemelerin etkinliğini ile kredi verenlerin verdikleri kredilerin güvencede olup olmadıklarını izleme maliyeti arasında ters yönlü bir ilişki olduğu açıktır.

²⁵⁴ Hukuk sisteminin etkisi, şirket ele geçirmelerinin kolaylık derecesini gösteren M ve borç alan tarafın borç veren taraf ya da taraflarca izlenmesi nedeniyle ortaya çıkan maliyet modele dâhil edilerek incelenebilir.

λ_M 'nin içersine şirket kontrolünün el değıştirmesine ilişkin işlemlerde İngiltere'deki ya da ABD'deki sisteme benzer uygulamaların olup olmadığı, çağrı yükümlölükleri, sadece belli bir aranda hisse senedi toplamak için çağrı yapıp yapılamayacağı, şirket kontrolünün el değıştirilmesi süreci içersinde yönetimin pasif davranmasının bir zorunluluk olup olmaması, yönetimce zehirli hap tekniklerinin kullanılıp kullanılmayacağı gibi çeşitli faktörler dâhil edilebilir.

Hukuk sisteminin şirket kontrolünün el değıştirme sürecini kolaylaştırıp kolaylaştırmadığı ve kredi verenlerin kullandıkları kredinin güvende olup olmadığını izleme maliyeti üzerindeki etkisi dikkate alındığında şu şekilde bir çıkarımda bulunulabilir. Hukuksal düzenlemeler şirket kontrolünün el değıştirmesini kolaylaştıracak şekilde oluşturulursa, hissedarların sayısı ve bunların şirket sermayesinde sahip oldukları payların oranı azalacaktır. λ_M 'de gözlemlenecek artış, sermayenin tabana yayılması ile sonuçlanacaktır.

λ_M 'de gözlemlenen bir artış doğal olarak M 'de gözlemlenecek bir artışı da beraberinde getirecektir. Şirket kontrolünün el değıştirmesi kolaylaşırsa, M artarsa, kurumsal yönetim yapısı şirket kontrolünün el değıştirmesini merkeze alan, dolayısı ile sermayenin tabana yayılmasını sağlayan bir şekle bürünür. λ_M 'de gözlenen bir artış sermayenin tabana yayılmasını arttıracaktır yargısında bulunulabilir. Yapılan çalışmalarda, hissedarlara sağlanan hukuki korumanın, sermayenin tabana yayılmasını kolaylaştırdığını ortaya koymuştur²⁵⁵.

Hukuksal sistemdeki değışim, farklı kurumsal yönetim mekanizmalarının etkinliği üzerinde çeşitli değışiklikler ortaya çıkması ile sonuçlanacaktır. Bu etkilerin kurumsal yönetim mekanizması üzerindeki toplam etkisi karmaşık olabilir. Bu durum daha somut hale getirilebilir. Hukuksal sistemde yapılan değışikliklerle kredi verilere sağlanan hakların daha da sağlamlaştırılarak kapsamının da genişletildiğini

²⁵⁵ Bkz. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, (1999), "Corporate Ownership Around the World," **Journal of Finance**, 54, (April), s. 471-518; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1997), "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, 52, (July), s. 1131-1150; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1998), "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, 106, s. 1113-1155.

varsayımı ile finansman ihtiyacını karşılamada, şirket en uygun maliyetteki kaynağı hissedarlardan ya da yeni ortak olacıklardan değil de kreditorlerden bulacağı iddia edilebilir. Çünkü yasal sistemde yapılan düzenlemeler, kredi verenlerin karşılaşacakları risklerin bir kısmını ortadan kaldırır. Kredi verenler kendilerine sağlanan bu yasal garanti sayesinde yatırımlarının güvende olduğunun bileceklerdir. Bu nedenle şirketten verdikleri kredi karşılığında daha küçük bir risk primi talep edeceklerdir. Şirket yeni projelerin finansmanında kreditorlerden kaynak bulmayı tercih edecektir. Uzun vadeli bir süreç içerisinde değerlendirme yapılacak olursa şirket sahipliği Almanya ve Japonya’da olduğu gibi kredi verenlerin, yani genellikle bankaların, ağırlıkta olduğu bir yapıya dönüşecektir. Bu durumda hukuksal sistemde meydana gelen bu yönde bir değişim ortaklık yapısının daha da yoğunlaşması ile sonuçlanacaktır. İlk başta yoğunlaşmış ortaklık yapısının bulunduğu sistemlerde de kontrolü elinde bulunduran ortakların yapısı farklı olacaktır. Aile şirketlerinin baskın rol oynadığı bir ekonomide, kredi verenler lehine hukuk sisteminde yapılan değişiklikler neticesinde, aile fertlerinin yanı sıra bankaların da artan gücü ortaya çıkacaktır.

Hukuksal sistemdeki farklılıklar ve değişim eğilimleri analiz edilirken, hukuksal sistemin hangi alandaki düzenlemelerinin inceleme konusu yapıldığına dikkat edilmesi gerekir. Kredi verenlerin gücünü arttıracak şekilde yapılan yasal düzenlemeler ile şirket kontrolünün el değiştirmesine olanak veren yasal düzenlemeler birbirlerinden farklı etkileri olacaktır. Hukuksal sistemde yapılan değişikliklerin kurumsal yönetim sistemi üzerindeki etkilerinin sadece ortaklık yapısının yaygınlaşıp yaygınlaşmaması ile ölçülmeye çalışılması hatalı olacaktır. Kredi verenlerin haklarını korumaya yönelik düzenlemeler kurumsal yönetimi geliştirirken, sermayenin daha az sayıda ortak elinde olması sonucunu doğurabilir.

B. Kurumsal Yönetim Mekanizması ve Sermaye Piyasasının Büyüklüğü

Her ekonomi kendi şartlarına en uygun kurumsal yönetim sistemini oluşturabilir. Ekonominin elde veri olarak bulunan karakteristik özellikleri kapsamında ortaya çıkan kurumsal yönetim sistemlerinin arasında bir sınıflandırma yapmak doğru bir yaklaşım değildir. Her ekonominin diğer ekonomilerden farklı kendine has

özellikleri vardır. Kurumsal yönetim sistemindeki bu farklılıklarla finansman temin edilen piyasanın büyüklüğü arasında çeşitli sebep sonuç ilişkileri kurulabilir.

Aile şirketlerinin hâkim olduğu ve şirketlerin finansman ihtiyacının karşılanmasında bankaların önemli rol oynadığı ekonomilerde, kurumsal yönetim sistemi büyük ortakların baskın olduğu sistemler haline gelmiştir. Şirket kontrolünü ele geçirmelerinin kurumsal yönetim sistemi içinde merkezi bir rol üstlendiği ekonomilerde şirketlerin ortaklık yapıları dağınıktır. Bu durumun pratikteki sonucu, şirket kontrolünün değişmesi mekanizmasının kurumsal yönetimin merkezinde yer aldığı sistemlerde sermaye piyasasının daha büyük olduğu ve finansmanın bu piyasalar aracılığı ile yapıldığıdır. Şirket kontrolünün el değiştirmesi mekanizmasını temel alan kurumsal yönetim sistemlerinde sermaye piyasalarının ekonomi içersindeki büyüklüğü daha fazla olacaktır. Bu anlamda sermaye piyasasının büyüklüğü ile düzenlemelerin etkinliği, λ_M arasında güçlü bir ilişki bulunacaktır. Şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin düzenlemelerin çok kapsamlı ve dikkatli biçimde oluşturulduğu ekonomilerde, şirket kontrolünün el değiştirmesinin kolaylığı, hissedarların çıkarlarının en iyi şekilde korunabilmesi açısından şirket kontrolünün el değiştirmesi yöntemini en iyi seçenek haline getirir. λ_M 'in büyük olduğu ekonomilerde sermaye piyasaları daha büyük olacaktır. Yapılan çalışmalarda hissedarlara sağlanan yasal koruma mekanizmaları ile sermaye piyasaları arasındaki ilişki incelenmiştir²⁵⁶. Bazı çalışmalar ortaklık yapısının yaygın, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde hissedarların haklarının daha iyi korunduğunu ortaya koymuştur²⁵⁷.

²⁵⁶Bkz. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1997), "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, 52, (July), s. 1131-1150; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1998), "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, 106, s. 1113-1155; European Corporate Governance Network (ECGN), (1997), "The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 Countries Preliminary Report to the European Commission," Vol 1-4, Brussels: European Corporate Governance Network; Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang, (1999), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," **Working Paper**, World Bank.

²⁵⁷ Bkz. Shleifer, A., and D. Wolfenzon, (2001), "Investor Protection and Equity Market," **New York University Working Paper**.

X. Yapılan Analiz Kapsamında Elde Edilen Genel Çıkarımlar Çerçevesinde Uygulamaya Dönük Olarak Yapılabilecek Çalışmalar

Şirket sermayesinin tabana yayılması, yatırımcının haklarının korunmasına ilişkin uygulamalar arttıkça daha çok genişlemektedir. Hukuki sistemlerde hissedarların haklarının nasıl düzenlendiği konusunda yapılan incelemelerde, yatırımcıların haklarını koruyan hukuksal düzenlemelerdeki gelişmişlik düzeyi arttıkça şirket sahipliğinin tabana yayılmasının arttığı gösterilmiştir²⁵⁸.

Hukuksal sistemde yaşanan değişikliklerin, kurumsal yönetim üzerindeki etkileri zaman serisi şeklinde bir analize tabi tutulabilir. Ancak bu ilişkinin test edilmesi, yasal sistemdeki değişme ve gelişmelerin çok yavaş olduğu dikkate alınırsa çok zor olabilir. Doğal haliyle çok yavaş olan bu sürecin, hızlandırılmış bir örneği birden çok piyasada halka arz yapan şirketlerde görülebilir. Farklı ülkelerdeki durumun inceleneceği kesit veri analizine ek olarak, bazı zaman serisi uygulamaları da yapılabilir.

Şirketlerin hisse senetlerinin birden çok ülke piyasasında işlem görmesi uygulaması, şirketlerin esas sözleşmelerindeki değişiklik yapma sürecini çabuklaştırmakta ve bu anlamda bir analiz yapılmasına imkân vermektedir. Yatırımcı haklarının çok sıkı bir şekilde korunmadığı ekonomide kurularak faaliyetlerini devam ettiren bir şirketin hisse senetleri, yatırımcı haklarının daha kapsamlı bir şekilde korunduğu bir ülkede piyasasında da işlem görmeye başlarsa yukarıda açıklanan hukuksal sistemde yaşanan gelişmelerin kurumsal yönetim üzerindeki etkisini daha kısa bir dönemde incelenmesi mümkün olacaktır. Örneğin bir Türk şirketinin hisse senetleri Avrupa ülkelerinde ve ABD’de de işlem görecektse olursa, finansal tablolarını uluslararası muhasebe standartları çerçevesinde düzenlemeye başlayacaktır. Türk şirketi, hisse senetlerinin işlem gördüğü ülkelerdeki yasal şartlara kendisini uyumlu hale getirmek zorunda kalacaktır. Bazı çalışmalarda Fransız hukuk sistemindeki şirketlerin, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması açısından zayıf düzenlemeler yaptıkları, bu nedenle Anglo-Amerikan hukuk sistemindeki bir başka ülkede de işlem görmeleri

²⁵⁸ Bkz. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1997), “Legal Determinants of External Finance”, **Journal of Finance**, 52, (July), s. 1131-1150; La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1998), “Law and Finance”, **Journal of Political Economy**, 106, s. 1113-1155.

durumunda yatırımcı haklarının korunması açısından önemli bir avantaj yaratacakları gösterilmiştir²⁵⁹. ABD’de yabancı ülke şirketlerinin hisse senetlerinin işlem görmesi sıkça gözlemlenen bir durum iken aynı şekilde bu şirketlerin çoğunluğunun azınlık pay sahiplerinin haklarının korunmasının zayıf olduğu hukuk sistemlerinde kurulmuş olan şirketler olduğu da bilinmektedir. Genel olarak, ABD’de de işlem gören şirketler, kendileri gönüllü olarak farklı bir hukuk sisteminin gereklerini yerine getirmeye şartlanmaktadır. Bu şekilde λ_M değeri artmaktadır. Bu şirketlerin kendi özel şartlarını değerlendirerek içinde faaliyet gördükleri ekonomide geçerli kurumsal yönetim yapısından daha farklı bir yapıyı kendi uzun vadeli amaçları için daha uygun gördüklerini iddia edilebilir.

Hukuk sistemlerinin zayıf olduğu bir ekonomide, şirketler ABD gibi hukuk sisteminin yatırımcı haklarını korumanın güçlü olduğu ülkelerde işlem görmeye başlayacak ve diğer şirketlere göre kurumsal yönetim yapısında zaman içinde adım adım yaşanacak değişimleri çok hızlı bir şekilde uygulamaya koyacaklardır.

Yapılan çalışmalarda etkin şirket kontrolünü ele geçirme düzenlemelerinin bulunduğu ülkelerde, kurumsal yönetim indekslerinin daha büyük değerler aldığı gözlemlenmiştir²⁶⁰. Ayrıca etkin şirket ele geçirme düzenlemelerinin yapıldığı ülkelerde, nakit ihtiyacının karşılanma gereksinimine bağlı olarak halka açılma süresinin daha kısa olacaktır. Şirketlerin kurulmaları ile halka açılmaları arasında geçen sürenin incelendiği bazı çalışmalarında bu durum gözlemlenmiştir²⁶¹.

²⁵⁹ Bkz. Reese, Jr., W.A, and M. S. Weisbach, (1999), “Protection of Minority Shareholder Interest, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings, **Working Paper**, University of Illinois.

²⁶⁰ Bkz. Gompers,P.A., J.L.Ishii, and A. Metrick, (2001), “Corporate Governance and Equity Prices,” **Harvard Business School Working Paper**.

²⁶¹ Bkz. Gompers, P. A. (1995), "Optimal Investment, Monitoring, and the Stages of Venture Capital." **Journal of Finance** 50, s. 1461-1489; Gompers, P. A. (September 1996), "Grandstanding in the Venture Capital Industry." **Journal of Financial Economics** 42, s. 133-156.

SONUÇ

Farklı hukuk sistemlerinin şirketler hukukuna ilişkin temel uygulamaları geçen zaman içinde birbirine yakınlaşmakla birlikte aralarında halen önemli farklılıklar bulunmaktadır. Hukuk sistemlerinde yaşanan gelişmeler neticesinde, hissedar odaklı model şirketler hukukunda baskın haline gelmiştir. Bu modele rakip olabilecek diğer modeller, devlet odaklı model, çalışan odaklı model, yönetici odaklı model ve paydaşlar odaklı model, zaman içerisinde yaşanan gelişmeler sonucunda başarısızlığa uğramıştır. Bu yargıya gelişmeler üç açıdan analiz edilerek ulaşılabilir. Bunlar uluslararası politika alanında yaşanan gelişmeler, ekonomik etkinlik açısından gözlenen sonuçlar ve günümüzde küresel ölçekte yaşanan rekabettir.

Şirketler hukuku açısından bir şirketin temel özellikleri beş ana başlık altında gruplandırılabilir. Tüzel kişilik, sınırlı sorumluluk, devredilebilir hisse senetleri, genel bir yönetim yapısı çerçevesinde delege edilmiş yönetim ve şirketin sahipliğinin hissedarlara ait olması. Bu karakteristik özellikler büyük modern işletmelerin ihtiyaçlarına paralel olarak ortaya çıkmış özelliklerdir. Pazar ekonomisinin kabul edildiği ekonomilerde hemen hemen tüm büyük ölçekli şirketler, bu beş özelliği taşıyan hukuki formlarda ortaya çıkmaktadır. Ancak farklı hukuk sistemlerinde temel özelliklerin karşılıklı etkileşimine ilişkin yapılan düzenlemelerde değişik bakış açıları izlenmiştir. Bu değişik bakış açılarının temelinde yatan nedenler ülkelerin tarihsel gelişim süreçleri içinde geçirdikleri aşamaların sosyal, ekonomik ve politik yansımalarıdır. Tarihsel süreç içinde ortaya çıkan ekonomik, politik ve sosyal farklılıklar ülkelerde hissedar odaklı, yönetici odaklı, devlet odaklı ya da paydaşlar odaklı şirket modellerinin benimsenmesi ile sonuçlanmıştır. Ancak 20. yy sonlarında etkisini gittikçe arttıran küreselleşmenin bir sonucu olarak ekonomik, sosyal ve kültürel alanda yaşanan gelişmeler ve uluslararası piyasalarda görülen rekabet farklı şirket modellerinden hissedar odaklı modeli öne çıkarmıştır. Şirket modelleri içerisinde hissedar odaklı modelin öneminin gittikçe artmasının sebepleri arasında hissedar tabanının genişlemesi sayılabilir. Hissedar odaklı modelin yaygın kabul görmeye başlamasının bir önemli sonucu ise hukuk sistemlerinin temel ilkeler ekseninde birbirlerine yakınlaşması sürecinin hızlanması olmuştur. Bu yakınlaşma

özellikle yönetim kurullarının yapısında, kamuyu aydınlatmaya ilişkin sermaye piyasası düzenlemelerinde, hissedarların haklarının korunması sürecinde, mahkemelerin işleyişinde ve şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamalarında kendini güçlü bir biçimde hissettirmiştir. Hissedarın öneminin artması, onun çıkarları ile yönetimin çıkarları arasında ortaya çıkması muhtemel çatışmalarının önlenmesi gereğinin önemini de artırmıştır.

Şirketler hukukunun temel fonksiyonlarından birisi de işletmelere bu temel özellikleri kapsayan bir hukuki yapı sunmasıdır. Şirketler hukuku, mülkiyet haklarını yeniden düzenleyerek ve yatırımcılar açısından sözleşme maliyetlerini düşürerek büyük fırsatlar yaratmaktadır. Şirket formunu tanımlayan düzenlemeler, şirketler hukukunun küçük bir kısmını oluşturur. Ancak şirket formunu tanımlayan bu özellikler, hemen her hukuk sisteminde yer alması ve şirketler hukukunun temel özünü teşkil etmesi bakımından son derece önemlidir. Şirket yönetiminin delege edilme özelliği sonucunda ortaya çıkan hissedar-yönetim çıkar çatışmalarının temelinde, şirket formunun beş temel özelliğinden birisi olan, şirket yönetiminin yönetim kurulu vasıtası ile yürütülmesi ilkesi bulunmaktadır. Bu temel ilke ile birlikte, şirket yöneticileri ile hissedarları arasındaki bilgi asimetrisi ve çıkar farklılıkları dikkate alındığında çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasının neden kaçınılmaz olduğu anlaşılır.

Şirket yönetiminin çeşitli organlara delege edilmesi temel ilkesinin sonucunda ortaya çıkan temsil maliyetlerini düşürmek için hukuk sistemleri içersinde çeşitli stratejiler geliştirilmiştir. Temsil probleminin çözümünde kullanılabilecek bu stratejiler, düzenlemelere ilişkin stratejiler ve kurumsal yönetime ilişkin stratejiler ana başlıklarında toplanabilir.

Düzenlemelere ilişkin stratejiler ile temsilcinin hareket alanı belirlenir. Bu amaçla çeşitli kurallar ve standartlar oluşturulur. Bu kural ve standartlarla hissedarlar ile yöneticiler arasındaki ilişkinin nasıl düzenleneceği, başlatılıp bitirileceği ve işleyeceği konularında uygulanabilecek stratejiler ortaya konur. Kurumsal yönetim açısından kullanılabilecek stratejilerde ise öncelikli olarak temsilcinin nasıl

seçileceği ve görevden alınacağı, temsilciler tarafından alınan kararların amir tarafından onaylanmasının nasıl gerekleŖececđi ve amir-temsilci arasında ortaya çıkan problemlerin çözümünde yedieminlik ve ödüllendirme stratejilerinin kullanımı üzerinde durulur.

Kurumsal yönetime ilişkin olarak, piyasanın işleyişini veya büyük ortakları temel alan sistemler şeklinde iki temel yaklaşımdan bahsedebilir. Piyasanın işleyişini temel alan kurumsal yönetim yapısı ABD ve İngiltere başta olmak üzere Anglo-Amerikan hukuk sisteminin geçerli olduğu ülkelerde uygulamada olan sistemdir. Bu sistemde düzenlemeler olay bazında, hâkimin yorum yapma yetkisini kullanarak almış olduğu kararlar temelinde şekillenir. Hissedarların çıkarlarının çok dikkatli biçimde korunması prensibi bu sistemin felsefesini şekillendiren en önemli ilkedir. Kıta Avrupa’sında görülen ve şirketin büyük ortaklarını sistemin merkezine koyan yaklaşım ise kanun yapıcı tarafından bir bütünlük içersinde önceden oluşturulmuş kurallara dayanır. Bu sistemde hissedarların hak ve çıkarları yanında, borç verenler ve çalışanlar gibi şirketle ilgili diğerk grupların da çıkarları ön planda yer alır. Bu iki sistemin farklılaştığı nokta sadece düzenlemelerin ardında yatan mantıksal zincir değıldir. Şirketlerin sahipliği ve kontrolüne ilişkin konularda da bu iki sistem birbirinden çok farklıdır. Kıta Avrupa’sındaki ülkelerin pek çoğunda şirketlerin çoğunluk hisseleri bir ya da birkaç yatırımcının elindedir. Şirketlerin hisse senetlerinin dolayısı ile kontrolünün bir ailenin fertleri arasında el değıştiriyor olması da sıkça gözlemlenen bir durumdur. Anglo-Amerikan sisteminde ise şirket sermayesi çok sayıda ortağın elinde bulunmaktadır.

Şirket yönetim kurulu hissedarlardan ve şirketin faaliyetlerinin yöneticilerinden farklı bir organdır. Kurumsal yönetim yapısı temel olarak hissedarlar ile şirketin faaliyetlerini yöneten yöneticiler arasında çıkması muhtemel anlaşmazlıklardan, bir bütün olarak, şirketi korumak için oluşturulmuştur. ıkar çatışmalarının çözümünde kurumsal yönetim sistemi içinde takip edilen stratejiler, hukuksal sistemin genel çizgisine paraleldir. Bu stratejiler içersinde en yaygın biçimde kullanılan iki strateji atama ve veto stratejileridir. Ancak hukuksal sistem içersinde, kurumsal yönetime ilişkin olarak kullanılan diğerk stratejiler de gerekli durumlarda uygulamaya konabilir.

Şirket kontrolünün el değıştirmesi ile sonuçlanan işlemler kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir kısmını oluşturur. Şirket kontrolünün el değıştirmesine ilişkin düzenlemeler, yatırımcıların haklarının korunmasının yanı sıra, sermaye piyasalarının gelişimi ve bu konuya ilişkin olarak piyasada gözlemlenen uygulamalar ve ayrıca şirketin ortaklık yapısı ve kontrolüne ilişkin düzenlemeler üzerinde de etkili olmaktadır.

Şirket kontrolünün el değıştirmesi işlemleri açısından, ülkelerin hukuk sistemlerindeki düzenlemeler arasındaki farklılıkların açıklanmasında, sermaye piyasalarının küresel gelişmelerin de etkisi ile ülke ekonomileri içersinde artan önemi en çok kullanılan argüman olmuştur. Ancak ABD ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının son derece gelişmiş olduğu ülkeler arasında, ekonomilerinin büyüklüğü de dikkate alınarak yapılan karşılaştırmada, kontrolü el değıştiren şirketlerin sayıları arasında önemli bir fark bulunduğu görölmektedir. Bu farklılığın nedeni Anglo-Amerikan hukuk sistemini kullanan bu iki ülkenin şirket kontrolünün el değıştirmesine ilişkin düzenlemelerinin detaylarında gizlidir. Ayrıca hukuksal sistemlerde gözlenen bu ayrışmanın nedenlerinden biri olarak ülkelerin ekonomilerinde tarihsel gelişim süreçleri içinde ortaya çıkan özelliklerinin de dikkate alınması gerekir. ABD’de şirketler hukukunda yönetim merkezli bir anlayışın egemen olması, İngiltere’de de özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasında kurumsal yatırımcıların şirketlerin sermayeleri içinde artan payları, şirket kontrolünün el değıştirmesi işlemleri açısından, bu ülkelerin hukuk sistemlerindeki düzenlemeler arasındaki farklılıkların açıklanmasında göz önüne alınmalıdır.

Farklı ülke uygulamalarına bakıldığında, hissedarlara eşit davranılması kuralının şirketler hukuku uygulamalarında temel ilke olduğu görölmektedir. Ayrıca zorunlu çağrıda bulunma ve pay sahibinin şirket ortaklığından çıkarılması ilkeleri çerçevesinde de bir yakınlaşmadan söz edilebilir. Kamuyu aydınlatma uygulamalarında, zorunlu olarak bilgilendirmenin yapılacağı minimum limitlerde bir azalma da gözlenmektedir. Birden çok oya sahip hisse senetlerinin ihracına pek çok ülkede artık izin verilmemektedir. Ancak bu ülkelerde halen oydan yoksun hisse

senedi ihraçlarına rastlanmaktadır. Bu uygulamalar da hukuk sistemlerinde Anglo-Amerikan sistemi ekseninde bir yaklaşma olduğu sonucunu ortaya koymaktadır.

Ülkelerin hukuk sistemlerinde görülen yaklaşmanın ulusal ekonomiler üzerinde çok farklı etkileri olabilir. Şirket kontrolünün el değıştirmesine ilişkin kapsamlı düzenlemeler yapılması, bazı ülkelerde şirket sermayesinin küçük oranda ama çok fazla sayıda ortağın eline geçerek sermayenin tabana yayılması sonucunu doğururken, diğ er bazı ülkelerde ise sermayenin kontrolünün daha yoğun biçimde birkaç ortağın elinde toplanması sonucunu da doğurabilir. Hissedar odaklı kurumsal yönetim yaklaşımı, daha yaygın biçimde esas alınsa da bazı ülkeler için kontrole sahip ortakları merkeze alan sistem en uygun sistem olabilir.

Şirketler hukukunda hangi sistemin en iyi sistem olduğu ve küresel boyutta hukuk sistemlerinin birbirine yaklaşmasının desteklenip desteklenmemesi gerektiğ i tartışması teorik ve görgül açıdan pek çok araştırmada incelenmiş, ancak bir fikir birliğ ine ulaşılamamıştır. Yapılan teorik çalışmalarda düzenlemeler ve kurumlar açısından kurumsal yönetim uygulamalarında dünya çapında bir yaklaşmanın olabileceğ i, ancak bu yaklaşmanın ne yönde olacağ ının tam olarak ortaya konamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Şirketler hukukunda, şirket kontrolünün el değıştirmesi sonucunu doğuran işlemlere ilişkin hukuksal düzenlemelerde gözlenen yaklaşmaya rağmen, farklılıkların devam etmesinin nedenlerinin matematiksel teknikler kullanılarak ekonomik açıdan değ erlendirilmesi neticesinde ilginç sonuçlara ulaşılmıştır.

Ekonomik faaliyetlerin gittikçe küreselleş eceğ i, ulusal sınırların ekonomik aktiviteler kapsamında önemini yitireceğ i varsayımı altında, gelecekte şirketler hukukuna ilişkin uygulamaların gittikçe birbirine daha çok benzeyeceğ i beklenmektedir. Ancak hukuksal sistemlerdeki farklılıklar altında yatan nedenler incelendiğ inde, bu farklılıkların ekonomik temellerinin gelecekte en azından bir süre daha varlığını devam ettirebileceğ i öngörülebilir. Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi,

Ülkelerin sosyo-kültürel yapıları, hukuk sisteminin gelenekselleşen uygulamaları nedeni ile ülkelerin farklılıklarını koruması doğru bir tercih olabilir.

Şirket sermayesinin tabana yayılması, yatırımcının haklarının korunmasına ilişkin uygulamalar arttıkça daha çok genişlemektedir. Hukuki sistemlerde hissedarların haklarının nasıl düzenlendiğı konusunda yapılan incelemelerde, yatırımcıların haklarını koruyan hukuksal düzenlemelerdeki gelişmişlik düzeyi arttıkça şirket sahipliğinin tabana yayılmasının arttığı gösterilmiştir.

Şirket sermayesinin az sayıda ortağın elinde olması ile hukuk sisteminin işleyişinin etkinliğı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda, hukuk sistemi veri olmak üzere kullanılabilir en uygun kurumsal yönetim mekanizmasının ne olacağı üzerinde durulmuştur. En uygun kurumsal yönetim mekanizmasının seçiminde finansal kurumların ve piyasanın gelişmişlik düzeyi belirleyici rol oynamaktadır. İkincil piyasanın likiditesi, icra iflas hukukuna ilişkin düzenlemeler, bankacılık sisteminin işleyişine ilişkin düzenlemeler, vekâleten oy toplama, çağrıda bulunma zorunluluğı, kontrol değışikliklerine ilişkin düzenlemeler, kültürel ve politik faktörler en uygun sistemin belirlenmesinde çok önemli faktörlerdir.

Hukuk sisteminde yer alan düzenlemeler iki ana başlık altında gruplandırılabilir. Birinci gruptaki düzenlemeler sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyinin artmasına yardımcı olan, azınlık pay sahiplerinin haklarını koruma altına alan, şirket kontrolünün el değıştirmesine olanak tanıyan düzenlemelerdir. İkinci gruptaki düzenlemeler ise kredi verenlerin kredi alanları izlemesinin etkinliğini arttıran, daha dikkati oluşturulmuş icra iflas kanunları, kredi verenlerin haklarının öncelikli olduğunu ve bu hakların takibini düzenleyen kurallardır.

Ekonomiler finansal kurumlarının ve piyasaların gelişmişlik düzeyi açısından farklılıklar göstermektedir. Bunun bir sonucu olarak, hukuk sisteminde şirket kontrolünün el değıştirmesine ilişkin düzenlemeler kapsamında ortaya çıkan farklılıkların da dikkate alınması gerekir. Hukuk sisteminin şirket kontrolünün el değıştirme sürecini kolaylaştırıp kolaylaştırmadığı ve kredi verenlerin

kullandıkları kredinin güvende olup olmadığını izleme maliyeti üzerindeki etkisi dikkate alındığında, hukuksal düzenlemelerin şirket kontrolünün el değiştirmesini kolaylaştıracak şekilde oluşturulması durumunda, hissedarların sayısının ve bunların şirket sermayesinde sahip oldukları payların oranının azalacağı sonucuna ulaşılır.

Hukuksal sistemdeki farklılıklar ve değişim eğilimleri analiz edilirken, hukuksal sistemin hangi alandaki düzenlemelerinin inceleme konusu yapıldığına dikkat edilmesi gerekir. Kredi verenlerin gücünü arttıracak şekilde yapılan yasal düzenlemeler ile şirket kontrolünün el değiştirmesine olanak veren yasal düzenlemelerin birbirlerinden farklı etkileri olacaktır. Hukuksal sistemde yapılan değişikliklerin kurumsal yönetim sistemi üzerindeki etkilerinin sadece ortaklık yapısının yaygınlaşıp yaygınlaşmaması ile ölçülmeye çalışılması hatalı olacaktır. Kredi verenlerin haklarını korumaya yönelik düzenlemeler kurumsal yönetimi geliştirirken, sermayenin daha az sayıda ortak elinde olması sonucunu doğurabilir.

Her ekonomi kendi şartlarına en uygun kurumsal yönetim sistemini oluşturabilir. Ekonominin elde veri olarak bulunan karakteristik özellikleri kapsamında ortaya çıkan kurumsal yönetim sistemlerinin arasında bir sınıflandırma yapmak doğru bir yaklaşım değildir. Her ekonominin diğer ekonomilerden farklı kendine has özellikleri vardır. Kurumsal yönetim sistemindeki bu farklılıklarla finansman temin edilen piyasanın büyüklüğü arasında çeşitli sebep sonuç ilişkileri kurulabilir.

Aile şirketlerinin hâkim olduğu ve şirketlerin finansman ihtiyacının karşılanmasında bankaların önemli rol oynadığı ekonomilerde, kurumsal yönetim sistemi büyük ortakların baskın olduğu sistemler haline gelmiştir. Şirket kontrolünü ele geçirmelerinin kurumsal yönetim sistemi içinde merkezi bir rol üstlendiği ekonomilerde şirketlerin ortaklık yapıları dağınıktır. Bu durumun pratikteki sonucu, şirket kontrolünün değişmesi mekanizmasının kurumsal yönetimin merkezinde yer aldığı sistemlerde sermaye piyasasının daha büyük olduğu ve finansmanın bu piyasalar aracılığı ile yapıldığıdır.

Şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin düzenlemelerin çok kapsamlı ve dikkatli biçimde oluşturulduğu ekonomilerde, şirket kontrolünün el değiştirmesinin kolaylığı, hissedarların çıkarlarının en iyi şekilde korunabilmesi açısından şirket kontrolünün el değiştirmesi yöntemini en iyi seçenek haline getirir.

Sermaye piyasasının gelişmemiş olduğu ekonomilerde şirket kontrolünün el değiştirmesine ilişkin yapıların zayıf olduğu durumlarda, bankacılık sektörünün de gücü çok fazla değil ise yönetimin aynı zamanda şirketin sahibi olduğu durum kurumsal yönetim açısından en uygun çözüm olmaktadır. Bankacılık sektörünün çok geliştiği, sermaye piyasalarının zayıf kaldığı durumlarda ise yöneticilerin ve şirket işleyişinin bankalar tarafından izlendiği sistem kurumsal yönetim için en uygun yapıdır.

Yöneticilerin sermayedeki payının çok küçük olduğu, şirket kontrolünün el değiştirmesi ile sonuçlanacak işlemlerde aktif rol oynayamadığı, bankaların finansal sistem içersindeki güçlerinin sınırlı olduğu ülkelerde kurumsal yönetim mekanizmasının merkezinde şirket kontrolünün el değiştirmesine yönelik düzenlemeler yer almaktadır. Sermaye piyasalarının çok geliştiği, bankaların ise finansman ihtiya ını karşılamada çok güçlü olmadığı ülkelerde şirket kontrolünün el değiştirmesinin son derece aktif olduğu, hissedar yapısının tabana yayıldığı ve şirket kontrolünün el değiştirmesi mekanizmasının bu özelliklere sahip ülkeler için en uygun kurumsal yönetim sistemi olmaktadır. Finansman ihtiya ının genellikle bankalardan karşılandığı ülkelerde ise en uygun kurumsal yönetim mekanizması, izleme görevinin kredi verenlerce yerine getirdiği, şirket kontrolünün el değiştirmesinin çok zor olduğu ya da hiçbir şekilde mümkün olmadığı, şirket sermayesinin çok az sayıda ortağın elinde yoğunlaştığı bir yapıda olmaktadır.

Matematiksel araçlar kullanılarak yapılan ve sonuçları yukarıda özetlenen teorik analiz görgül uygulamalarla test edilebilir. Hukuksal sistemde yaşanan değişikliklerin, kurumsal yönetim üzerindeki etkileri zaman serisi şeklinde bir analize tabi tutulabilir. Ancak bu ilişkinin test edilmesi, yasal sistemdeki değişme ve gelişmelerin çok yavaş olduğu dikkate alınırsa çok zor olabilir. Doğal haliyle çok

yavaş olan bu sürecin, hızlandırılmış bir örneği birden çok piyasada halka arz yapan şirketlerde görülebilir. Farklı ülkelerdeki durumun inceleneceği kesit veri analizine ek olarak, bazı zaman serisi uygulamaları da yapılabilir.

KAYNAKÇA

Agrawal, A. and C. Knoeber, (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 31, s. 377-397.

Alchian, Armen A., (1991), 'Development of Economic Theory and Antitrust: A View From the Theory of the Firm', 147 **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, s.232-234.

Allen, William T., Reiner Kraakman, (2003), **Commentaries and Cases on the Law of Business Organization**, Ch. 8, Aslen Pub.

Anderson, R.A., Fox, I., Twomey, D.P., Jennings, M.M., Smith, P.S., (1999), **Business Law and The Legal Environment**, s. 879.

Andrews, William, (1965), The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 **Harvard Law Review** s.505.

Arrow, Kenneth J., (1985), 'The Economics of Agency', in Pratt, John W. and Zeckhauser, Richard J.(ed.), **Principals and Agents: The Structure of Business**, Boston, Harvard Business School.

Armour, J., M. Whincop, The Proprietary Structure of Corporate Law (Working Paper 2004). http://www.hertig.ethz.ch/LE_2004-05_files/Papers/Armour_Corporations_2004.pdf.

Ayres, Ian, Robert Gertner, (1989), Filling Gaps in Incomplete Contracts, An Economic Theory of Default Rules 99 **Yale Law Journal** s.87.

Ayres, Ian, (1992), Making A Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook ve Fischel, 59, **University of Chicago Law Review** s. 1391, 1397.

Baker, George, Gibbons, Robert, Murphy, Kevin J., (1997), Implicit Contracts and the Theory of the Firm, **Working Paper**. <http://papers.ssrn.com>.

Barca, Fabrizio, Maro Becht, (2003), **The Control of Corporate Europe**. Oxford Uni. Pres.

Baums, Theodor, (1999), Corporate Governance in Germany: System and Current Developments, **Working Paper**, Universitat Osnabruck. <http://papers.ssrn.com>.

Bebchuk, Lucian A., (1987), Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, 12 **Delaware Journal of Corporate Law** s. 911.

Bebchuk, Lucian A., Allen Ferrell, (1999), Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers, 99 **Columbia Law Review** s. 1192-3.

Bebchuk, Lucian, Oliver Hart, (2001), Takeover bids Versus Proxy Fights in Contests for Corporate Control, **Working Paper**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290584.

Bebchuk, Lucian, (2002), The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 **University of Chicago Law Review** s. 973.

Behchuk, Luvian A., John Ceates IV, Guhan Subramanian, (2002), The Powerful Anti Takeover Force of Stopped Boards: Theory Evidence & Policy, 54 **Stanford Law Review** s.887.

Becht, Marco, Patrick Bolton and Alisa Roell, (2002), Corporate Governance and Control, **Working Paper**, www.ecgi.org.

Berle, Adolph A., (1931), Corporate Powers as Powers in Trust, 44 **Harvard Law Review** s.1049.

Berle, A.A., Jr, Means, Gardiner C., (1932), **The Modern Corporation and Private Property**, New York, Macmillan.

Berle Adolph A., (1959), **Power Without Property: A New Development in American Political Economy** s.107-110.

Bhagat, Sanjai, Bernard Block, (1999), The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 **Business Law Year** s.921.

Black, Bernard S., John C. Coffee, (1994), Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation, 92 **Michigan Law Review** s.1997.

Blair Margaret M. , Lynn A. Stout, (1999), A Team Production Theory Of Corporate Law, 85 **Virginia Law. Rev.** s.247.

Blair, Margret M., (2003), Locking In Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in The Nineteenth Century, 51 **UCLA L. Rev.** s.387-455.

Brotton, William W., Joseph A. Mc Cohay(2001), Restructuring the Relationship between Shareholders and Managers Working Paper. http://www.accf.nl/pages/members/mccahery/KVS_E_Bratton&McCahery_311001.pdf

Black, Bernard S., John C. Coffee, (1994), Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation, 92 **Michigan Law Review** s. 1997.

Blumberg Phillip, (1986), Limited Liability and Corporate Groups, 11 **Journal of Corporate Law** s.573.

Blumberg, Phillip, (1988), **The Law of Corporate Groups Substantive Law**, s.9-20.

Brayn, (1999), A.G. **Black's Law Dictionary**, St. Paul, Minn., s.1168.

Brickley, J., and C. James, (1987), "The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking," **The Journal of Law and Economics** (April), s. 161-181.

Carolyn Kay Brancato et al. (Sept. 12, 1991), Institutional Investor Concentration of Economic Power and Voting Authority In U.S. Publicly Held Corporations. <http://www.corpgov.net/library/abbooks.html>.

Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang, (1999), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," **Working Paper**, World Bank.

Coase, Ronald H., (1937), 'The Nature of the Firm', 4 **Economica**, s.386-405. Reprinted in Kronman, Anthony T. and Posner, Richard A. (eds), (1979), **The Economics of Contract Law**, Boston, Little Brown, s.31-32.

Company Law Reform Steering Group, (March 1999), **Modern Company Law For A Competitive Environment: The Strategic Framework** s.39-46.

Coase, Ronald H.,(1992), 'Contracts and the Activities of Firms', 34 **Journal of Law and Economics**, s.451-452.

Davies, Paul, (1994), Institutional Investors in the United Kingdom, in Theodor Baums, Richard M. Buxbaum ve Klaus J. Hopt (eds.), **Institutional Investors and Corporate Governance** s. 257.

Davies Paul L., (6th ed., 1997), Gower and Davies' **Principles of Modern Company Law** s.40-46.

Davies Paul, in Jennifer Payne(ed.), (2002), The Notion of Equality in European Takeover Regulation, **Takeovers in English and German Law** s. 9.

Davies, Paul, (2003), Shareholder Value, Company Law and Securities Market Law: a British View, in Klaus J. Hopt ve Eddy Wymeersch (eds.), **Capital Markets And Company Law**. s.261.

Davies, Paul, (2004), in Klaus Hopt & Eddy Wymeersch (eds.). **The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States**.

Deltver, Martin, Antony G.Hickin Bothem, (1999), (eds. And translators) **German Stock Corporation Act And Co-Determination Act** s.10.

Demsetz, H., (1991), 'The Theory of the Firm Revisited', in Williamson, Oliver E., Winter, Sydney G. (eds), **The Nature of the Firm**, Oxford, Blackwell.

Diamond, D., (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk," **Quarterly Journal of Economics**, 439, s. 1027-54.

Dodd, E Merric, (1932), For Whom Are Corporate Managers Trustees? 45 **Harvard Law Review** s.1145.

Dyck, Alexander, Luigi Zingales, (2002), Private Benefits of Control: An International Comparison, **Working Paper**,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301200.

Economics of the Proposed European Takeover Directive, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, s. 575-644.

Easterbrook, Frank H., Daniel R. Fischel, (1981), The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, 84 **Harvard Law Review** s.1161.

Easterbrook, Frank and Daniel Fischel, (1985), Limited Liability and the Corporation, 52 **University of Chicago Law Review** s.89.

Ebke, Werner F., in Klaus J. Hopt ve Eddy Wymeersch (eds.), (2004), **The regulation of Management Buyouts in American Law: A European Perspective**.

Ernst Badian (1972)., **Publicans and Sinners: Private Enterprise In The Service of The Roman Republic**.

European Corporate Governance Network (ECGN), (1997), "The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 Countries Preliminary Report to the European Commission," Vol 1-4, Brussels: European Corporate Governance Network.

Fama, Eugene F., (1980), 'Agency Problems and the Theory of the Firm', 88 **Journal of Political Economy**, s.288-307.

Fama Eugene, Michael Jensen, (1983)., Agency Problems and Residual Claims, 26 **Journal of Law and Economics** s.327.

Ferrarin Guido, (2002), **Origins Of Limited Liability Companies and Company Law Modernisation In Italy: A Historical Outline**, Centro di Diritto e Finanza WP 5-2002.

Ferrarini, Guido, Share Ownership, Takeover Law and The Contestability of Corporate Control, in **Conference Proceedings, Company Law Reform in OECD Countries, A Comparative Outlook of Current Trends**, www.Oecd.org/dataoecd/8/27/1931676.pdf.

Ford, San, J. Grossman, Oliver Hart, (1983), An Analysis of the Principle-Agent Problem, 51 **Econometrica** s. 7.

Frydman R., M. Hessel, and A. Rapaczynski, (Working Paper, April 1988), Why Ownership Matters? Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe, **New York University Working Paper**. <http://siteresources.worldbank.org/>

Fukuyama Francis, (1992), **The End of History and The Last Man**, Harper Perennial.

Fuller, Kathleen, Jeffery Netter, Mike Stegemoller, (2002), What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions, 57 **Journal of Finance** s. 1763.

Galvanizes Old World, **Wall Street Journal**, Aug. 4, s.A1 & A8.

Galbraith, John Kenneth, (1971), **The New Industrial State**, Houghton-Mifflin; 2d ed.

Gibson, Ronald J., (1992), The Political Ecology of Takeovers, Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment, 61 **Fordham Law Review** s. 161.

Gilson, Ronald J., Mark J. Roe, (1993), Understanding The Japanese Keiretsu: Overlaps Between Company Governance and Industrial Organization, 102 **Yale Law Journal** s.871.

Gillman, Max, Eade, Tim, (1995), The Development Of The Corporation In England with Emphasis On Limited Liability; 22 **International Journal Of Social Economics**, s.20-32.

Goergen, Marc, Luc Renneboog, Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids, Working paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=372440.

Goergen, Marc, Luc Renneboog,(2002), Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids, **Working Paper**, <http://papers.ssrn.com>.

Goergen M., M. Martynova, and L. Renneboog, (2005), Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe, www.ssrn.com.

Gompers, P. A. (1995), "Optimal Investment, Monitoring, and the Stages of Venture Capital." **Journal of Finance** 50, s. 1461-1489.

Gompers, P. A. (September 1996), "Grandstanding in the Venture Capital Industry." **Journal of Financial Economics** 42, s. 133-156.

Gompers, P.A., J.L. Ishii, and A. Metrick, (2001), "Corporate Governance and Equity Prices," **Harvard Business School Working Paper**.

Gorton, G., and M. Kahl, (1999), "Blockholder Identity, Equity Ownership Structures, and Hostile Takeovers," **Working Paper**, University of Pennsylvania.

Grossman, Sanford J., Hart, Oliver D., (1986), 'The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration.', 94 **Journal of Political Economy**, s.691-719.

Grossman, S.J., and O.D. Hart, (1988), "One-Share One-Vote and the Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, 20, s. 175-202.

Hart, Oliver D., (1983), 'The Market Mechanism as an Incentive Scheme', 74 **Bell Journal of Economics**, s.321-345.

Hart, Oliver D., Holström, Bengt, (1987), 'The Theory of Contracts', in Bewley, T (ed), **Advances in Economic Theory**. Fifth World Congress, Cambridge, Cambridge University Press.

Hart, Oliver D., (1989), 'An Economist's Perspective on the Theory of the Firm', 89 **Columbia Law Review**, s.1757-1774.

Halpern Paul, Michael Trebilcock and Stuart Turnbull, (1980), An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law, 30 **University of Toronto Law Journal** s.117.

Hammermesh, Lawrence A., (1998), Corporate Democracy and Shareholder-Adopted By Laws; Taking Bank to Street? 73 **Tulane Law Review** s. 409.

Hansmann H., R. Kraakman, (1991), Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts, 100 **Yale Law Journal** s.1879.

Hansmann Henry, (1993), Worker Participation and Corporate Governance, 43 **University of Toronto Law Journal** s.589-606.

Hansmann, H., Reinier Kraakman, (1999) The Essential Role Of Organizational Law(**Yale Law School And Harvard Law School**).

Hansmann H., and R. Kraakman, (2001), "The End Of History For Corporate Law", **Yale Law School Working Paper** No. 235, www.ssrn.com.

Hansmann H., Kraakman R., (2004), The Basic Governance Structure, **Anatomy of Corporate Law**, Oxford Ed. s. 50.

Hideki Kanda, Comparative Corporate Governance Country Report: Japan, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=159560.

Holmström, Bengt and Milgrom, P., (1994), 'The Firm as an Incentive System', 84 **American Economic Review**, s.972-991.

Huntington Samuel P. ,(1996), **The Clash of Civilizations and The Remaking of World Order**, Simon & Schuster.

Hermalin, Benjamin E., Micheal S. Weishach, (1991), The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Defense, 20 **Journal of Financial Management** s.101.

Hirshleifer, D., and A. Thakor, (1994), "Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding," **Journal of Corporate Finance**, 1, s. 63-90.

Hirshleifer, D., (1995), "Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issues", in Finance, **Hand Books in Operations Research and Management Science**, Vol. 9, North-Holland.

Hopt, Klaus J., (2002), Common Principles of Corporate Governance, in Joseph Mc Cahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers ve Luc Renneboog(eds.), **Corporate Governance Regimes, Convergence and Diversity**, s. 186-8.

Jacobs M. T., (1991), **Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia**.

Jarell, Greg, Annette Poulsen, (1989), The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades, 18 **Financial Management** s.12.

Jensen, M., W. Meckling(1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 **Journal of Financial Economics** s. 305 .

Jensen, M., and R. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," **Journal of Financial Economics**, 11, s. 5-50.

Jensen, Michael C., (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers', 76 **American Economic Review**, s.214-218.

Jensen, M., and K. Murphy, (1990), "Performance Pay and Top Management Incentives," **Journal of Political Economy**, 98, s. 225-63.

John, K., and L. Senbet, (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness," **Journal of Banking and Finance**, 22, s. 371- 403.

Kahan, Marcel, Edward B. Rock, (2002), How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Takeover Law and Adaptive Behaviour, 69 **University of Chicago Law Review** s. 871.

Kalan, (1992), Rules versus Standards: An Economic Analysis, 42 **Duke Law Review**, s.557.

Kamar E,(2005), Beyond Competition for Corporations, **ECGI Working Paper**, S.11-27.

Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht 854 (4th ed.2002)

Kester, C.W., and T.A. Luehrman, (1993), "The LBO Association as a Relational Investment Regime: Clinical Evidence from Clayton, Dubilier and Rice, Inc.," **Harvard Business School Working Paper**.

Kirchner, Christian, Richard W. Painter, (2000), European Takeover Law-Towards a European Modified Business Judgement Rule for Takeover Law, 2 **European Business Organisation Law Review** s. 353, 377.

Kose, J., Simi,K."Design of Corporate Governance: Role of Ownership Structure, Takeovers, Bank Debt and Large Shareholder Monitoring", <http://icf.som.yale.edu/pdf/seminar03-04/KoseGrowthGov.pdf>.

Kose, J, Simi K. "Institutions, Markets and Growth: A theory of Comparative Corporate Governance", <http://www.haas.berkeley.edu/finance/growthgovernance03.pdf>

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1997), "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, 52, (July), s. 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1998), "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, 106, s. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, (1999), "Corporate Ownership Around the World," **Journal of Finance**, 54, (April), s. 471-518.

La Porta a.g.e; Shleifer, A., and D. Wolfenzon, (2001), "Investor Protection and Equity Market,"**New York University Working Paper**.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", **Journal of Finance**, (June), s. 1054-1072.

Licht, Amir N., (2000), Genie In A Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions, **Colombia Business Law Review**, Vol.2000, No.1 s.51.

Lipton, Martin, Paul K. Rowe, Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268520.

Lipton, Martin, Jay W. Lorsch,(1992), A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, 48, **The Business Law Year** 59, s.64-5.

Mahoney Paul G., (1999), Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations, Working Paper, **University of Virginia School of Law**.

Medici, Maria Teresa Guerra, (1982), Limited Liability In Mediterranean Trade from The 12th to The 15th Century, In Orhnial, Tony (Ed), **Limited Liability and The Corporation**, London And Canberra, Croom Helm, s.122-136.

Manavgat, Çağlar, (1997), **Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)**, s.121.

Manne, H., (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control," **Journal of Political Economy**, 75,110-26.

Marris, R., Mueller, Dennis C., (1980), 'The Corporation, Competition and the Invisible Hand', 18 **Journal of Economic Literature**, 32-63.

McCahery, Joseph A., Luc Renneboog, Peer Ritter and Sascha Haller, in Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter and Eddy Wymeersch (eds.), (2004), The Goergen, Marc, Luc Renneboog, Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=513539.

Milgrom, P., Roberts, John, (1988), 'Economic Theories of the Firm: Past, Present, and Future', 21 **Canadian Journal of Economics**, s.444-458.

Milgrom, Paul, John Roberts, (1992), **Economics, Organization and Management**, Prentice Hall.

Miller, Geoffrey, (1998), Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England, **Columbia Business Law Review** 51, s.70-75.

Moore, John, (1992), 'The Firm as a Collection of Assets', 36 **European Economic Review**, s.493-507.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, (1988), "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers," in Alan J. Auerbach (ed). **Corporate Takeovers: Causes and Consequences**, Chicago: University of Chicago Press, 1988.

Mulherin, J. Harold, Audra L. Bone, (2000), Comparing Acquisitions and Divestitures, 6 **Journal of Corporate Finance** s. 117.

Murphy, K.J.,(1998), "Executive Compensation," O. Ashenfelter and D. Card (eds.), **Handbook of Labor Economics**, Volume 3, North-Holland.

Okabe, Mitsuaki(2002), **Cross Shareholdings in Japan**, Edward Elgar Pub

Panel on Takeovers and Mergers, **City Code on Takeovers and Mergers** (7th ed. 2002).

Posion Pill Popping, **CFO Magazine**, October Issue 2001,
www.cfo.com/article.ofm.

Posner, R., (1976), The Rights of Creditors of Affiliated Corporations, 43 **University of Chicago Law Review** s.499.

Pratt, John W., Richard J. Zeckhauser (eds.), (1984), **Principals and Agents: The Structure of Business**, Harvard Business School Pres.

Raghuram Rajan, Luigi Luigi Zingales, (2003), The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The 20th Century, 69 **Journal of Financial Economics**, s.5.

Rajan, R., (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Relationship and Arms-Length Debt," **Journal of Finance**, 47, s. 1367-400.

Reinhard H. Smith, G. Spindler, (1999), Path Dependence, Corporate Governance And Complementarity: A Comment On Bebchuk and Roe, **The Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series In Finance And Accounting**, No. 27, s. 14.

Reese, Jr., W.A, and M. S. Weisbach, (1999), "Protection of Minority Shareholder Interest, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings, **Working Paper**, University of Illinois.

Roe, Mark J., (1993), Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and The United States, 102 **Yale Law Journal** 1927, s.1942.

Roe, Mark J., (2002), **Political Determinants of Corporate Governance** s. 45.
Oxford Uni.Press.

Romano, Roberta, (1992), A Guide to takeovers; Theory, Evidence and Regulation, in Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch (eds.), **European Takeovers: Law and Practice** s.233.

Ross, Stephen A., (1973), 'The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem', 63 **American Economic Review**, s.134-139.

Schaafsma, Jan R. in Klaus J. Hopt ve Eddy Wymeersch (eds.), (1992), Hostile Takeover Bids and Defenses: The Netherlands139 **European Takeovers: Law and Practice** s.233.

Scharfstein, D., (1988), "The Disciplinary Role of Takeovers," **Review of Economic Studies**, 55, s. 185-99.

Schmidt F. ve G. Gorton, (2004), Capital, Labor, and The Firm: A Study of German Codetermination, **J.European Econ. Assoc.** s.863.

Shonfield Andrew, (1967), **Modern Capitalism: The Changing Balance of Public and Private Power**, Oxford University Pres.

School Brief, (1999), Stocks in Trade, **The Economist**, November 13, s. 85-86.

Scwert, G. William, (2000), Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, 55 **Journal of Finance** s.2599.

Sharpe, S., (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," **Journal of Finance**, 45, s. 1069-1087.

Shivdasani, A., (1993), Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers," **Journal of Accounting and Economics**, 16, s. 167-98.

Shleifer, A., and R. W. Vishny, (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," **Journal of Political Economy**, 94, 461-488.

Shleifer, Andrei, Lawrence H. Summers, (1988), Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Alan J. Auerbach (ed.), **Corporate Takeovers Causes and Consequences** s. 33.

Shleifer, A., and D. Wolfenzon, (2001), "Investor Protection and Equity Market," **New York University Working Paper**.

Shonnon, Herbert A., (1931), The Coming Of General Limited Liability, 2 **Economic History**, s.267-291.

Schuit, Steven R., Jan-Erik Janssen(1996), **M&A in the Netherlands** s. 124.

Skog, Rolf(2002), The Takeover Directive- An Endless Saga?, 13 **European Business Law Review** s. 301.

Simon, Herbert A. (1951), 'A Formal Theory of the Employment Relationship', 19 **Econometrica**, s.293-305.

Song, M. H., and R.A. Walkling, (1993), "The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 28.

Spatt, C, (1989), "Strategic Analysis of Takeover Bids" in **Financial Markets and Incomplete Information: Frontiers of Modern Finance** (ed) Bhattacharya and Constantinides, Rowman and Littlefield, New Jersey.

Stout, Lynn A., (2003), The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance. 28 **J. Corp. L.** s. 635-669.

Steinmetz, G. and M. R. Sesit, (August 4, 1999), Rising U.S. Investment in European Equities. **Wall Street Journal**.

Stulz, R., (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, 20, s. 25-54.

Ulrike Malmendier, Roman Shares, (2005); in William Goetzmann, K. Geert Rouwenhorst,Eds., **The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets** s.31-42.

Vermack, David, (1996), Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,40 **Journal of Financial Economics** s.185.

Yoshiro Miwa, J. Mark Ramseyer, Who Appoints Them, What do thee Do? Evidence on Outside Directors from Japan, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=326460,

Williamson, Oliver E., (1964), **The Economics of Discretionary Behaviour**, Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.

Williamson, Oliver E., (1981), 'The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes', 19 **Journal of Economic Literature**, s.1537-1568.

Williamson, Oliver, (1984), Corporate Governance, 93 **Yale Law Journal** s.1197

Williamson, Oliver, (1985), **The Economic Institutions of Capitalism** s.47-49.

Williamson, Oliver E., (1988), 'The Logic of Economic Organization', 4 **Journal of Law, Economics and Organization**, s.65-93.

Woodward, Susan E., (1985), Limited Liability in the Theory of the Firm, 141 **Journal of Institutional and Theoretical Economics** s.601.

World's Most Respected Companies 2005, **Financial Times**, <http://news.ft.com/reports/wmrc2005>.

Wyreeisch, Eddy, (1998), A Stock Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States, in Klaus J. Hopt et al. (eds) **Comparative Corporate Governance; The State Of The Art And Emerging Research** 1045, s.1113-14.

Zingales, Luigi, (1995), "Inside Ownership and the Decision to Go Public," **Rewiew of Economic Studies** 62, s. 425-448.

YARARLANILAN BAZI DÜZENLEMELER

Dutch Civil Code; Martijn van Empel, The Netherlands, in Arthur R. Pinto, Gustavo Visentini, (1998), **The Legal Basis Of Corporate Governance In Publicly Held Corporations** s.123,135.

Commercial Code; Paul Davies, Gower and Davies Principals of Modern Company Law 807, 7th ed. 2003, UK.

Proposed Regulation on the Statute for a European Company,
<http://www.uia.org/legal/app53.php>.

Listing Particulars Directive'e
(<http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/4968.pdf>)

SEC Form S-1'e (<http://www.sec.gov/about/forms/forms-1.pdf>)

Delaware General Corporation Law(ABD).
<http://www.delcode.state.de.us/title8/c001/>

SEC S-K, 402 (ABD). www.sec.gov

The Williams Act(ABD). www.sec.gov

Securities and Exchange Act(ABD). www.sec.gov

The Sarhanes-Oxley Act(ABD). www.sec.gov

Aktiengesellschaft(Almanya).
<http://www.frankfurt-main.ihk.de/english/business/start-up/idem/ag/index.html>

Uwe Huffer, Aktiengesetz (5th ed. 2002), (Almanya).
<http://www.iuscomp.org/gla/statutes/statutes.htm>

Übernahmegesetz(Almanya).
<http://www.iuscomp.org/gla/statutes/statutes.htm>

Special Audit Act(Japonya). http://homepage2.nifty.com/paper/law_english.htm

Securities and Exchange Act(Japonya).
http://homepage2.nifty.com/paper/law_english.htm

Commercial Code(Japonya). http://homepage2.nifty.com/paper/law_english.htm

Code de Commerce(Fransa). <http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/eur/lxwefra.htm>

Réglement(Fransa). <http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/eur/lxwefra.htm>

Companies Act(İngiltere).

http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1989/Ukpga_19890040_en_1.htm

City Code(İngiltere).

http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1989/Ukpga_19890040_en_1.htm

The Cadbury Report. www.ecgi.org

ÖZET

Bu tez çalışmasında şirketler hukukunda, şirket kontrolünün el değiştirmesi sonucunu doğuran işlemlere ilişkin hukuksal düzenlemelerde gözlenen yakınlaşmaya rağmen, farklılıkların devam etmesinin nedenlerinin matematiksel teknikler kullanılarak ekonomik açıdan gösterilmesi amaçlanmıştır. Şirketi meydana getiren yapı içerisinde hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının nasıl kontrol altına alınabileceği, bu amaçla kullanılan mekanizmaların değişik ülkelerde neden farklılaştığı ve bunun ekonomik nedenlerinin matematiksel olarak nasıl gösterilebileceği sorularına yanıt aranmıştır. Hukuk sistemlerinde yaşanan gelişmeler neticesinde, hissedar odaklı model şirketler hukuku uygulamalarında baskın haline gelmektedir. Farklı hukuk sistemlerinin şirketler hukukuna ilişkin temel uygulamaları geçen zaman içinde birbirine yakınlaşmaktadır. Şirketler hukukuna ilişkin çalışmaların merkezinde yer alan çıkar çatışmaları, temsil problemleri ve bunların önlenmesi ve çözümüne ilişkin geliştirilen hukuki stratejiler ele alınarak, analitik bir inceleme çerçevesi oluşturulmuştur. Hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının analizi yapılmış ve şirketler hukukunun özel bir alanı olan şirket kontrolünün değişmesi ile sonuçlanan işlemler kapsamında temsil problemini en aza indirme konusunda şirketler hukukunun rolü incelenmiştir. Önemli hukuk sistemlerindeki düzenlemeler temel kurumsal yönetim yapısı ve şirket yönetiminin el değiştirmesine neden olan işlemler açısından incelenerek, bu hukuk sistemlerinde gözlemlenen yakınlaşmanın boyutları araştırılmıştır. Şirket kontrolünün el değiştirmesi uygulamaları matematiksel araçlar kullanılarak ve teorik açıdan incelenerek hukuk sistemi, ortaklık yapısı ve sermaye piyasasının karşılıklı etkileşiminin oynadığı rol ortaya konmuştur. Şirketler hukukunda, matematiksel teknikler kullanılarak ekonomik açıdan yapılan bu çalışma neticesinde, her ekonominin kendi şartlarına en uygun kurumsal yönetim sistemini oluşturabileceği, ekonominin elde veri olarak bulunan karakteristik özellikleri kapsamında ortaya çıkan kurumsal yönetim sistemlerinin arasında bir sınıflandırma yapmanın doğru bir yaklaşım olmayacağı, ekonomileri diğer ekonomilerden ayıran kendine has özellikleri olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Ekonomik faaliyetlerin gittikçe küreselleşeceği, ulusal sınırların ekonomik aktiviteler kapsamında önemini yitireceği varsayımı altında, gelecekte şirketler hukukuna ilişkin uygulamaların birbirine daha çok benzemesi beklenmektedir. Ancak hukuksal sistemlerdeki farklılıklar altında yatan nedenler incelendiğinde, bu farklılıkların ekonomik temellerinin gelecekte en azından bir süre daha varlığını devam ettirebileceği öngörülebilir. Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve hukuk sistemlerinin gelenekselleşen uygulamaları nedeni ile ülkelerin farklılıklarını koruması doğru bir tercih olabilir.

ABSTRACT

In this dissertation, it is aimed to indicate from an economical aspect, the reasons of the continuance of the differences in corporation law by using mathematical techniques, in spite of the observed convergence in the legal arrangements on control transactions. It is tried to find out answers to questions such as how the interest of conflicts between the shareholders and managers can be put under control under the structure forming the corporations, why the mechanisms used with this aim are differentiating in different countries and how the economical reasons of this can be showed mathematically. Because of the developments realized in legal systems, the shareholder-based model has come to a dominant position in corporation law applications. In the time passed, the basic applications related with corporation law under different legal systems have been converging. An analytical examination framework is formed by taking into account the interest of conflicts that are in the center of the studies on corporation law, agency problems and legal strategies that can be used to prevent and solve these problems. An analysis of the interest of conflicts between shareholders and managers is made and the role of the corporation law is examined in the area of minimizing agency problems related with control transactions. By analyzing the arrangements under important legal systems in the field of basic corporate management structure and control transactions, the dimensions of the realized convergence between these legal systems are explored. By searching thoroughly control transactions applications by using mathematical tools and from a theoretical aspect, the role of the interaction between legal system, partnership structure and the capital markets is displayed. In corporation law, as a result of the study done from an economical aspect by using mathematical techniques, it is concluded that each economy can form the best corporate governance system suitable for its conditions, making a classification between corporate governance systems with the on hand characteristic features of the economy is not a correct approach and each economy has its own features that distinguish it from the others. Under the assumption of the continuity of the globalization in economic activities and the loss of the importance of the national borders related with the economic activities, the increase resemblance of the applications of corporation law is expected in the future. However, when the reasons behind the differences between the legal systems are explored, it can be predicted that the presence of the economic bases of these differences will continue for a while. Because of the development level of the capital markets and the traditional applications of the legal systems, the countries' protection of the differences can be a correct choice.