



**SERMAYE PİYASASI KURULU
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA YÖNETİCİLERE
SAĞLANAN MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİNDE PAY
SAHİPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASI (SAY ON PAY)
Yeterlilik Etüdü**

**Deniz İpek ERDAL
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**ANKARA
2017**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahipleri, ortaklığın iyi yönetilmesini, hedeflerini gerçekleştirmesini ve kar etmesini talep ederler. Bu taleplerin gerçekleşmesi için ise; kalifiye, tecrübeli ve yetenekli yöneticilere ihtiyaç duyulur. Elbette şirket yöneticilerinin temel beklentisi, çalışmalarını karşılığında mümkün olan en yüksek mali hakları elde etmektir. Böylece, yöneticilere talebin artmasının da etkisiyle ortaklıklar yöneticilerin taleplerini karşılayacağını düşündükleri kapsam ve nitelikte ücret paketleri teklif etmek isterler. Ancak anılan ücret paketlerinin kapsamı, tutarı, performansa dayalı olup olmadığı hususları pay sahiplerinin menfaatlerini zedeleyebilecek konu başlıklarıdır.

Nitekim, yöneticilere sağlanan mali hakların tutarlarının fahiş miktarlara ulaşması ve ortaklıkların performansı ile yönetici ücretleri arasındaki bağlantının zayıflaması söz konusu olduğunda, yöneticilerin pay sahiplerinin menfaatlerini kendi menfaatlerinden üstün tutup tutmadıkları sorunu ortaya çıkar. Uygulamada, bu sorunu çözmek amacıyla ortaklıkta pay sahibi olmayan yöneticilere hisse senedi opsiyonları verilmesi, karla orantılı olarak prim ödenmesi gibi yollara başvurulmaktadır. Bir diğer çözüm ise, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılarak etkinliğinin ve gözetim yetkisinin artırılması olmuştur. İşte bu çalışmanın konusunu da esas olarak bu sürecin amacı, etkileri ve sürece dair dünya uygulamaları ile bu uygulamaların ülkemizde uygulanabilirliği oluşturmaktadır.

Yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemelerle; yöneticilere sağlanan mali hakların aşırı miktarda belirlenmesinin engellenmesi ya da kontrol altında tutulması, şirketin performansı ile yöneticilere yapılan ödemeler arasındaki ilişkinin kuvvetlendirilmesi, şirketin hesap verilebilirliğinin artırılması ve pay sahiplerinin şirketlerdeki etkinliğini arttırarak, yönetimin pay sahiplerinin ihtiyaçlarına daha duyarlı hale gelmesinin sağlanması amaçlanmaktadır.

Konunun şirketlerin ortaklık yapısına göre pay sahiplerinin menfaatleri üzerindeki etkileri değerlendirildiğinde ise, yöneticilere sağlanan mali hakların İngiltere ve ABD gibi dağınık ortaklık yapısına sahip şirketlerde, belirli bir grubun/ailenin hâkim olduğu şirketlere nazaran daha fazla önem arz edeceği düşünülebilirdiği de, hâkim ortaklık yapısının söz konusu olduğu şirketlerin yer aldığı ülkemiz uygulamasına bakıldığında böyle olmadığı görülmektedir. Ayrıca dünya uygulamaları incelendiğinde, İsveç ve Almanya örneklerinde olduğu gibi, şirketlerde hâkim ortaklık yapısının yerini dağınık ortaklık yapısının almaya başladığı göz önünde bulundurulduğunda konu önümüzdeki yıllarda bu şirketler açısından da önem arz edecektir.

Konunun düzenlendiği bazı ülke mevzuatları incelendiğinde, yöneticiler lehine tanınan hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin ilk yasal düzenlemenin İngiltere’de 2002 yılında Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler ile yapıldığı görülmektedir. 2012 yılında İngiltere Şirketler Kanunu’nda yapılan değişiklikle ise, ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin düzenlenen raporlar ikiye ayrılarak (Policy Report ve Annual Remuneration Report) bu raporlara ilişkin pay sahipleri tarafından verilen oyların niteliği (bağlayıcı ve tavsiye niteliğinde) farklılaştırılmıştır. Bununla birlikte, 29.11.2016 tarihinde Department of Business, Energy&Industrial Strategy tarafından yayınlanan Green Paper: Corporate Governance Reform’da, ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali hakların tamamının veya bir kısmının pay sahiplerinin bağlayıcı oylarına sunulması önerilmektedir.

Fransa’da ise, konuya ilişkin ilk açık düzenleme 2013 yılında Fransa Kurumsal Yönetim Kanunu’nda yapılmış olup, düzenlemeye göre yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin pay sahiplerine oy hakkı tanınması zorunlu olmadığı gibi, verilen oylar da tavsiye

niteliğindedir. Bununla birlikte 9.12.2016 tarihinde, 2016-1691 sayılı Yolsuzlukla Mücadele ve Ekonominin Modernizasyonu Kanunu (Sapin 2 Yasası) ile Fransa Ticaret Kanunu'nda değişiklik yapılarak, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin oyları bağlayıcı hale getirilmiştir.

Almanya'da, 2005 tarihinde yürürlüğe giren Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Kamuya Açıklanması Kanunu (Act on the Disclosure of Management Board Compensation) ve 2009 tarihinde yürürlüğe giren ve Alman Borsa Şirketleri Kanunu'nu (German Stock Corporation Act) değiştiren Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu (Law on the Appropriateness of Director Compensation) ile yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar konusunda önemli düzenlemeler yapılmış olup, özellikle, Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu ile ilk defa yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakları belirleme konusunda pay sahiplerine oy hakkı tanınarak ve mali haklar ile performans arasında makul bir ilişki aranarak konuya ilişkin önemli adımlar atılmıştır.

ABD'de konuya ilişkin düzenlemelere bakıldığında, 21.7.2010 tarihinde yürürlüğe giren Dodd – Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Kanunu ile Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu'nda değişiklik yapılarak, halka açık anonim ortaklıklarda görev yapan üst düzey yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin mali hakları üzerinde pay sahiplerine oy hakkı tanınmış olup, düzenlemeye göre pay sahiplerinin oyları tavsiye niteliğindedir.

Ülkemiz düzenlemelerinde örnek alınan AB düzenlemelerine bakıldığında ise, konuya ilişkin Tavsiye ve Direktifler olduğu görülmekte olup, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin etkinliğinin artırılmasına ilişkin en güncel gelişmenin, 17.5.2017 tarihinde yayımlanan 2017/828 sayılı Direktif'le getirilen ve pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda iki ayrı rapora (Remuneration Policy ve Remuneration Report) ilişkin olarak iki farklı oy hakkı (bağlayıcı ve tavsiye niteliğinde) tanınan düzenleme olduğu görülmektedir.

Türkiye'de ise, yönetim kurulu üyeleri ile diğer üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklara genel olarak bakıldığında, rakamların oldukça yüksek olduğu ve diğer çalışanlarla karşılaştırıldığında aradaki farkın fazla olduğu görülmektedir. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine ödenecek olan mali haklar esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmektedir. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar esas sözleşmede öngörülmediği takdirde genel kurul tarafından, yani pay sahiplerince belirleneceğinden, yabancı ülke örneklerindeki uygulamanın aslında mevzuatımızda baştan beri yer aldığını söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak anılan hüküm yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların esas sözleşmeyle de belirlenebileceğini öngördüğünden, esas sözleşmenin hazırlanmasından yahut değiştirilmesinden sonra şirkete ortak olan pay sahiplerine ayrıca söz hakkı tanınmamış olacağından yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecindeki etkinliğinin her koşulda var olduğu da kabul edilemeyecektir.

Ayrıca, ülkemizdeki şirketlerde genellikle hâkim ortaklık yapısının tercih edildiği görülmekte olup, bu şirketlerde yönetim kurulu yapısının da hâkim ortaklar tarafından belirlenmesi durumunda, üyelere sağlanacak mali haklar konusunda, özellikle azlık durumundaki pay sahiplerinin menfaatlerinin yönetim kurulu üyelerinin menfaati ile çatışması ve zarar görmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu sebeple, TTK'nın 394 üncü maddesi ile, dünyada süregelen yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin tartışmalar ve getirilen yasal düzenlemelerle amaçlanan sonucun sağlanmadığı düşünülmektedir. Bu bağlamda, özellikle azlık durumundaki pay sahiplerinin korunmasını teminen, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların belirlenmesi konusunda, aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olan pay sahiplerinin oy haklarının kısıtlanmasına yönelik yasal düzenlemelerin getirilebileceği değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, yönetim kurulu üyeleri dışındaki diğer yöneticilerin kimler olabileceği veya bu kişilerin mali haklarının nasıl belirleneceği hususları TTK'da ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmemiş olup, bununla birlikte II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde (II-17.1 sayılı Tebliğ) konuya ilişkin kavram ve düzenlemelere yer verildiği görülmektedir. Özellikle, yöneticilerin mali hakları Tebliğin ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin (KYİ) 4.6 no'lu "*Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar*" başlıklı kısmında düzenlenmiş olup, II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde, anılan başlık altındaki maddelerden yalnızca yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilerek genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunularak ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınması ile ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilmesine ilişkin ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesine ilişkin maddelerin uygulanması zorunlu olup, diğer ilkeler açısından böyle bir zorunluluğun öngörülmemiş olması karşısında, ülkemizde halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyeliği görevi olmaksızın yönetici olarak görev yapan kişilere sağlanacak mali haklar açısından pay sahiplerinin söz hakkının tüm halka açık anonim ortaklıklar açısından bağlayıcı olacak şekilde hukuki zemine kavuşturulmadığı değerlendirilmektedir.

Bu çerçevede, II-17.1 sayılı Tebliğ'in ekindeki KYİ'nin 4.6.2 no'lu maddesinde yer alan, yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunularak ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınması gerektiğine ilişkin zorunlu ilkenin yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin en işlevsel düzenlemelerden birisi olduğu düşünülmeyle birlikte, ilkede bahsi geçen "*görüş bildirme*" sistemi yerine pay sahiplerine tavsiye ya da bağlayıcı nitelikte oy hakkı tanınabileceğine ve oylama neticesinde ücretlendirme esaslarının kabul edilmemesi halinde izlenecek prosedüre ilişkin değişiklik öngörülmesi halinde, pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyelerine ve yönetim kurulu üyesi olmayan diğer yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin etkinliğinin artacağı değerlendirilmektedir.

Yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine oy hakkı tanınmasına ilişkin Tebliğ değişikliği yapılması durumunda, hükmün yürürlüğe girmesi akabinde uygulamada karşılaşılabilecek eksiklik ve ihtiyaçlar doğrultusunda, düzenlemenin etkinliğini sağlayacak birtakım değişiklikler yapılabileceği gibi, oy hakkına ilişkin yapılacak düzenleme ile birlikte, düzenlemenin etkinliğini arttıracak, örneğin hükme aykırılık halinde yaptırım uygulanması veya Almanya örneğinde olduğu gibi oylamanın yapılacağı genel kurul kararının iptalinin dava edilememesi gibi hükümler de getirilebileceği düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	i
İÇİNDEKİLER.....	iv
KISALTMALAR CETVELİ.....	vi
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ.....	vii
GİRİŞ	1
I. YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİNDE PAY SAHİPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİN AMACI VE ETKİLERİ.....	3
A)Genel Olarak.....	3
B)Konuya İlişkin Düzenlemelerin Amacı	5
C)Konunun Şirketlerin Ortaklık Yapısına Göre Pay Sahiplerinin Menfaatleri Üzerindeki Etkileri.....	6
D)Konuya İlişkin Düzenlemelerin Etkileri.....	8
II. KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİNDE PAY SAHİPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASINA İLİŞKİN GETİRİLEN YASAL DÜZENLEMELER VE ETKİLERİ	9
A) İngiltere.....	9
1) Genel Olarak	9
2) Yasal Düzenlemeler	9
a) Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler (Directors' Remuneration Report Regulations (DRR)) Öncesi Düzenlemeler.....	9
b) Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler (Directors' Remuneration Report Regulations (DRR)) ve Sonrası.....	10
3) Etkileri.....	12
B) Fransa.....	15
1) Genel Olarak.....	15
2) Yasal Düzenlemeler	16
3) Etkileri.....	18
C) Almanya.....	19
1) Genel Olarak	19
2) Yasal Düzenlemeler.....	19
3) Etkileri	21
D) ABD.....	21
1) Genel Olarak.....	21
2) Yasal Düzenlemeler	22
a) Dodd Frank Kanunu Öncesi Düzenlemeler.....	22

b) Dodd Frank Kanunu Sonrası	24
3) Etkileri.....	26
E) Avrupa Birliği	27
1) Tavsiye Kararları	27
2) Direktif Dzenlemeleri	29
III. TÜRKiYE'DE YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLAR, MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİ VE PAY SAHİPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASINA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELERİN TÜRK HUKUKUNA UYGULANABİLİRLİĞİ.....	30
A) Türkiye'de Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar	30
B) Türkiye'de Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Kurumsal Yönetim İlkelerinin Rolü	31
C) Türkiye'de Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetici Kavramı ve Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Rolü.....	33
1) Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetici Kavramı	33
2) Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Rolü	35
a) Genel Olarak.....	35
b) Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesine Pay Sahiplerinin Rolü.....	36
i) Yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar.....	36
ii) Yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesi.....	38
(1) Esas sözleşmede öngörülmesi	38
(2) Genel kurulca belirlenmesi	38
aa. Ücret komitesi	38
bb. Genel kurul	39
(3) Sorun ve öneriler	40
c) Yönetim Kurulu Üyesi Olmayan Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Rolü.....	42
i) Yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali haklar	42
ii) Yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi	43
iii) Sorun ve öneriler.....	44
d) Yönetim Kurulu Üyelerine Ve Yönetim Kurulu Üyesi Olmayan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklara İlişkin Ortak Hükümler.....	45
SONUÇ	47
KAYNAKÇA	51

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AFSCME	: American Federation of State, Country and Municipal Employees
ARR	: Annual Remuneration Report
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
CD&A	: Compensation Discussion and Analysis
CEO	: Chief Executive Officer
CFO	: Chief Financial Officer
DRR	: Directors' Remuneration Report Regulations
E.	: Esas
EESA	: The Emergency Economic Stabilization Act of 2008
Green Paper	: 29.11.2016 tarihinde Department of Business, Energy&Industrial Strategy tarafından yayınlanan Green Paper: Corporate Governance Reform
ISS	: Institutional Shareholder Services
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
K.	: Karar
Kanun	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
KYİ	: Kurumsal Yönetim İlkeleri
MBCA	: Model Business Corporation Act
md.	: Madde
NASDAQ	: Nasdaq Stock Market
NYSE	: New York Stock Exchange
OECD	: The Organisation for Economic Co-operation and Development
RP	: Remuneration Policy
s.	: Sayfa
SEC	: U.S. Securities and Exchange Commission
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TARP	: Troubled Asset Relief Program
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
II-17.1 sayılı Tebliğ	: II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği

TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ

Tablo 1 : 1.10.2013-20.10.2016 Tarihleri Arasında İngiltere’de Borsaya Kote Şirketlerin Pay Sahipleri Tarafından Yöneticilere Sağlanan Mali Haklara İlişkin Raporlara İlişkin Verilen Oylar

Tablo 2 : 2012-2016 Yılları Arasında, Ücret Raporlarından En Az Birinin Reddedildiği ve Bu Durumun Şirketlerin İnternet Sitelerinden Duyurulduğu 7 Şirketin Hazırladığı Ücret Raporlarının Aldığı Oy Oranları

Tablo 3 : Çeşitli Sektörlerde Çalışan Genel Müdür Ücretlerinin 2010 ve 2011 Yıllarındaki Alt ve Üst Değerleri

Tablo 4 : 2011-2016 Yılları Arasında Yönetici Sayılarının Oranı ile Toplam Ücretin Yüzde Kaçının Yöneticilere Ödendiğine İlişkin Tablo

GİRİŞ

Son yıllarda, kurumsal yönetimin en tartışılan konularından birinin halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklar ve bu hakların aşırı miktarda belirlenmesi halinde bu durumun pay sahiplerinin menfaatleri açısından doğuracağı sonuçlar olduğu görülmektedir.

Gerçekten de 1990'lı yılların başından itibaren, özellikle ABD, İngiltere ve Avrupa'da yöneticilere sağlanan mali haklarda artış olduğu gözlenmiş olup, bu durumun pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin çatışmasına sebep olması karşısında, pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin etkinliğinin artırılmasını teminen bazı yasal düzenlemeler getirilmiştir.

Bu düzenlemelerin ortak noktası, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin oyuna başvurulmasıdır. 2000-2012 yılları arasında 11 ülke bu yönde kurallar benimsemiş olup¹, konuya ilişkin ilk düzenleme 2002 yılında İngiltere'de yapılmıştır. İngiltere'yi 2004 yılında Hollanda, 2005 yılında Avusturya, 2006 yılında İsveç, 2007 yılında Danimarka, 2008 yılında Norveç, 2010 yılında Portekiz, 2011 yılında İtalya, Güney Afrika ve ABD, 2012 yılında Belçika ve 2013 yılında İsviçre izlemiştir².

Kurumsal yönetim kurallarının her ülkeye uyabilecek evrensel bir içeriğinin olamayacağı ve ulusal niteliğinin öne çıktığı nazara alındığında, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine pay sahiplerinin oyuna başvurulmasına ilişkin düzenlemelerin ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi kaçınılmazdır. Bu bağlamda ülkelerin bir kısmında bu oy hakkının tanınması zorunlu tutulmuşken, bazı ülkelere ise zorunlu değildir. Oy hakkının tanınmasının zorunlu olduğu ülkelere bakıldığında ise, pay sahiplerinin oylarının her zaman bağlayıcı nitelikte olmadığı görülmektedir.

Bununla birlikte, konuya ilişkin olarak tüm ülkelerde ortak olan husus konunun popülerliğidir. Zira doktrinde, piyasada ve medyada, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların aşırı miktarda belirlenmesi halinde bu durumun pay sahiplerinin menfaatlerine zarar vermemesini teminen alınan önlemler ve bu önlemlerin sonuçları en çok tartışılan konulardandır. Örneğin, ABD'de 2013 yılında yapılan bir araştırmaya göre, ortaklıklarda kurumsal yatırımcılar arasındaki tartışmaların gündemindeki konu %31 ile yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin yasal düzenlemeler, %19 ile yöneticilere sağlanan mali haklar olmuştur³.

Ülkemizde ise, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların esas sözleşmede belirlenmemiş olması halinde, anılan hakları belirleme yetkisini genel kurula bırakan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 394 üncü maddesi kapsamında konunun, mali hakların

¹ CORREA R./LEL U., *Say on Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice, and Firm Valuation Around The World*, Journal of Financial Economics, Volume 122, Issue 3, December, 2016, s. 5,6, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2430465 (Erişim Tarihi:15.6.2017).

² HOOGHMSTRA R./KUANG F. Y./QIN B., *Does Obfuscating Excessive CEO Pay Work? The Influence of Remuneration Report Readability on Say On Pay Votes?*, Ocak 2017, s. 2, 1 no'lu dipnot, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900877 (Erişim Tarihi: 13.6.2017).

³ CORREA/LEL, s. 6.

esas sözleşme ile belirlenmiş olması yahut genel kurula bırakılmış olması ve yönetim kurulu üyeleri ile diğer yöneticiler açısından ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde, pay sahiplerinin söz konusu sürece katılması ile ilgili olarak genel bilgilere yer verildikten sonra, konuya ilişkin düzenlemelerin amacından bahsedilmiş ve şirketlerin dağılık ortaklık yapısına sahip olması veya belli bir grubun/ailenin kontrolünde olmasına göre konunun pay sahiplerinin menfaatleri üzerindeki etkilerine ve son olarak konuya ilişkin düzenlemelerin doğurduğu etkilere yer verilmiştir.

İkinci bölümde ise, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin rolüne ilişkin olarak dünya uygulamalarına, bu kapsamda İngiltere, Fransa, Almanya ve ABD’de konuya ilişkin getirilen yasal düzenlemeler ve etkilerine yer verildikten sonra, ülkemiz uygulama ve düzenlemelerinde esas alınan Avrupa Birliği düzenlemeleri çerçevesinde, konuya ilişkin Tavsiye ve Direktiflere kısaca değinilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilere sağlanan mali haklar ve bu hakların belirlenmesine yönelik olarak ülkemizdeki düzenlemelere ve konuya ilişkin yurt dışı düzenlemelerinin ülkemiz açısından uygulanabilirliğine ilişkin tespit, değerlendirme ve önerilere yer verilmiş olup, yönetim kurulu üyeleri ve yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticiler açısından ve TTK md. 394 hükmü kapsamında mali hakların esas sözleşme ile belirlenmiş olması yahut genel kurula bırakılmış olması bakımından ayrı ayrı değerlendirme yapılarak çalışmaya son verilmiştir.

Sonuç bölümünde ise, çalışma kapsamında incelenen konulara ilişkin tespitlerimiz kısaca özetlenerek, ülkemizde yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi sürecine pay sahiplerinin daha aktif katılımını sağlamaya yönelik önerilerimiz açıklanmıştır.

I. YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİNDE PAY SAHİPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİN AMACI VE ETKİLERİ

A) Genel Olarak

Dünyada ve ülkemizde, doktrinde, piyasada ve medyada, kurumsal yönetimin en popüler konularından biri halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklar ve bu hakların aşırı miktarda belirlenmesinin pay sahiplerinin menfaatleri açısından doğuracağı sonuçlardır.

1990'lı yılların başından itibaren, özellikle ABD, İngiltere ve Avrupa'da yöneticilere sağlanan mali haklarda artış olduğu görülmektedir. Bahsi geçen mali haklar temel ücret, kısa dönemli teşvik primleri, ikramiyeler, uzun dönemli teşvik primleri, sosyal haklar ve diğer ayrıcalıklardan oluşmakla beraber, yıllar itibarıyla yöneticilerin ücret kalemleri içerisinde temel ücretin azaldığı, ücretlerdeki toplam artışın yan ücret ve haklardan kaynaklandığı gözlemlenmektedir⁴.

Bilindiği üzere, şirket yöneticilerinin temel beklentisi, çalışmalarını karşılığında mümkün olan en yüksek mali hakları elde etmektir. Yöneticiler lehine tanınan haklar, bir taraftan yöneticilerin şirket içindeki çıkarlarının korunmasına hizmet ederken, diğer taraftan yöneticilerin şirket içindeki çalışmalarının desteklenip ödüllendirilmesi bu kişilerin şirket menfaatine hareket etmelerinin teşvikinde önemli rol oynamaktadır⁵. Ayrıca, şirketler başarılı ve kalifiye yöneticileri kaybetmemek veya bu tür nitelikli kişilerin rekabet ettikleri diğer şirketlerden ayrılarak kendi şirketlerinin yönetim kadrosunda görev yapmalarını sağlamak amacıyla bu yöneticilere yüksek miktarda mali haklar içeren ücret paketleri teklif edebilmektedirler.

Ancak, şirket yöneticilerinin mevcut pozisyonlarını koruma çabası bazı durumlarda kendi çıkarlarını pay sahiplerinin veya şirketin çıkarlarına üstün tutma tehlikesini de beraberinde getirebilir. Bu durum, pay sahipleri ile şirket yöneticileri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının temelini oluşturur. İşte konunun dünyada bu denli tartışılmasının sebebi bu çıkar çatışmasıdır. Anglo-Sakson sistemdeki şirket teorisinde temsil edilenle temsilci arasındaki çıkar çatışmalarına dayalı ve sahiplik ile kontrol unsurlarının birbirinden ayrılmasının doğurduğu bir sonuç olan "*temsil problemi/kuramı (agency problem/theory)*", şirketi bir sözleşmeler ağı olarak nitelendiren görüşün temel unsurlarından birisidir⁶. Kurama göre pay sahipleri, yöneticilerin şirketin ve payların değerini maksimize etmelerini isterken, yöneticiler her zaman pay sahiplerinin elde edeceği değeri maksimize etmezler⁷. İşte bu çatışmanın temelinde, temsil ilişkisine dayanan yetki devrinin çatışan çıkarlar doğrultusunda kötüye kullanılması olasılığı yatmaktadır. Bu kapsamda temsil ilişkisi, bir veya

⁴ DÜNDAR G., *Üst Düzey Yöneticilerin Ücretlerinin Belirlenmesinde Temel İlkeler*, Yönetim, Yıl 9, Sayı 29, Ocak-1998, s. 22-25, <http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/09/Y%C3%B6netim-29-1998-3.pdf> (Erişim Tarihi:15.6.2017).

⁵ KIRCA İ./ŞEHİRALİ ÇELİK F. H./MANAVGAT Ç., *Anonim Şirketler Hukuku*, Cilt 1, Ankara, 2013, s. 265-266.

⁶ KIRCA/ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT, s. 265, 266.

⁷ BRAENDLE U. C./KATSOS J. E., *Directors' Remuneration and Motivation, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities* (edited by KOSTYUK A./STIGLBAUER M./GOVORUN D.), 2016, s. 23.

birden fazla kişinin bir başka kişiyi kendi adlarına birtakım hizmetleri yerine getirebilmesi için yetkilendirmesi olarak tanımlanmaktadır. İlişkinin her iki tarafının da kendilerine yarar sağlamak isteyecekleri varsayımında, temsilcinin her zaman temsil edilenin çıkarlarına göre hareket etmeyebileceği gerçeği ortaya çıkmaktadır. Yöneticilerin kendilerine tanınan serbestiyi kötüye kullanmaları, pay sahiplerinin elde edebileceği değer (shareholder value) ve tasfiye bakiyesi üzerindeki talebi (residual claim) artırmak yerine kendi çıkarlarına yarayan faaliyetlerde bulunmaları ile sonuçlanabilir⁸.

Yöneticilere sağlanan mali hakların temsil kuramına etkisini açıklayan iki farklı görüş bulunmaktadır. Bunlar optimal sözleşme görüşü (optimal contracting approach) ve yönetsel güç görüşü (managerial power approach) olup, birinci görüş yöneticilerin şirket ve pay sahiplerinin menfaati lehine hareket etmeleri için teşvik mekanizmaları içeren mali hak sözleşmelerinin yapılması gerektiğini ve böylece temsil probleminin çözüleceğini savunmakta iken⁹, ikinci görüş ise, yöneticilere sağlanan mali hakların bizzat temsil probleminin bir parçası ve diğer menfaat sahipleri aleyhine menfaat sağlama amacı taşıyan araçlar olduğunu savunmaktadır¹⁰.

Temsil teorisini savunan yazarlarca, yönetici ücretleri ile şirket performansı arasında pozitif ilişki olduğunun varsayılmasına karşın¹¹, böyle bir ilişkinin saptanamadığı veya negatif ilişkinin saptandığı deneysel çalışmalara da rastlanmaktadır¹². Bununla birlikte, yöneticilerin mali hakları ile şirket performansı arasındaki ilişkinin yönü nasıl olursa olsun, temsil maliyeti şirketler açısından göreceli olarak artmaktadır. Bu sebeple, artan temsil maliyetlerini sınırlandırmak adına çeşitli çözümler üretilmektedir¹³.

Bu çerçevede, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi hususunda getirilebilecek çözüm önerilerinden biri, mali hakların piyasa tarafından belirlenmesidir. Buna göre, bir yöneticiye ilişkin talep arttıkça yöneticinin talep edeceği ücret de artacaktır. Bir başka çözüm ise, düzenleyici otoriteler tarafından konunun

⁸ KIRCA/ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT, s. 267, 268.

⁹ BEBCHUK L. A./FRIED J. M., *Executive Compensation As An Agency Problem (Agency Problem)*, Journal of Economic Perspectives, Sayı:7, 2003, s. 72-75,

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.182.2900&rep=rep1&type=pdf> (Erişim Tarihi:17.7.2017). Bu görüş doğrultusunda yöneticilere sağlanan mali hak paketlerinde performansa dayalı ödemelere yer verilmesi sistemi benimsenmiş olup, bu sistem yöneticilerin daha fazla ücret/kar elde etmek adına kısa vadecilik anlayışını benimsemesine, yüksek riskli yatırımlar yapmasına yol açtığı gibi, sistemin finansal krizin çıkmasında da arttırıcı rolü olduğu düşünülebilecektir [BEBCHUK L. A./FRIED J. M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part I: The Official View and its Limits (Pay Without Performance)*, Şubat 2004, s. 8, 9, <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/performance-part1.pdf> (Erişim Tarihi:17.7.2017)].

¹⁰ BEBCHUK/FRIED, *Agency Problem*, s. 75, 76.

¹¹ GERNER-BEUERLE C./KIRCHMAIER T., *Say on Pay: Do Shareholders Care?*, Mayıs 2016, s.4, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720481 (Erişim Tarihi:15.6.2017).

¹² ERGİN E./KARACAN S., *Üst Düzey Yönetici Ücretlerini Sınırlandırmak Bir Çözüm Müdür?*, Temmuz 2012, Cilt: 14, Sayı: 3, s. 84, <http://www.isguc.org/?p=article&id=495&cilt=14&sayi=3&yil=2012> (Erişim tarihi: 15.6.2017), DAVIES R., *"Negligible" Link Between Executive Pay and Firms's Performance, Says Study* <https://www.theguardian.com/business/2016/dec/27/negligible-link-between-executive-pay-and-firms-performance-says-study> (Erişim tarihi: 15.6.2017).

¹³ Üst düzey yöneticilerin kök ücretlerine tavan konulması, kök ücret dışındaki diğer tüm ücretler değişken ücret niteliğinde değerlendirilip performans kriterleri ile ilişkilendirilmesi, ücret dışı menfaatlerin sosyal statüye uygun olması ve bu menfaatlerde aşırıya kaçılıp hak ve adalet ilkesinin istismar edilmemesi, ücretlerin raporlanması, ücretlerin belirlenmesine yönelik komiteler oluşturulması gibi öneriler için bkz; ERGİN/KARACAN, s. 93 vd.

düzenlenmesi ve yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin üst limit getirilmesidir. Benzer şekilde, yöneticilere sağlanan mali hakların belirli koşulların gerçekleşmesi halinde iade edilmesi de konunun esasına ilişkin getirilebilecek düzenlemelerdir.

Bununla birlikte mali hakların belirlenmesi sürecine yönelik olarak; yöneticilerin mali hakları ile ilgili olarak kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin getirilmesine, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşacak ücretlendirme komiteleri tarafından mali hak planlarının oluşturulmasına ve nihayet yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına dair yasal düzenlemeler bir diğer çözüm yolu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu bağlamda, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemeler, pay sahiplerinin belirli dönemlerde şirketin yöneticilerine ilişkin belirlediği ücretlendirme sistemini/raporlarını/politikalarını oylaması olarak tanımlanmaktadır¹⁴. Şirketlerin bu oylamayı yapma yükümlülüğünün bulunduğu ülke sayısı oldukça fazla olmakla birlikte, pay sahiplerinin verdiği oyların bağlayıcı olup olmadığı hususu ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Oyların bağlayıcı olması, pay sahiplerinin şirketin yöneticilerine ilişkin belirlediği ücretlendirme sistemini/raporlarını/politikalarını kabul etmemesi durumunda, şirket tarafından anılan sistemin/raporların/politikaların uygulanamaması ve revize edilerek yeniden pay sahiplerinin oyuna sunulması veya daha önceki yıllarda pay sahipleri tarafından kabul edilmiş ve uygulanmış olan sistemin/raporların/politikaların yeniden uygulanması anlamına gelmektedir. Oyların tavsiye niteliğinde olması durumunda ise, şirketlerin pay sahipleri tarafından kabul görmeyen bir ücretlendirme sistemini/raporları/politikaları revize edilmeksizin uygulamasının önünde hiçbir engel bulunmamaktadır. Bu noktada, çoğu ülkede oyların tavsiye niteliğinde olduğunu söylemek mümkün olmakla beraber, son yıllarda bağlayıcı nitelikte oy düzenlemelerine geçiş eğiliminin başladığını da belirtmek gerekmektedir.

B) Konuya İlişkin Düzenlemelerin Amacı

Yöneticilere sağlanan fahiş miktardaki mali haklara ilişkin eleştiriler farklı ideolojik bakış açılarına göre değişiklik göstermektedir. Konuyu ahlaki ve eşitlik temelli bir sorun olarak nitelendirenler, yöneticilerin şirket çalışanlarının ücretlerinin katbekat üzerinde ücret almalarının kabul edilemez ve haksız olduğunu savunmakta iken, konuyu ekonomik özgürlük ve pay sahiplerinin menfaati ile şirket performansı çerçevesinde değerlendirenler pay sahiplerine sunulduğu sürece yöneticilere mevcut hatta daha yüksek mali hakların sunulmasında sakınca olmayacağını, sorunun bu kurala uymaksızın mali hakların belirlenmesinde ortaya çıktığı hususunun üzerinde durmaktadırlar¹⁵.

Bu bağlamda, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemelerin esas amacının yöneticilere sağlanan mali hakların aşırı miktarda belirlenmesinin engellenmesi ve ücretlerin kontrol altında tutulması olduğu söylenebilecektir¹⁶.

¹⁴ CORREA/LEL, s. 5.

¹⁵ BEBCHUK/FRIED, *Pay Without Performance*, s. 9, 10.

¹⁶ Bununla birlikte, bu amacın gerçekleşmediği, hatta düzenlemelerin lüzumsuz ve etkisiz olduğu sonucuna varılan araştırmalar da bulunmaktadır (CORREA/LEL, s. 1).

Yönetici ücretlerinin sınırlandırılmak ve kontrol altına alınmak istenmesinin gerekçeleri ise çeşitlidir. Bu gerekçeler; yönetici ücretlerinin ölçsüz büyüklüğü¹⁷, yönetici ücretlerinin hak ve adalete uygun olmaması ve bu sebeple alt ve orta düzey yöneticilerin kendilerine yapılan ücret ödemesinin üst düzey yöneticilere oranla düşük kaldığı izlenimine kapıldıklarında şirketi terk etme yolunu seçmeleri, yöneticilere yapılan yüksek ödemelerin beklenen ve amaçlanan sonucu vermemesi ve yönetici ücretlerinin arttırılmasının her zaman şirket performansının yükselmesi sonucunu doğurmaması, şirketin başarı elde etmesi durumunda, bu başarının bireysel olarak yöneticinin mi, yoksa ekip çalışmasının ürünü mü olduğu veya şans eseri mi gerçekleştiğinin tam olarak belirlenememesi¹⁸, şirketlerin başarı elde edemediği hallerde dahi yöneticilere yüksek ücret ödenmesi ve yöneticilere sağlanan aşırı yüksek tutarlı mali hakların, yöneticiler açısından kısa döneme odaklanma sonucunu doğurması olarak sayılabilecektir¹⁹.

Öte yandan, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemelerin bir diğer amacı, şirketin performansı ile yöneticilere yapılan ödemeler arasındaki ilişkiyi kuvvetlendirmek ve şirketin hesap verilebilirliğini arttırmaktır. Ayrıca bu düzenlemeler sayesinde, pay sahiplerinin şirketlerdeki etkinliğinin artacağı, yönetimin pay sahiplerinin ihtiyaçlarına daha duyarlı hale geleceği²⁰ ve yöneticilerle pay sahiplerinin menfaatleri arasındaki uyumun yakınlaşacağı da düşünülmektedir²¹.

C) Konunun Şirketlerin Ortaklık Yapısına Göre Pay Sahiplerinin Menfaatleri Üzerindeki Etkileri

Anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklar ve bu hakların belirlenme şeklinin taşıdığı önem, şirketin ortaklık yapısına göre değişiklik gösterebilmektedir. Bilindiği üzere, şirketlerin ortaklık yapısı dağınık modelde olabileceği gibi, şirketin yönetimi belli bir grubun/ailenin kontrolünde de olabilir.

Bir şirketin ortaklık yapısı dağınıksa, yöneticilere sağlanan aşırı yüksek tutarlı mali hakların pay sahiplerinin menfaatini zedeleyebilmesi gündeme gelebilecektir. Hatta yöneticilere sağlanan mali hakların aşırı yüksek olduğu şirket türünün, çoğunlukla dağınık pay sahipliğinin söz konusu olduğu şirketler olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Zira bu

¹⁷ Yönetici ücretlerindeki artışın sosyal boyutu düşünüldüğünde, yönetici ücretlerinin günümüzde ulaştığı düzeyin o ülkedeki asgari ücret ya da yöneticinin çalıştığı işletmedeki çalışanların ortalama ücretlerine oranlarının oldukça yüksek olması sosyal anlamda büyük tepki doğurmaktadır (29 Kasım 2016'da Department of Business, Energy&Industrial Strategy tarafından yayınlanan Green Paper: Corporate Governance Reform (Green Paper), https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf (Erişim Tarihi: 13.6.2017), *Türkiye'de Üst Yönetim ile İdari Seviyeler Arasında 11.1 Kat Fark Var*, Hay Group, 1.10.2013, <http://www.haygroup.com/tr/press/details.aspx?id=39635> (Erişim tarihi: 15.6.2017).

¹⁸ Yöneticilerden kaynaklanmayan sebeplerle şirketin elde ettiği başarı nedeniyle yöneticilerin yüksek ücretler alıp almadıklarına ilişkin yapılan bir çalışmada, yönetici ödemelerinin çoğunluğunda bu durumun söz konusu olduğu ancak iyi yönetilen şirketlerde söz konusu sorunun azaltılmasının daha mümkün olduğu sonucuna varılmıştır (BERTRAND M./MULLAINATHAN S., Do CEOs Set Their Own Pay? The Ones Without Principals Do, National Bureau of Economic Research Inc., Working Paper 7604, Mart 2000, s. 37, 38).

¹⁹ ERGİN/KARACAN, s. 81-99.

²⁰ BRAENDLE/KATSOS, s. 25.

²¹ CORREA/LEL, s. 6.

ortaklık yapısına sahip şirketlerde, yönetim ve pay sahiplerinin menfaatlerinin çatışması söz konusu olacaktır.

Dağınık pay sahipliğinin söz konusu olduğu şirketlerde, yöneticilere sağlanan aşırı yüksek tutarlı mali hakların çevrelediği yönetsel sorunların çözümünün temelinde pay sahiplerinin denetimi yer almaktadır. Pay sahiplerinin denetimi ise, yöneticilere sağlanan mali hakların kararlaştırılması sürecinde etkin rol oynayarak doğrudan gerçekleştirilebileceği gibi, lobi faaliyeti gibi yollarla dolaylı olarak da gerçekleştirilebilecektir. Bu noktada karşılaşılan temel sorunlar ise, pay sahiplerinin yeterli bilgiye sahip olmaması ve ortak hareket edememesidir²². Dağınık pay sahipliğinin olduğu şirketlerin çoğunlukta olduğu ülkelere İngiltere ve ABD örnek verilebilecek olup, bu ülkelerde aşağıda “*Karşılaştırmalı Hukukta Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Karar Sürecine Katılmasına İlişkin Getirilen Yasal Düzenlemeler ve Etkileri*” başlıklı bölüm altında açıklanacağı üzere, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin politika oluşturulmuş olduğu görülmektedir.

Şirketin ortaklık yapısının dağınık olmadığı, payların çoğunluğuna belirli bir ailenin/grubun sahip olduğu şirketlerin, yöneticilere sağlanan aşırı yüksek tutarlı mali haklar konusundan, pay sahipliğinin dağınık olduğu şirketlere nazaran daha az etkileneceği düşünülebilir. Ancak, “*III.Türkiye’de Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar, Mali Hakların Belirlenmesi ve Pay Sahiplerinin Karar Sürecine Katılmasına İlişkin Yasal Düzenlemelerin Türk Hukukuna Uygulanabilirliği*” başlıklı kısımda yer alan veriler, aile/grup şirketlerinin ve ortaklık yapısının hakim olduğu ülkemizde ödenen ücretlerin oldukça yüksek olduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle, ortaklık yapısında değişiklik olmasa da, diğer şirketlerle rekabet edildiğinden nitelikli yöneticilere sağlanan ücret politikalarındaki benzerlik, yakınsama olduğunu göstermektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, dünya uygulamalarına bakıldığında, ortaklık yapısının çoğunluğuna belli bir grubun/ailenin sahip olduğu şirketlerin yerini ortaklık yapısının dağınık olduğu şirketler almaktadır. Örneğin, İsveç’te 1990’lı yıllarda şirketlerin sermayesi ve yönetimi bir veya iki aile/grubun elinde iken son yıllarda şirketlerde dağınık pay sahipliği modeli söz konusu olmaktadır²³. Almanya’da da benzer şekilde, geçmiş yıllarda en büyük şirketlerin yönetim ve sermaye çoğunluğuna belirli bir ailenin, bankanın, sigorta şirketinin vb. grubun sahip olmasına karşın, son yıllarda dağınık pay sahipliği anlayışının yerleşmekte olduğu görülmektedir²⁴. Pay sahipliği dağıldıkça pay sahiplerinin denetim mekanizması azalmakta ve yöneticilere sağlanan aşırı mali haklar açısından pay sahiplerinin gözetim ihtiyacı artmaktadır. Nitekim İsveç örneğinde, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenleme uyarınca, pay sahiplerinin belirli dönemlerde şirketin yöneticilerine ilişkin belirlediği

²² FERRARINI G./MOLONEY N./VESPRO C., *Executive Remuneration in the EU:Comparative Law and Practice*, Ecgi – Law Working Paper:09/2003, Haziran 2003, s. 5, 6, <http://www.ecgi.global/working-paper/executive-remuneration-eu-comparative-law-and-practice>, (Erişim Tarihi:15.6.2017).

²³ THOMAS R./VAN DER ELST C., *Say On Pay Around The World (SoP Worldwide)*, Washington University Law Review, 2015, Vol: 92, Issue 3, s. 713, http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6133&context=law_lawreview (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

²⁴ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 714, 715.

ücretlendirme politikalarını oylaması zorunluluğunun getirilmesinin ve bu oyların birçok ülkenin aksine bağlayıcı nitelikte olmasının sebebi belki de bu ihtiyaç ile açıklanabilmektedir²⁵.

D) Konuya İlişkin Düzenlemelerin Etkileri

Yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemelerin etkileri ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir²⁶. Bu sebeple, aşağıda inceleme konusu edilen ülkeler bazında bu düzenlemelerin uygulanması akabinde meydana gelen sonuç ve etkilere yer verilmiştir. Bununla beraber, düzenlemenin sonuç ve etkilerini genel olarak ifade etmek gerekirse şöyle sıralayabiliriz.

Öncelikle, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemelerin akabinde, şirket genel kurullarında pay sahipleri tarafından yöneticilere yapılacak ödemelerin dereceleri (sınırları), düzenlemeleri ve/veya politikaları, çoğu şirkette oldukça geniş çerçevede olmak üzere, oylanmaktadır. İkinci olarak, Institutional Shareholder Services (ISS) gibi oy danışmanları ücretlendirme politikalarının oylanmasında kurumsal yatırımcılara bilgi ve tavsiye verme aşamasında oyu şekillendirici rol oynamaktadırlar. Üçüncü olarak, bu oylamaların en güçlü etkisinin özellikle yüksek performans sergileyemeyen ancak yöneticilerine yüksek ücret ödemeleri yapan şirketler bakımından hissedildiği de belirtilmektedir. Bir diğer etki ise, oylamada pay sahiplerinin desteğinin düşük oranlarda kaldığı şirketlerde, yöneticilerin pay sahipleriyle iletişime geçerek oylamaya sunulan ücretlendirme politikası hakkında oldukça ayrıntılı bir biçimde açıklama yapma yöntemini benimsemesidir. Son olarak, anılan yasal düzenlemeler neticesinde yapılan oylamaların, yöneticilere sağlanan mali hakların sınırları üzerinde, uzun vadede ufak da olsa etki gösterdiği görülmektedir. Bununla birlikte, oylama yapılacak olmasının/yapılmasının yöneticilere sağlanan mali hakların sınırları üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı veya negatif etkisinin olduğu sonucuna varılan çalışmalar da bulunmaktadır²⁷.

Diğer taraftan, 2001-2012 yılları arasında 38 farklı ülke bazında yapılan bir araştırmada²⁸, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin yapılan oylamaların, yöneticilere sağlanan ücret politikaları, yönetici ücretleri arasındaki eşitsizlik ve şirket değeri açısından doğurduğu sonuçlar tartışılmıştır. Araştırmaya göre, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin yasal düzenlemelerin yürürlüğe girmesi akabinde; yönetici ücretlerindeki büyüme seviyesi düşme eğilimi göstermiş olup, yönetici ücretleri ile realize edilmiş şirket performansı arasındaki ilişki ise kuvvetlenmiştir. Ayrıca, bu sonuçlar borçlarını ödeme güçlüğü çeken ve anılan düzenlemelerin yürürlüğe girdiği dönemde zayıf denetim politikaları bulunan şirketler açısından daha fazla geçerlidir. Zira, bu düzenlemelerle birlikte, şirketlerde pay sahiplerinin etkisi ve gücü artmaktadır. Üçüncü ve son olarak, bu düzenlemelerin aşamalı olarak yürürlüğe girmesinin yöneticilerin ücret farklarının şirket değeri üzerindeki etkilerinin anlaşılması açısından yapılan değerlendirme neticesinde, düzenlemelerin yürürlüğe girmesi sonrasında,

²⁵ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 711-716.

²⁶ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 657.

²⁷ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 657.

²⁸ CORREA/LEL, s. 11-36.

yöneticilerin ücretleri arasındaki eşitsizliğin azaldığı görülmüştür. Yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasının öngörüldüğü düzenlemelere tabi bir şirketin değeri artmakta olup, bu artış düzenleme öncesinde yöneticilere sağlanan ücretlerdeki yüksek miktardaki farklılıklarla bağlantılıdır²⁹.

II. KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİNDE PAY SAHIPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASINA İLİŞKİN GETİRİLEN YASAL DÜZENLEMELER VE ETKİLERİ

A) İngiltere

1) Genel Olarak

Dünyada, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin ilk yasal düzenleme 2002 yılında İngiltere’de yürürlüğe girmiştir. Düzenlemenin ilk yılı olan 2003 yılında ilk defa bir İngiliz ilaç şirketi olan GlaxoSmithKline tarafından yöneticilere sağlanmak istenen mali haklar paketi şirketin pay sahiplerinin %50,72 oranındaki oylarıyla reddedilmiştir³⁰.

Konuya ilişkin olarak, İngiltere’de 2002 yılında yapılan yasal düzenleme hem İngiltere için hem de dünya için önemli bir dönüm noktası oluşturduğundan³¹ bu başlık altında yer alacak düzenlemelere Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler (Directors’ Remuneration Report Regulations (DRR)) öncesi ve sonrası başlıkları altında yer verilmektedir.

Belirtmek gerekir ki, İngiltere’de yönetici ücretlerinin hızla artmaya devam etmesi³² ve yönetici ücretleri ile şirket çalışanlarının ücretleri arasındaki oranın oldukça fazla olması³³ konuya ilişkin düzenlemeleri revize etme ihtiyacını doğurmaktadır. Bu sebeple, ilk düzenleme 2002 yılında yapılmış olsa da, konu dünyanın geri kalanında olduğu gibi İngiltere’de de güncelliğini korumaya devam etmektedir.

2) Yasal Düzenlemeler

a) Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler (Directors’ Remuneration Report Regulations (DRR)) Öncesi Düzenlemeler

İngiltere’de kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler, kurumsal yönetim ilkeleri, şirketler kanunu, borsa kotasyon kuralları ve mahkeme kararları ile şekillenmiştir. Öte yandan, kurumsal yönetim konusunda ve özellikle halka açık anonim ortaklıklarda görev yapan

²⁹ CORREA/LEL, s. 36.

³⁰ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 664.

³¹ Bu noktada belirtmek gerekir ki, İngiltere’de oturmuş bir ücretlendirme uygulaması bulunmaktadır. Ayrıca, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi sürecinde pay sahiplerine oy hakkı tanınması dışında pay sahiplerinin etkinliğini arttıracak nitelikte başka kurallar yer almakta olup, oy hakkı düzenlemelerinin bu kurallarla birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu sebeplerle, İngiltere’nin konuya ilişkin düzenlemelerinin başka ülkelerde aynen uygulanması durumunda, aynı sonuçları doğurmayabileceği yönündeki değerlendirme için bkz. GORDON J. N., “*Say On Pay*”: *Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, Working Paper No: 343, Ağustos 2009, s. 347-351, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262867, (Erişim Tarihi:14.7.2017).

³² Green Paper uyarınca, FTSE 100 şirketleri üzerinden yapılan bir araştırmada, şirket CEO’larının maaşlarında çok fazla artış olduğu, şirketlerin yöneticilerinin yıllık ortalama mali hakları toplamının 1998 yılında 1 milyon sterlin’den 2015 yılında 4.3 milyon sterlin’e yükseldiği bu artışın büyük payını yıllık ikramiyeler ve uzun dönemli teşvik primlerinin oluşturduğu ortaya konmuştur.

³³ Green Paper’da, yine FTSE 100 şirketleri üzerinden yapılan araştırmada, şirket yöneticilerinin ortalama ücretinin tam zamanlı çalışan bir işçinin ortalama ücretine oranı 1998 yılında 47:1 iken, bu oran 2010 yılında 132:1 ve 2015 yılında 128:1’e çıkmıştır.

yöneticilerin ücretlerine ilişkin düzenlemeler içeren, şirketlerin iç denetimine bağlı olan ve uygulanması zorunlu olmayan düzenlemeler bulunmaktadır.

Bu düzenlemelerden ilki 1992 yılında kabul edilen Cadbury Raporu'dur. Anılan düzenleme ile en iyi uygulama kuralları olan "*Code of Best Practice*" belirlenmiş olup, bu kurallar ile şirket yönetimine, yönetim kurulu ve denetime ilişkin ilkelerin yanı sıra, yöneticilerin mali haklarına ilişkin olarak ise, pay sahiplerine şirket yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda oy hakkı tanınması ve yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının kamuya açıklanması gibi ilkeler getirilmiştir. Cadbury Raporu ayrıca, halka açık borsa şirketlerinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir ücret komitesinin oluşturulmasını öngörmektedir³⁴.

1995 yılında ise Greenbury Raporu kabul edilmiş olup, Rapor'da yöneticilerin mali hakları konusunda kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin arttırılması, Cadbury Raporu'na benzer şekilde borsa şirketlerinde yalnızca bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan ücret komitesinin kurulması, komitenin pay sahiplerine mali haklara ilişkin olarak yıllık rapor sunması, pay sahiplerine ücret komitesi başkanına doğrudan soru sorabilme hakkının tanınması³⁵ ve yöneticilere sağlanan mali haklardan uzun dönem teşvik planlarının pay sahipleri tarafından onaylanması³⁶ yönünde ilke ve kurallar getirilmiştir. Tavsiye niteliğinde kurallar içeren Greenbury Raporu'nda yer alan ilkeler öncelikle, günümüzde uygulanan kurumsal yönetim kurallarına yakın bir anlayış sergileyen, borsaya kote şirketlere "*uy, uymuyorsan açıkla*" yükümlülüğü getiren ve önce 1998 yılında yürürlüğe giren Combined Code'a³⁷, daha sonra İngiltere Kurumsal Yönetim Kanunu'na (UK Corporate Governance Code)³⁸ eklenmiştir. Bu anlamda, yöneticilerin mali haklarına ilişkin getirilen düzenlemeler açısından Greenbury Raporu önemli bir düzenleme niteliğindedir³⁹.

b) Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler (Directors' Remuneration Report Regulations (DRR)) ve Sonrası

Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler borsaya kote olan tüm anonim ortaklıklar tarafından uygulanmak üzere 31.12.2002 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Anılan düzenleme ile yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde şeffaflık sağlanması, hesap verilebilirliğin arttırılması ve yöneticilere sağlanan mali haklar ile şirket performansı arasındaki bağlantının daha güçlü hale getirilmesi amaçlanmıştır⁴⁰.

³⁴ ÖZDOĞAN YILMAZ A., Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009, s. 90.

³⁵ ÖZDOĞAN YILMAZ, s. 90.

³⁶ CHEN J.J./ZHU Z., Directors' Remuneration in the United Kingdom, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by KOSTYUK A., STIGLBAUER M., GOVORUN D.), 2016, s. 97.

³⁷ 1998 yılında yürürlüğe giren Combined Code, Greenbury Raporu'ndaki mali haklar komitesinin pay sahiplerine mali haklara ilişkin olarak yıllık rapor sunması hariç, tüm kuralları kapsamında almış olup, mali haklara ilişkin olarak özellikle kamuyu açıklama yükümlülükleri üzerinde durmuştur.

³⁸ İngiltere Kurumsal Yönetim Kanunu 2010 yılında yürürlüğe girmiş olup, 2012 yılında güncellenmiştir. Kanun'da yönetim kurulunun yapısı, yöneticilerin nitelikleri, risk yönetimi gibi konularda ve halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin olarak, performans ile bağlantılı ödeme yapılmasının gerekliliği, mali hakların belirlenmesine ilişkin alınan danışmanlık hizmetine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi gibi konularda ilke ve kurallar yer almaktadır (CHEN, ZHU, s. 99-103.).

³⁹ CHEN/ZHU, s. 95.

⁴⁰ CHEN/ZHU, s. 110, 111.

Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler uyarınca, halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulu tarafından ayrıntılı bir yönetici ücretlendirme raporunun yıllık olarak hazırlanması gerekmektedir. Anılan raporda, ücret komitesi, ücretlendirme politikası ve detaylı finansal bilgilerin yer alması gerekmekte olup, rapor halka açık anonim ortaklığın her yıl gerçekleşecek olağan genel kurul toplantısında veya şirket tarafından belirlenecek özel bir yöntemle pay sahiplerinin oyuna sunulacaktır. Pay sahiplerinin oyuna sunmak şirket için zorunlu olup, pay sahiplerinin oyu ise bağlayıcı nitelikte değildir⁴¹.

2012 yılında İngiltere hükümeti kurumsal yönetim konusunda reform (2012 Haziran Reformu) yapılması gerektiği düşüncesinden hareketle, İngiltere Şirketler Kanunu'nda (UK Companies Act) değişiklik yaparak⁴², halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin düzenlenen raporları ikiye ayırmış ve bu raporlara ilişkin olarak pay sahipleri tarafından verilen oyların niteliğini farklılaştırmıştır. Buna göre, “*Policy Report*” olarak adlandırılan ve geleceğe yönelik olarak yöneticilere sağlanacak mali hakların (görevden ayrılma ödemeleri ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri dâhil) yer aldığı rapor, halka açık anonim ortaklığın pay sahiplerinin “*bağlayıcı nitelikteki*” oylarına sunulacaktır. Anılan oylamanın en az 3 yılda bir defa yapılması öngörülmektedir. “*Policy Report*”un oylamada oyların çoğunluğu ile kabul edilmemesi durumunda, yeni bir rapor hazırlanıp sunulana dek bir önceki dönemde kabul edilen ve oylanan “*Policy Report*” uygulanmaya devam edilecektir. “*Annual Remuneration Report*” olarak adlandırılan diğer rapor ise, bir önceki finansal dönemde uygulanan ücretlendirme politikasına ilişkin olup, raporda yöneticilere sağlanan mali haklar ve mali haklar ile şirket performansı arasındaki bağlantıya ilişkin açıklamalar yer alacaktır. Anılan raporun her yıl şirket pay sahiplerinin “*tavsiye niteliğindeki*” oylarına sunulması öngörülmektedir⁴³.

Daha sonra 29 Kasım 2016 tarihinde Department of Business, Energy&Industrial Strategy tarafından yayınlanan Green Paper: Corporate Governance Reform (Green Paper) ile kurumsal yönetim alanında yapılması öngörülen mevzuat değişikliği önerileri şirketlerin bilgisine sunulmuştur. İngiltere’de yönetici ücretlerinin hızla artmaya devam etmesi ve yönetici ücretleri ile şirket çalışanlarının ücretleri arasındaki oranın oldukça fazla olmasının bir problem olarak görülmesi ve yürürlükte olan yasal düzenlemenin bu problemi çözmeye elverişli olmadığını değerlendirilmesi neticesinde Green Paper’da diğer kurumsal yönetim konularının yanı sıra, halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin olarak da mevzuat değişikliği önerilerine yer verilmiştir.

Bu çerçevede, Green Paper’da halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan aşırı nitelikteki mali haklarla başa çıkabilmek adına önerilen mevzuat değişikliklerine ilişkin ilk öneri, halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali hakların tamamının veya bir kısmının pay sahiplerinin bağlayıcı oylarına sunulması yönündedir. Bu oylamanın ücretlendirme raporunun tamamına ilişkin olabileceği gibi, belirli kısımlarına (yıllık ikramiye, uzun dönem teşvik planı gibi) ilişkin de olabileceği ifade edilmektedir. Yürürlükteki mevzuat

⁴¹ CHEN/ZHU, s. 110, 111

⁴² Değişiklik hükümleri 1 Ekim 2013’te yürürlüğe girmiştir.

⁴³ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 668. CHEN/ZHU, s. 111-113,

http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1981/pdfs/ukxi_20131981_en.pdf (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

uyarınca, anılan mali hakları içeren rapor pay sahiplerinin tavsiye niteliğindeki oylarına tabi olup, önerinin yasalaşması halinde halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali hakların çoğunluğunun/tamamının şirketin pay sahipleri tarafından bağlayıcı olarak oylanması neticesinde uygulanabilmesi söz konusu olacaktır. Bir diğer öneri ise, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin verdikleri tavsiye niteliğindeki oyların, niteliklerinin değiştirilmemesi ancak oylamanın sonuçlarının ağırlaştırılması yönündedir. Buna göre, bir şirketin yöneticilerine sağlanan mali hakların genel kurulda oylanması esnasında, oylamanın olumsuz sonuçlanması durumunda, örneğin bir sonraki oylamada karar nisabı olarak nitelikli çoğunluğun (%75 gibi) aranması veya bir sonraki yıl yapılacak oylamanın sonuçlarının bağlayıcı nitelikte olması öngörülebilecektir. Başka bir öneri, şirket tarafından hazırlanan ücret politikasında, şirketin yöneticilerine sağlanan yıllık toplam ücret için üst limit belirlenmesinin zorunlu kılınması ve yöneticilere sağlanacak mali hakların anılan limiti aşması halinde, konunun şirketin yıllık olağan genel kurul toplantısında pay sahiplerinin bağlayıcı oylarına sunulması yönündedir. Yukarıda belirtildiği üzere, yürürlükteki mevzuat uyarınca “*Policy Report*” şirketin pay sahiplerinin bağlayıcı nitelikteki oylarına en az 3 yılda bir sunulacaktır. Oylama sıklığının süresinin 1 yıldan az olmamak üzere kısaltılabileceği veya pay sahiplerine 3 yıllık süre bitmeden evvel yeni bir politika için bağlayıcı oy önerme hakkı tanınması da önerilen mevzuat değişikliklerinden bir diğeridir. Son bir öneri ise, İngiltere Kurumsal Yönetim Kanunu’nda, halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin yer alan düzenlemelerin, özellikle ücret raporlarına ilişkin yapılan oylamada sonucun olumsuz neticelenmesi halinde yapılması öngörülenlere ilişkin kısımlarının, güçlendirilmesidir.

Görüldüğü üzere, İngiltere’de halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali hakların belirlenmesi sürecinde pay sahiplerinin rolünün güçlendirilmesine ilişkin çalışmalar devam etmektedir.

3) Etkileri

İngiltere’de, Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler’in 31.12.2002 tarihinde yürürlüğe girmesi akabinde yöneticilere sağlanan mali haklar birçok akademik çalışmaya konu olmuştur. Genel olarak, deneysel çalışmalar düzenlemenin, yöneticilere sağlanan mali hakların büyüme derecesinde değişiklik yaratmadığını göstermektedir⁴⁴. Bununla birlikte, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi sürecindeki rolünün, düşük performans sergileyen bir şirketin yöneticilerine sağlanan mali haklar açısından “*düzeltilici*” bir etkisinin olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Araştırmalara göre⁴⁵ pay sahipleri, yöneticilere sağlanan mali hakların ortalamanın çok üzerinde olması ve ödemelerin performans ile bağdaşmaması durumlarında olumsuz oy vermeyi tercih etmektedirler⁴⁶. Nitekim, 2007-2011 yılları arasında FTSE All Share Index’e kote şirketlerden 11’i tarafından hazırlanan ücret raporları, yapılan genel kurul toplantısında olumsuz oy almıştır⁴⁷.

⁴⁴ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 665, 63 no’lu dipnotta sayılan eserler.

⁴⁵ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 665, 63, 64 ve 65 no’lu dipnotta sayılan eserler.

⁴⁶ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 665-667.

⁴⁷ VAN DER ELST C., *Answering The Say For No Pay (Say For No Pay)*, Aralık 2016, s. 12, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2818502 (Erişim Tarihi: 12.6.2017).

Diğer taraftan, 2012 Haziran Reformu ve 1 Ekim 2013 itibariyle İngiltere Şirketler Kanunu'nda yapılan değişiklik sonrasında uygulanmaya başlayan iki farklı ücret raporu hazırlanması ve raporların pay sahipleri tarafından oylanması sistemi hakkında yapılan araştırmalar ise, pay sahiplerinin, yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin raporları oylarken, yalnızca toplam ücret tutarını (mevcut durumda ödenen ve ödenecek olan toplam tutar) incelediğini, geri kalan bilgileri göz ardı ettiğini göstermektedir⁴⁸. Bu çerçevede yapılan bir başka çalışma, yöneticilere sağlanan mali haklarda artış oldukça konuya ilişkin hazırlanan raporların okunabilirliğinin yönetim kurullarınca azaltıldığını, İngiltere mevzuatında raporlarda yer alacak bilgilerin neler olduğu hususunun düzenlendiği ancak nasıl ifade edileceği hususunun düzenlenmediğinden yola çıkan şirketler yönetim kurullarının raporlarda kullanılan karmaşık ifadeler ile bir tür gizleme stratejisi izlediklerini, böylece açık bir dille ifade edildiğinde olumsuz oy alacak bir ücret raporunun, karmaşık bir dille ifade edilerek olumlu oy almasının sağlandığını göstermektedir. Ancak anılan çalışmada nitelikli yatırımcılar açısından bu stratejinin beklenen sonucu vermediği veya okunabilirliği azaltılmış bir raporun yatırımcılar açısından bir uyarı olarak algılandığı durumların da söz konusu olduğunun altı çizilmiştir⁴⁹. Halka açık şirketlerde pay sahiplerinin etkinliğini arttırmak ve yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine söz hakkı tanımak amacıyla getirilen düzenlemelerin, raporlarda kullanılan ifadeler değiştirilmek suretiyle pay sahiplerinin oylama sonuçlarının manipüle edilmesi yönetim kurulunun yasal düzenlemeyi dolanması anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, böyle bir durumun engellenmesi amacıyla düzenleyici kurumlar tarafından mali haklara ilişkin raporlarda yer verilecek bilginin ne şekilde verileceğinin düzenlenmesi ile, bu sorunun bertaraf edilebileceği düşünülmektedir.

Öte yandan, 1 Ekim 2013 itibariyle İngiltere Şirketler Kanunu'nda yapılan değişiklik sonrasında uygulanmaya başlayan yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin iki farklı raporu oylarken farklı davranış biçimleri sergiledikleri, geleceğe yönelik olarak yöneticilere sağlanacak mali hakların yer aldığı "*Policy Report*"u, raporlarda yer verilen verilere göre değil, şirketin gelecek performansına duyulan yüksek beklenti çerçevesinde oyladıkları, bir önceki finansal dönemde uygulanan ücretlendirme politikasına ilişkin olan "*Annual Remuneration Report*"'u ise, şirketteki hâkim pay sahiplerinin verdikleri oylardan etkilenerek oyladıkları tespit edilmiştir⁵⁰.

Bu bağlamda, 1.10.2013-20.10.2016 tarihleri arasında İngiltere'de borsaya kote şirketlerin pay sahipleri tarafından yöneticilere sağlanan mali haklar raporlarına ilişkin verilen oyları gösterir tablo⁵¹ aşağıdadır:

⁴⁸ GERNER-BEUERLE/KIRCHMAIER, s. 1, 22, 23.

⁴⁹ 2003-2009 yılları arasında İngiltere'de borsaya kote olan 247 şirket üzerinden yapılan araştırma için bkz. HOOGHIEMSTRA/KUANG/QIN s. 2-40.

⁵⁰ GERNER-BEUERLE/KIRCHMAIER, s. 22, 23.

⁵¹ Tabloda yer alan "*ARR*" ile "*Annual Remuneration Report*", "*RP*" ile "*Remuneration Policy*" kast edilmektedir (Green Paper).

Tablo 1: 1.10.2013-20.10.2016 Tarihleri Arasında İngiltere’de Borsaya Kote Şirketlerin Pay Sahipleri Tarafından Yöneticilere Sağlanan Mali Haklara İlişkin Raporlara İlişkin Verilen Oylar

	FTSE 100	FTSE 250	FTSE Small Cap
Onaylanan ARR (bağlayıcı oy) sayısı	272	645	697
Oyların 2/3’ünden az oyla onaylanan ARR sayısı	21	39	52
Oyların 4/5’inden az ama 2/3’ünden çok oyla oylan ARR sayısı	14	31	28
Reddedilen ARR (bağlayıcı oy) sayısı	4	0	2
ARR oylamasındaki ortalama oy oranı	%90	%93	%95
ARR oylamasında oylamaya katılmama oranı	%2.3	%2.2	%1.5
ARR oylamasında oylamaya katılmama oranının %15’ten fazla olduğu durum sayısı	6	16	9
ARR oylamasına ortalama katılım oranı	%72	%71	%60
Onaylanan RP (tavsiye niteliğinde oy) sayısı	122	314	326
Oyların 2/3’ünden az oyla onaylanan RP sayısı	4	11	27
Oyların 4/5’inden az ama 2/3’ünden çok oyla oylan RP sayısı	7	11	20
Reddedilen RP (tavsiye niteliğinde oy) sayısı	0	1	0
RP oylamasındaki ortalama oy oranı	%92	%94	%94
RP oylamasında oylamaya katılmama oranı	%1.9	%1.7	%1.6
RP oylamasında oylamaya katılmama oranının %15’ten fazla olduğu durum sayısı	1	6	6
RP oylamasına ortalama katılım oranı	%71	%71	%62

Görüldüğü üzere, 1.10.2013-20.10.2016 tarihleri arasında İngiltere’de borsaya kote şirketlerden yalnızca 6’sının pay sahipleri tarafından “*Annual Remuneration Report*”, 1’inin pay sahipleri tarafından ise “*Policy Report*” kabul edilmemiştir. 1 Ekim 2013 itibariyle İngiltere Şirketler Kanunu’nda yapılan değişikliğin pay sahiplerinin etkinliğini artırması amaçlanmış olup, tabloda yer verilen veriler ışığında, anılan değişiklik neticesinde pay sahiplerinin etkinliğinin beklendiği ölçüde artmadığı değerlendirilmiş olmalı ki, hazırlanan Green Paper ile konuya ilişkin mevzuat değişikliği önerileri getirilmiştir.

Diğer yandan, 2012-2016 yılları arasında, ücret raporlarından en az birinin reddedildiği ve bu durumun şirketlerin internet sitelerinden duyurulduğu 7 şirket özelinde yapılan bir araştırmada şirketlerin hazırladığı ücret raporlarının aldığı oy oranlarını gösterir tablo aşağıdadır⁵²:

Tablo 2: 2012-2016 Yılları Arasında, Ücret Raporlarından En Az Birinin Reddedildiği ve Bu Durumun Şirketlerin İnternet Sitelerinden Duyurulduğu 7 Şirketin Hazırladığı Ücret Raporlarının Aldığı Oy Oranları

	2012	2013	2014	2014	2015	2016
	Report	Report	Report	Policy	Report	Report
Afren	%71,40	%20,29	%91,78	%91,62		-
Aviva	%45,59	%99,29	%98,09	%96,88	%98,68	%96,36
Burberry	%96,95	%96,83	%47,32	%84,92	%92,27	-(toplantı yapılmadı)
Cairn Energy	%32,97	%99,51	%99,30	%98,06	%98,59	%93
Intertek	%90,93	%94,02	%96,82	%96,44	%47,88	%96,48
Pendragon	%32,21	%97,87	%97,29	%99,31	%84,70	%91,46
WPP	%40,48	%80,58	%81,75	%81,93	%79,97	%66,55

Yapılan araştırmada, ücret raporlarından birinin şirket genel kurul toplantısında kabul edilmediği durumlarda, şirket yönetim kurulu tarafından ücret raporunun revize edildiği veya konuya ilişkin yapılan açıklamaların güncellendiği görülmüştür⁵³.

⁵² VAN DER ELST, *Say for no Pay*, s. 13.

⁵³ VAN DER ELST, *Say for no Pay*, s. 15, 16.

Son olarak 2017 yılında, yöneticilere sağlanan mali hakların şirket genel kurulunda yapılan oylamada dikkat çekici oranlarla reddedildiği iki örneğe yer vermek faydalı olacaktır. İlk olarak Pearson'ın Chief Executive Officer'ı (CEO) John Fellon'a ödenmesi planlanan yıllık 1,5 milyon sterlin tutarındaki ücret paketi, şirket genel kurulunda %61 ret ve %7 çekimsiz oyla reddedilmiştir. Anılan ret oranı, 2009 yılında %90 oyla reddedilen Sir Fred Goodwin'in ücret paketinden sonra, FTSE100'e kote şirketler arasından en yüksek ret oranıdır⁵⁴. Bir diğer örnek ise AstraZeneca'dır. Şirketin %1 hissesine sahip olan Royal London Asset Management tarafından şirket genel kurulunda ret oyu vereceğinin açıklanması ve oy danışmanları tarafından diğer pay sahiplerine olumsuz oy vermeleri yönünde baskı yapılması üzerine, AstraZeneca'nın CEO'su Pascal Soriot için hazırlanan ücret paketi geri çekilmiştir⁵⁵.

B) Fransa

1) Genel Olarak

Fransa'da, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin olarak pay sahiplerine, Haziran 2013 tarihinde AFEP-Medef Kurumsal Yönetim Kanunu'nda (AFEP-Medef Corporate Governance Code of Listed Corporations“French Corporate Governance Code”)⁵⁶ yapılan değişikliğe kadar söz hakkı tanınmamıştır. Bu tarihten sonra, pay sahiplerine tanınan bu söz hakkı da şirket açısından bağlayıcı nitelikte değildir. Zira, pay sahiplerinin olumsuz oy vermesi halinde, yönetim kurulu yapacağı ilk toplantıda ücretlendirme komitesinin de önerisini alarak oylama sonucunu değerlendirip bir önlem alıp almamaya ya da farklı bir hareket tarzı benimseyip benimsememeye ilişkin kararını, şirketin internet sitesinde açıklamakla yükümlüdür⁵⁷.

Bununla birlikte, paylarının %20'sine ve oy haklarının %23,5'ine Fransız Hükümeti'nin sahip olduğu Renault'nun 2016 yılı olağan genel kurul toplantısında, şirketin CEO'su için hazırlanan 7.2 milyon €'luk (2015 yılı için \$7.2 milyon olduğu açıklanmıştır⁵⁸.) ücret paketinin, Fransız Hükümeti'nin olumsuz oyları ile birlikte %54 oyla reddedilmesine karşın, şirketin yönetim kurulu anılan ücret paketini değiştirmeksizin uygulamıştır. Dolayısıyla, pay sahiplerinin “*tavsiye*” niteliğindeki oyları şirket tarafından dikkate alınmamıştır. Bu durum

⁵⁴SWENEY M., *Pearson Shareholders Reject Chief Executive's £1.5m Pay Package*, The Guardian, <https://www.theguardian.com/business/2017/may/05/pearson-shareholders-reject-pay-revolt-john-fallon> (Erişim tarihi: 15.5.2017).

⁵⁵ KOLLEWE J., *AstraZeneca Shareholders Revolt Over Chief Executive's £13m Pay*, The Guardian, <https://www.theguardian.com/business/2017/apr/27/astrazeneca-shareholders-revolt-again-over-executive-pay> (Erişim Tarihi: 15.5.2017).

⁵⁶ Fransa'da AFEP/MEDEF ve Middlednext adı altında iki farklı kurumsal yönetim kanunu hazırlanmış olup, AFEP/MEDEF borsa şirketlerine, Middlednext ise küçük ve orta ölçekli ortaklıklara yönelik tavsiye kararları içermektedir.

http://www.amf-france.org/en_US/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Information-financiere-et-comptable/Gouvernement-d-entreprise.html (Erişim Tarihi:18.6.2017).

Belirtmek gerekir ki, Fransa'nın sermaye piyasalarını denetleyen ve düzenleyen otorite AMF olup, AFEP/MEDEF ise şirketlerden oluşan bağımsız kuruluştur. <http://www.afep.com/en>, <http://eng.medef.com/> (Erişim Tarihi: 18.6.2017)

⁵⁷ THOMAS S. R./VAN DER ELST C., *The International Scope of Say on Pay (International Scope)*, Eylül 2013, s.35, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2307510 (Erişim Tarihi: 17.6.2017).

⁵⁸ LEROY, P. H., *The French Parliament Adopts The Binding The Annual Say On Pays Vote*, <http://www.proxinvest.fr/?p=3791&lang=en> (Erişim Tarihi: 1.6.2017).

Fransız hükümetinin tepkisine ve medyada belirtildiği üzere, mevzuat değişikliği yapılmasına sebebiyet vermiştir⁵⁹.

Belirtmek gerekir ki, Fransa'da 2016 yılında Renault'nun yanı sıra, Alstom ve Solocal Group şirketlerinin genel kurul toplantılarında da şirket yöneticilerine sağlanacak mali haklar onaylanmamış ve bu şirketlerde de yönetim kurulları anılan ücret paketlerini değiştirmeden uygulamıştır. Ayrıca, Fransa'da 2015 yılında SBF 120 Endeksine kote şirketlerin CEO'larının yıllık ortalama ücretleri %20 oranında artış göstermiştir⁶⁰.

Tüm bu gelişmelerin ardından, Fransa'da 9.12.2016 tarihinde, 2016-1691 sayılı Yolsuzlukla Mücadele ve Ekonominin Modernizasyonu Kanunu (LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1)/Sapin 2 Yasası)⁶¹ ile Fransa Ticaret Kanunu'na 225-37-2 numaralı madde eklenmiş ve halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin olarak pay sahiplerinin etkinliği anlamında büyük bir adım atılarak pay sahiplerinin oyları bağlayıcı hale getirilmiştir⁶².

2) Yasal Düzenlemeler

Fransa'da şirketlerin yalnızca yönetim kurulu (tekli yönetim sistemi/one tier board structure) veya gözetim ve yönetim kurulu (ikili yönetim sistemi/two tier board structure) ile yönetilmeyi seçme hakkı bulunmaktadır. Uygulamanın geneline bakıldığında, şirketlerin yalnızca yönetim kurulu ile yönetilmeyi tercih ettikleri görülmektedir. Fransa Ticaret Kanunu'nda tek yönetim kurulu ile yönetilmenin tercih edilmesi halinde bir yönetim kurulu başkanı seçilmesi, ikili yönetim sisteminin tercih edilmesi halinde ise, pay sahiplerinin gözetim kurulunun üyelerini seçmesi ve yönetim kurulu başkan ve üyelerinin gözetim kurulu tarafından seçilmesi gerektiği öngörülmektedir.

Haziran 2013 değişikliği öncesinde Fransa Ticaret Kanunu uyarınca, şirketin pay sahipleri tarafından genel kurul toplantısında, tekli yönetim sistemi için yönetim kurulu üyelerinin, ikili yönetim sistemi için gözetim kurulunun yıllık mali haklarının toplamı onaylanmalıdır. Belirtmek gerekir ki, anılan mali haklar yönetim/gözetim kurulu üyesi olmaktan kaynaklanan, yönetici/icracı üye olmaktan kaynaklanmayan mali haklardır. Pay sahipleri tarafından onaylanmaması halinde, anılan ödemeler yapılmayacaktır⁶³. Pay sahipleri toplam rakamı onayladığından, yönetim ya da gözetim kurulu bireysel olarak yöneticilere verilecek ücretleri belirlediği şekilde tahsis etmekte serbesttir⁶⁴.

Öte yandan, ortaklıklarda yöneticilere sağlanan ve yönetici/icracı olmaktan kaynaklanan mali hakların belirlenmesine ilişkin yasal düzenlemelere bakıldığında, 1995 yılının başlarında getirilen yasal düzenlemelerin ücretlendirme paketlerinin şeffaflığı

⁵⁹ VAN DER ELST, *Say for no Pay*, s. 2, SORET J./GUILAINE V., <http://www.altanalaw.com/wp-content/uploads/2017/01/Shareholder-Activism-in-France.pdf> (Erişim Tarihi: 14.6.2017).

⁶⁰ DAWSON N., *Avant-Garde Returns To France: An Interview With Loic Dessaint*, Proxy Monthly, Ocak 2017, www.proxyinsight.com (Erişim Tarihi: 14.6.2017).

⁶¹ <https://www.loc.gov/law/help/guide/nations/france.php>

⁶² French and European "Say On Pay" Regimes, s. 2, http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Les-r-gimes-europ-en-et-fran-ais-du-say-on-pay-- (Erişim Tarihi: 18.6.2017).

⁶³ THOMAS/VAN DER ELST, *International Scope*, s. 31-35.

⁶⁴ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 681.

konusunda olduğu, ancak pay sahiplerinin bu ücretlendirme paketlerine ilişkin oy haklarının bulunmadığı görülmektedir.

Daha sonra, 2005 yılında yürürlüğe giren, 2007 yılında güncellenen ve Fransa Ticaret Kanunu'nda değişiklik öngören 2005-842 sayılı Ekonominin Güven ve Modernizasyonu Kanunu (Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (1)/2005 Breton Yasası)⁶⁵ ile pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali hakların iki bölümü hakkında söz hakkı tanınmıştır. Bu bölümler iş sözleşmesinin feshine ilişkin anlaşmalar ile emeklilik anlaşmalarıdır. Anılan düzenleme uyarınca, pay sahiplerinin bu anlaşmaları onaylamaları gerekmekte olup, aksi halde şirket tarafından yöneticilere bu anlaşmalar kapsamında ödeme yapılamamaktadır. Bununla birlikte bahsi geçen Yasa uyarınca, bu anlaşmalar dışında hiçbir ücretlendirme paketinin pay sahipleri tarafından onaylanması söz konusu değildir⁶⁶.

Bunun dışında, diğer ülkelerde olduğu gibi Fransa'da da “*uy, uymuyorsan açıkla*” prensibinin geçerli olduğu Fransa Kurumsal Yönetim Kanunu uyarınca, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin olarak kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır. Bununla birlikte, anılan mali hakların belirlenmesi aşamasında pay sahiplerinin etkinliğine ilişkin bir düzenleme Haziran 2013 tarihine kadar söz konusu olmamıştır.

Haziran 2013'te ise, Fransa Kurumsal Yönetim Kanunu'nda halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerine oy hakkı tanınmasına ilişkin düzenleme getirilmiş olup, bu düzenleme zorunlu olmadığı gibi, verilen oylar da tavsiye niteliğindedir. Düzenlemeye göre, genel kurul toplantılarında, CEO'lara sağlanan mali haklar ayrı, diğer yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar ayrı oylanmaktadır⁶⁷. Eğer pay sahipleri ödeme paketini onaylamazsa (olumsuz tavsiye), yönetim kurulu, ücret komitesinin tavsiyesini de aldıktan sonra, ilk toplantısında pay sahiplerinin oylamasına ilişkin değerlendirmede bulunur, bu değerlendirme sonucunda yönetim kurulu, pay sahiplerinin endişelerini giderecek bir tedbir alırsa bunu şirketin internet sitesinde yayımlamakla yükümlüdür⁶⁸.

Şüphesiz, konuya ilişkin olarak Fransa'daki güncel gelişme, doktrinde yukarıda bahsi geçen Renault ve diğer şirketlerin genel kurul toplantılarında gerçekleşen oylamalarda çıkan sonuçlar neticesinde düzenlendiği değerlendirilen Sapin 2 Yasası'dır.

9.12.2016 tarihinde, Sapin 2 Yasası ile Fransa Ticaret Kanunu'na 225-37-2 numaralı maddenin eklendiği duyurulmuştur. Bahsi geçen düzenleme ile pay sahipleri, borsaya kote olan şirketlerdeki yöneticilere sağlanan mali hakları oylama hakkına sahip olacaklardır. Anılan değişik madde ile “*Ücretlendirme Politikası (Remuneration Policy)*” ile “*Ücretlendirme Raporu (Remuneration Report)*” arasında farklılık öngörülmekte olup, anılan Politika'ya ilişkin düzenlemeler 2017'de yapılacak olağan genel kurul toplantılarından itibaren, Rapor'a ilişkin

⁶⁵ <https://www.loc.gov/law/help/guide/nations/france.php>

⁶⁶ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 681.

⁶⁷ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 683.

⁶⁸ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 683.

düzenlemeler ise, 2018’de yapılacak olağan genel kurul toplantılarından itibaren uygulanmaya başlanacaktır.

Fransa Ticaret Kanunu uyarınca, yönetim kurulu veya gözetim kurulunun yöneticilerin hizmetleri karşılığında alacakları mali hakların toplamının detaylarından oluşan bir rapor hazırlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu çerçevede, Sapin 2 Yasası’nda düzenlenen “*Ücretlendirme Politikası*”, borsaya kote ortaklıklarda yöneticilere sağlanması planlanan mali hakları içermekte olup, anılan Politika’nın pay sahipleri tarafından yılda en az bir defa oylanması gerekmektedir. Bu Politika’da yapılacak her değişikliğin ve söz konusu yöneticilerin yeniden seçilmesi durumunun olağan genel kurul toplantısında yeniden onaylanması öngörülmektedir. Pay sahiplerinin ücretlendirme politikasına ilişkin olarak kullanacakları oylar yönetim kurulu için bağlayıcıdır. Politika’nın olağan genel kurul toplantısında reddedilmesi durumunda, daha önceden kabul edilmiş olan ilke ve kriterler uygulanmaya devam edilecek olup, anılan ilke ve kriterlerin bulunmadığı şirketlerde ise, bir önceki finansal dönemde yapılan ödemeler yapılacak veya hâlihazırda yürütülen uygulamaya devam edilecektir.

Sapin 2 Yasası’nda yer alan ve bir önceki finansal dönemde her bir yöneticiye ödenmiş olan ücretlendirme kalemlerinden oluşan “*Ücretlendirme Raporu*”nun da, pay sahipleri tarafından onaylanması ve bu oylamanın her yıl gerçekleşmesi gerekmektedir. Pay sahiplerinin “*Ücretlendirme Raporu*”na ilişkin oyları da yönetim kurulu için bağlayıcı niteliktedir. Rapor’un genel kurul toplantısında pay sahipleri tarafından kabul edilmemesi durumunda, Rapor’da yer alan değişmez nitelikteki ödeme kalemleri bu oylamadan etkilenmeyecek olup, değişken veya istisnai ödeme kalemleri ise genel kurul toplantısında onaylanmadığı sürece yöneticilere ödenmeyecektir⁶⁹.

3) Etkileri

Fransa’da CAC-40 şirketlerinin (38 şirket), 2010-2012 döneminde gerçekleştirilen genel kurul toplantılarının incelenmesi neticesinde, bu şirketlerin %53’ünün 3 yıllık süreçte bir defa, yöneticilere sağlanan mali haklara (iş sözleşmesinin feshine ilişkin anlaşmalar, emeklilik anlaşmaları, hisse senedi opsiyonu veya ücretsiz sınırlı hisse senedi verilmesi) ilişkin olarak pay sahiplerinin onayını aradıkları, pay sahiplerinin onayının daha sıklıkla arandığı örnekler bakıldığında ise, konunun 3 şirketin genel kurul toplantı gündemine iki defa, 2 şirketin ise üç defa alındığı görülmüştür. Renault oylaması öncesinde yapılmış olan bu araştırma uyarınca, Fransa’da, borsa şirketlerinde yöneticilere sağlanan mali hakların olağan genel kurul toplantısında pay sahipleri tarafından oylanması neticesinde kabul edilmediği örnek bulunmamakta olup, 3 şirketin genel kurul toplantısında, yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin olarak %5’ten fazla olumsuz oy verildiği, en yüksek olumsuz oy oranının 2011 yılında Societe Generale’nin genel kurul toplantısında %20 olduğu tespit edilmiştir⁷⁰.

CAC-40 şirketlerinin 2014 yılında gerçekleştirilen genel kurul toplantılarında ise, tüm şirketlerin genel kurul toplantılarında, yöneticilere sağlanan mali hakların oylandığı ve oldukça yüksek oranda oylarla onaylandığı, hiçbir ücretlendirme paketinin reddedilmediği, bununla

⁶⁹http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Les-r-gimes-europ-en-et-fran-ais-du---say-on-pay-- (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

⁷⁰ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 684-686.

birlikte 3 şirketin genel kurul toplantısında %30 ve %40 oranında olumsuz oyların söz konusu olduğu, Sanofi, LVMH ve L’Oreal CEO’larının 8 milyon €’dan fazla miktardaki ücretlerinin pay sahiplerinin onayından geçtiği, hatta oy oranlarının sırasıyla %98, %82 ve %94 olduğu, Safran’ın CEO’sunun 1.6 milyon € tutarındaki ücret paketinin ise, %36’dan fazla olumsuz oy aldığı ama yine de onaylandığı tespit edilmiştir⁷¹.

Öte yandan, yukarıda belirtildiği üzere, 2016 yılında gerçekleştirilen Renault, Alstom ve Solocal Group şirketlerinin genel kurul toplantılarında şirket yöneticilerine sağlanacak mali haklar pay sahipleri tarafından reddedilmiş olup, buna karşın şirketlerin yönetim kurulları anılan ücret paketlerini değiştirmeden uygulamıştır.

Sapin 2 Yasası’nın ücretlendirme raporlarına ilişkin oylamaları 2018 yılından itibaren, ücretlendirme politikalarına ilişkin oylamaları ise 2017 yılından itibaren yapılacağından, çalışmamızın tamamlanma tarihi itibarıyla, bağlayıcı nitelikli oylamaların etkilerini içeren bir araştırma bulunmamaktadır.

C) Almanya

1) Genel Olarak

Almanya’da borsa şirketlerinde ikili yönetim sistemi bulunmakta olup, yönetim kurulu (management board) şirket içi işleri yürütmekle, gözetim kurulu (supervisory board) ise yönetim kurulunun denetim ve gözetimi ile yükümlüdür⁷². Gözetim kurulu aynı zamanda, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakları belirleme yetkisine de sahiptir⁷³. Bununla birlikte, gözetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar, genel kurul kararıyla veya esas sözleşme değişikliği ile belirlenmektedir⁷⁴.

Almanya’da, aşağıda “E) Avrupa Birliği” başlığı altında da yer verilen ve özellikle 2004-2009 yılları arasında yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda AB’de meydana gelen gelişmelerden etkilenilerek, 2005 tarihinde yürürlüğe giren Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Kamuya Açıklanması Kanunu (Act on the Disclosure of Management Board Compensation) ve 2009 tarihinde yürürlüğe giren Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu (Law on the Appropriateness of Director Compensation) ile yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar konusunda önemli düzenlemeler yapılmıştır⁷⁵.

Özellikle, Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu ile ilk defa yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakları belirleme konusunda pay sahiplerine oy hakkı tanınarak ve mali haklar ile performans arasında makul bir ilişki aranarak konuya ilişkin önemli adımlar atıldığı değerlendirilmektedir.

2) Yasal Düzenlemeler

1937 yılında Alman Borsa Şirketleri Kanunu (German Stock Corporation Act), gözetim kurulunun yöneticilere sağlanacak mali hakları belirleyeceğini ve bu hakların makul olması gerektiğini düzenlemiş olup, anılan Kanun’da 1965 yılında yapılan değişiklikle “makullük”

⁷¹ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 687, 688.

⁷² THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 688.

⁷³ VESPER-GRASKE M., s. 760,

https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dcc0c8495/t/56b14cfb7da24f29eaf30d8b/1454460156507/GLJ_Vol_14_No_07_Vesper-Graske.pdf (Erişim Tarihi: 19.7.2017).

⁷⁴ VESPER-GRASKE, s. 759, 760.

⁷⁵ VESPER-GRASKE, s. 751, 759.

koşullarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır⁷⁶. Dolayısıyla anılan dönemde, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda oy hakkı bulunmamaktadır. Bununla beraber anılan Kanun gereğince, yöneticilere hisse senedi opsiyonları sağlanabilmesi, pay sahiplerinin dörtte üçünün onayına bağlıdır⁷⁷.

Daha sonra, 26.2.2002 yılında yürürlüğe giren ve uy/uyumuyorsan açıkla prensibi çerçevesinde hükümler barındıran Alman Kurumsal Yönetim Kanunu'nda (German Corporate Governance Code) yöneticilere sağlanan mali haklar paketlerinde yer alan ücret kalemlerinin bireyselleştirilmesi öngörülmüşken, anılan Kanun'da 2003 yılında yapılan değişiklikle, bu ücret kalemlerinin kamuya açıklanması gerektiği hükme bağlanmıştır⁷⁸.

Özellikle 2004-2009 yılları arasında yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda AB'de meydana gelen gelişmeler Almanya açısından konuya ilişkin düzenleme yapma konusunda tetikleyici olmuş olup, 2005 tarihli Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Kamuya Açıklanması Kanunu ve yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda pay sahiplere oy hakkının tanındığı 2009 tarihli Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu bu kapsamda yapılmış düzenlemelerdir⁷⁹.

Alman Kurumsal Yönetim Kanunu hükümlerinin uygulanması zorunlu ilkeler içermemesi sebebiyle, uygulamada borsa şirketleri tarafından bahsi geçen açıklamaların yapılmadığının tespiti üzerine, 2005 yılında Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Kamuya Açıklanması Kanunu yürürlüğe girmiş olup, anılan Kanun ile 31.12.2005 tarihinden itibaren borsaya kote şirketlerin her bir yönetim kurulu üyesine sağlanan mali hakları finansal rapor veya beyanlarında açıklaması zorunlu hale getirilmiştir⁸⁰.

Ardından, 5.8.2009 tarihinde yürürlüğe giren ve Alman Borsa Şirketleri Kanunu'nda değişiklik yapılmasını öngören Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu ile gözetim kuruluna ve yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda şeffaflık getirilmesine yönelik hükümlerin yanı sıra, ilk defa yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar konusunda pay sahiplerine oy hakkı tanınmasına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir⁸¹.

Böylece Alman Borsa Şirketleri Kanunu'nda yapılan değişiklikle birlikte, borsaya kote şirketlerde yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların genel kurul toplantısında oylanabileceği hükme bağlanmıştır⁸². Hükme göre, oylanacak husus mevcut ücretlendirme sistemi olup, oylanmanın ne sıklıkta yapılacağı ise düzenlenmemiştir⁸³. Pay sahiplerinin kullanacağı oylar tavsiye niteliğinde olmakla birlikte, bu oylar "itiraz edilemez" olarak

⁷⁶ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 689.

⁷⁷ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 689.

⁷⁸ VESPER-GRASKE, s. 751.

⁷⁹ VESPER-GRASKE, s. 751, 759.

⁸⁰ VESPER-GRASKE, s. 757.

⁸¹ VESPER-GRASKE, s. 759.

⁸² 15.5.2012 tarihinde Alman Kurumsal Yönetim Kanunu'nda da bu çerçevede değişiklik yapılmış olup, yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme sisteminin pay sahiplerince genel kurulda oylanabileceği hükme bağlanmakla birlikte, gözetim kurulunun her bir yönetim kurulu üyesinin ücretinin toplamına karar vereceği de ayrıca vurgulanmıştır (THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 689, 690).

⁸³ VESPER-GRASKE, s. 770-774.

nitelendirilmektedir. Zira, yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına ilişkin oylamanın yapıldığı genel kurul kararının iptali dava edilemeyecektir⁸⁴.

Ayrıca anılan Kanun, yöneticilerin ücretleri belirlenirken o yöneticinin görevi ve performansının da nazara alınması gerektiğini öngörmekte olup, fahiş miktarda belirlenen mali haklara ilişkin olarak gözetim kurulunun sorumluluğunun doğacağını hükme bağlamıştır⁸⁵.

Diğer taraftan, 2013 yılında Alman hükümeti tarafından yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklara ilişkin verilecek oyların bağlayıcı hale getirilmesine ilişkin mevzuat çalışmaları yürütüldüğü ifade edilmiş olup, ülkede 2013 yılında yapılan seçimler nedeniyle bu çalışma ertelenmiştir⁸⁶.

3) Etkileri

Alman Borsa Şirketleri Kanunu'nda değişiklik yapılmasını öngören Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu'nun yürürlüğe girmesi akabinde, 2010 yılında DAX 30 Endeksi'nde yer alan 30 şirketin 27'sinin genel kurul toplantısında mali haklara ilişkin oylama yaptığı, 2011 tarihi itibarıyla ise, 30 şirketin de yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakları genel kurul toplantısında oylamaya sunduğu tespit edilmiştir⁸⁷.

Anılan oylamalar neticesinde 2009 ve 2010 yıllarında; M-DAX Endeksi'nde işlem görev şirketlerin %78'i, S-DAX Endeksi'nde işlem gören şirketlerin %42'si ve TecDAX Endeksi'nde işlem gören şirketlerin %63'ünün ücretlendirme sistemini onayladığı görülmüştür⁸⁸. DAX 30 Endeksi'ne kayıtlı şirketlerde ücretlendirme sisteminin onaylandığı şirket ortalaması ise, 2010 yılında %91,58, 2011 yılında %93,48 ve 2012 yılında %89,73 olmuştur⁸⁹.

Yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların pay sahipleri tarafından onaylanmadığı şirketlere örnek olarak, 2010 yılında %42 oranında olumsuz oy alan Deutsche Bank, 2010 yılında %47 oranında olumsuz oy alan Deutsche Börse, 2011 yılında %30 oranında olumsuz oy alan Merck ve 2012 yılında %35 oranında olumsuz oy alan SAP verilebilecek olup, oylamaların ardından anılan şirketlerde ücretlendirme sisteminin revize edilerek yeniden oylamaya sunulduğu ve onaylandığı görülmüştür⁹⁰.

D) ABD

1) Genel Olarak

ABD Hukuku'nda, halka açık anonim ortaklıklarda⁹¹ yöneticilere sağlanan mali hakların hangi kalemlerden oluşacağını ve miktarlarını karara bağlama yetkisi kural olarak yönetim kuruluna aittir. Öte yandan kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde, yönetim kurulunun karara bağlayacağı mali haklara ilişkin tekliflerin, bağımsız üyelere oluşan bir

⁸⁴ VESPER-GRASKE, s. 778, 779.

⁸⁵ VESPER-GRASKE, s. 762, 763.

⁸⁶ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 694, VESPER-GRASKE, s. 795.

⁸⁷ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 692, VESPER-GRASKE, s. 785.

⁸⁸ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 692.

⁸⁹ VESPER-GRASKE, s. 788.

⁹⁰ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 692, 693.

⁹¹ ABD'de halka açık ortaklıklar menkul kıymetler düzenlemelerine tabi olduğundan, eyalet düzenlemeleri bazında diğer ortaklıklar inceleme kapsamı dışında bırakılmıştır.

ücretlendirme komitesi veya mali haklar danışmanı tarafından hazırlanmış olmasına ilişkin anlayış halka açık anonim ortaklıkların pek çoğunda kabul görmüştür.

Bununla birlikte pay sahipleri, yöneticilerin mali hak planlarını değiştirmek ya da reddetmek konusunda önemli bir etki gösterememişlerdir. Ancak ABD’de Enron’un iflasıyla beraber pay sahiplerinin şirkette uygulanan mali hak politikalarına karşı çıkabilmeleri gerektiği hususu gündeme gelmiştir. Bu konuda başvurulabilecek en etkili yol ise, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi aşamasında karar sürecine pay sahiplerinin de dâhil olmasıdır.

ABD hukukunda, bu konuda başvurulabilecek bir yol, pay sahiplerinin öneri getirme haklarından faydalanmaları olabilecektir. Pay sahiplerinin öneride bulunma yetkisi, Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu’nun (Exchange Act) 14(A) maddesinden aldığı yetkiye dayanarak U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından yayımlanan “*Pay Sahiplerinin Önerileri (Shareholder Proposals)*” kenar başlıklı düzenleme ile hukuki bir zemine kavuşmuştur. Kurala göre pay sahiplerine, genel kurulda oylanması amacıyla masrafları şirkete ait olmak üzere öneride bulunma hakkı verilmekte olup, hakkın nasıl kullanılacağına ilişkin kurallar⁹² düzenleme altına alınmıştır.

Pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi aşamasında karar sürecine katılmalarının bir diğer yolu ise genel kurulda oy kullanmalarıdır⁹³. ABD hukukunda konuya ilişkin olarak 2006 tarihinden itibaren bir takım düzenlemeler yapılmış olmakla birlikte, konu esas olarak 21.7.2010 tarihinde yürürlüğe girmiş olan Dodd – Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Kanunu’nda (Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act-Dodd Frank Kanunu) düzenlenmiştir. Bu sebeple, ABD Hukuku’nda konuya ilişkin düzenlemelere Dodd Frank Kanunu öncesi ve sonrası olarak iki başlık altında yer verilmiştir.

2) Yasal Düzenlemeler

a) Dodd Frank Kanunu Öncesi Düzenlemeler

ABD hukukunda, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklar konusundaki düzenlemeler 1992 yılında SEC tarafından ücretlerin kamuya açıklanmasına ilişkin kurullarla başlamıştır⁹⁴. Anılan kurullar 2006 yılında değiştirilmiş olup, değişiklikle kamuya açıklanacak Özet Mali Haklar Tablosu’nda (Summary Compensation Table) şirketin CEO, CFO ve mali haklarının toplam tutarı en yüksek olan üç yöneticisine son üç yıldır bireysel olarak tanınan mali hak kalemlerinin türleri ile miktarlarının, yöneticilerin adlarıyla birlikte teker teker gösterilmesi zorunlu hale getirilmiştir⁹⁵.

⁹² Hüküm uyarınca, pay sahiplerinin öneride bulunabilmesi için önerinin şirkete sunulduğu tarihten itibaren geriye doğru en az bir yıldır, asgari 2000 \$ değerinde veya sermayenin %1’i oranında paya sahip olmaları zorunludur. Bu paylar toplantı gününe kadar elden çıkarılamaz. Önerilerin yazılı olması şarttır ve pay sahiplerinin, her olağan genel kurul için en fazla bir öneride bulunma hakları vardır. Öneri sunma hakkına ilişkin bir diğer sınırlama, bu hakkın kullanılabilmesi için belirli bir süre de öngörülmüş olmasıdır. Buna göre pay sahiplerinin önerilerini, toplantı gündeminin ilanından en az 120 gün önce şirkete ulaştırmış olmaları gerekir. Bununla birlikte öneri, olağanüstü genel kurul toplantısında sunulacaksa, toplantı gündemine konulabilmesine olanak tanıyacak bir süre önce şirkete ulaştırılmış olması yeterlidir (ÖZER I., Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Anonim Şirket Yöneticilerine Sağlanan Mali Haklar, Doktora Tezi, Ankara 2013, s. 351).

⁹³ ÖZER, s. 353 vd.

⁹⁴ ÖZER, s. 132.

⁹⁵ ÖZER, s. 384.

Öte yandan, 30.7.2002 tarihinde yürürlüğe giren Sarbanes – Oxley Act’de (SOXA) konuya ilişkin olarak, ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yönetim kadrosuna borç vermelerinin yasaklanmasına⁹⁶ ve yöneticilere ödenmiş olan mali hakların belirli şartlarla şirkete geri verilmesine⁹⁷ ilişkin hükümler yer almaktadır.

Ortaklıkların pay sahiplerinin söz söyleme hakkına ilişkin olarak ise, ilk defa 2006 yılında American Federation of State, Country and Municipal Employees (AFSCME) bir tavsiye yayınlamıştır. Buna göre anonim şirketler, üst düzey yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine bağlayıcı nitelikte olmayan bir oy hakkı verebileceklerdir. Anılan dönemde, bu tavsiye şirket yönetimleri tarafından kabul görmese de, pay sahipleri tarafından oldukça büyük destek almıştır. Tavsiyenin şirket yöneticileri tarafından kabul edilmemesinin gerekçesinin, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi konusundaki yetkinin pay sahiplerine değil yönetim kurullarına ait olduğu belirtilmiştir⁹⁸.

Daha sonra, Amerika’da pay sahiplerinin paya dayalı ödemeler dışındaki mali haklar üzerinde oy kullanma yetkisi 20.4.2007 tarihinde Temsilciler Meclisi tarafından kabul edilen Pay Sahiplerinin Yöneticilerin Mali Hakları Üzerindeki Oy Hakları Hakkında Kanun (Shareholder Vote on Executive Compensation Act/Say on Pay Bill) ile düzenlenmişse de, Kanun Senato’dan geçememiştir⁹⁹.

Ardından, 2008 yılında finansal krizin yatırımcılar nezdinde yarattığı endişelerin giderilmesini teminen, The Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA), Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı’nın (Troubled Asset Relief Program (TARP)) fon alıcısı olan şirketlerin pay sahiplerine, şirket yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin tavsiye niteliğinde oy verme hakkı tanınmasını öngörmüştür. Bu düzenlemeyi uygulamak amacıyla, 2009 yılında SEC tarafından TARP’ın fon alıcılarının pay sahiplerine, şirket yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin tavsiye niteliğinde oy verme hakkı tanınmasına ilişkin kural getirilmiş olup, 2009 yılında yaklaşık 280 şirket tarafından bu oylama gerçekleştirilmiştir¹⁰⁰.

Diğer taraftan Dodd Frank Kanunu’nun yürürlüğe girmesinden önce, Amerika’da pek çok şirkette pay sahiplerine genel kurulda mali hakları oylama hakkı tanındığı görülmektedir. Zira, kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan açık hükümler yanında, Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu’nun 14(A) maddesinde de konuya ilişkin dolaylı bir düzenleme bulunmaktadır. Buna göre, olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarında vekâlet (Proxy) belgesi toplanmasına ilişkin olarak SEC tarafından yayımlanan kurallar uyarınca, yöneticilerin mali haklarının kamuya açıklanması zorunlu olup, kamuya açıklanması gereken kurallar arasında, pay sahiplerinin yöneticilerin mali haklarını oyladıkları hususunun da bulunması gerekmektedir ve bu oylama en çok üç yılda bir yapılmalıdır. Kamuya duyurulması gereken bir diğer önemli bilgi ise, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali haklar üzerindeki oy haklarını hangi sıklıkta (yılda/2 yılda/3 yılda bir) kullanacaklarını belirledikleri karardır. Bu karar

⁹⁶ SOXA Sec. 402, ÖZER, s. 173.

⁹⁷ SOXA Sec. 304, ÖZER, s. 410.

⁹⁸ THOMAS/VAN DER ELST, *International Scope*, s. 6,7.

⁹⁹ ÖZER, s. 360.

¹⁰⁰ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 659-660.

hakkındaki oylama ise en çok altı yılda bir yapılmalıdır. Anılan hükme göre, pay sahiplerinin oy hakları bağlayıcı nitelikte değildir¹⁰¹.

b) Dodd Frank Kanunu Sonrası

Yukarıda yer verildiği üzere, 20.4.2007 tarihinde Temsilciler Meclisi tarafından kabul edilen ancak Senato'dan geçemeyen Pay Sahiplerinin Yöneticilerin Mali Hakları Üzerindeki Oy Hakları Hakkında Kanun'da yer alan hükümlerde çeşitli değişiklikler yapılmış olup, anılan değişiklikleri içeren Dodd Frank Kanunu, 21.7.2010 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Dodd Frank Kanunu esasen finans sektörüne ilişkin kurallar getirmekle birlikte, Kanun'un 951. maddesi ile Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu'nun 14(A) maddesine 14(A)-(a)(2) hükmü eklenmiş olup, anılan hükümde halka açık anonim ortaklıklarda görev yapan üst düzey yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin mali hakları ve görevden ayrılma tazminatları (golden parachutes) üzerinde pay sahiplerine oy hakkı tanınması gerektiği açıkça düzenleme altına alınmıştır. Belirtmek gerekir ki, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin verecekleri oylar tavsiye niteliğinde olup, ayrıca pay sahipleri tarafından, yapılacak oylamanın sıklığı (yılda/2 yılda/3 yılda bir yapılacağı) da 6 yılda bir olmak üzere karara bağlanacaktır¹⁰². Ayrıca, Dodd Frank Kanunu ile getirilen değişikliklerle ücretlendirme komitesinin bağımsızlığı ve rolü artırılmış olup¹⁰³, ortaklıklara yöneticilere ödenmiş olan mali hakların şirkete iadesine yönelik bir politika oluşturma yükümlülüğü getirilmiştir¹⁰⁴.

SEC, Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu'nun 14(A) maddesinden aldığı yetki çerçevesinde, 4.4.2011 tarih ve 33-9178 sayılı Pay Sahiplerinin Yöneticilerin Ücretleri ve Görevden Ayrılma Tazminatları Üzerindeki Onay Yetkisi (Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation) başlıklı düzenlemeyi yayımlamıştır¹⁰⁵. Bu hükümler, pay sahiplerinin mali haklar üzerindeki bireysel oy haklarının güçlendirilmesi, pay sahiplerine oy haklarını ne kadar sıklıkta kullanabileceklerini belirleme yetkisi verilmesi ve devralma ya da birleşme gibi önemli durumlarda ödenecek olan görevden ayrılma tazminatlarını oylama hakkı tanınması amaçları ile çıkarılmıştır. Ayrıca oyların tavsiye niteliğinde olduğunun hem vekâlet belgelerinde belirtilmesi hem de kamuya açıklanması gerektiği öngörülmüştür. Ayrıca, halka açık anonim ortaklıkların, pay sahiplerine tanınan oy hakları üzerindeki görüş ve değerlendirmelerinin Mali Haklara İlişkin Müzakereler ve Analiz (Compensation Discussion and Analysis (CD&A)) başlıklı bir bölüm altında kamuya bildirmeleri zorunluluğu da bu düzenleme ile uygulamaya geçirilmiştir¹⁰⁶.

Bunun yanı sıra 33-9178 sayılı düzenleme, pay sahiplerinin oy kullanma yetkileri ve bu yetkinin ne şekilde kullanılacağıyla ilgili öneri getirme hakları hakkında da bir kural getirmiştir. Buna göre, genel kurulda bu konuya ilişkin bir teklif üzerinde çoğunluk sağlanmış

¹⁰¹ ÖZER, s. 360-364.

¹⁰² ALLEN W./KRAAKMAN R./SUBRAMANIAN G., Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, Wolters Kluwer Law&Business in New York, 2012, s.337, BERSON S./BERSON D., The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – From Legislation to Litigation, American Bar Association, 2010, s. 240, 241.

¹⁰³ BERSON/BERSON, s. 249-253.

¹⁰⁴ BERSON/BERSON, s. 256, 257.

¹⁰⁵ <https://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf> (Erişim tarihi:14.6.2017).

¹⁰⁶ ÖZER, s. 360-364.

ve şirkette çoğunluğun kararı doğrultusunda bir politika benimsenmişse, pay sahiplerinin sonraki önerilerinin dikkate alınmaması mümkündür¹⁰⁷.

Son olarak, Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu'nun 14(A)-b maddesinde de, şirket birleşme ya da devralmaları hallerinde ödenen görevden ayrılma tazminatlarının ayrı bir oylama ile pay sahiplerinin onayından geçmesi gerektiği hüküm altına alınmış olup, pay sahiplerinin bu konuda vereceği oylar bağlayıcı nitelikte değildir¹⁰⁸.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, yukarıda yer verilen düzenlemeler halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan temel ücret, ikramiye, görevden ayrılma tazminatı gibi diğer mali haklara ilişkin pay sahiplerinin genel kurul toplantılarında kullanacakları tavsiye niteliğindeki oylar ile ilgili olup, pay sahiplerine tanınan bu oy hakkı yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğü, bir başka deyişle sorumluluğu üzerinde bir değişiklik öngörmemektedir¹⁰⁹.

Bununla beraber, ABD hukukunda pay sahiplerinin genel kurulda yaptıkları oylamanın doğurduğu sonuçlar, paya dayalı ödeme planları açısından farklı kurallara bağlanmış olup, bu ödemeler hakkında pay sahiplerine verilen oy hakları bağlayıcı niteliktedir.

Amerika'da bazı eyalet kanunlarında, örneğin New York Şirketler Kanunu'nun 505/d maddesinde, paya dayalı ödeme planlarının uygulanır hale gelmesi, açıkça pay sahiplerinin onayı şartına bağlanmışken, pek çok eyalet tarafından kabul edilen Model Ticaret Şirketleri Kanunu'nda (Model Business Corporation Act/MBCA) ve büyük eyaletlerin çoğunda yöneticilere tanınan paya dayalı ödemelerin pay sahiplerinin onayından geçmesi şartına kural olarak yer verilmemiştir. Öte yandan, New York Stock Exchange (NYSE) tarafından yayımlanan Payları Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler Elkitabında (Listed Company Manual), NYSE AMEX kurallarında (American Stock Exchange Rules) ve Nasdaq Stock Market (NASDAQ) teknoloji borsasının kotasyon şartlarında da, bazı istisnalarla birlikte, paya dayalı ödeme planlarının pay sahiplerinin onayına sunulması zorunluluğuna yer verilmiştir¹¹⁰.

¹⁰⁷ BERSON/BERSON, s. 243-244.

¹⁰⁸ ÖZER, s. 360-364.

¹⁰⁹ RHEE R. J., *Intrafirm Monitoring of Executive Compensation*, Vanderbilt Law Review, 2016, s. 717, <https://www.vanderbiltlawreview.org/2016/04/intrafirm-monitoring-of-executive-compensation/> (Erişim Tarihi: 14.7.2017). Ayrıca, Dodd Frank Kanunu ile getirilen değişikliklerde oy haklarına yönelik olarak özen yükümlülüğüne ilişkin ayrıca özel bir hüküm bulunmasa da, 2011 yılında olumsuz oy verilen ücret paketlerinin söz konusu olduğu ortaklıklardan sekizinde pay sahipleri tarafından, yönetim kurulu üyelerinin oyları görmezden geldiği ve böylece özen yükümlülüğünün ihlal edildiği gerekçesiyle dava açılmıştır (THOMAS R. S./PALMITER A. R./COTTER J. F., *Dodd-Frank's Say on Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance*, Cornell Law Review, Vol:97, Sayı:5, Temmuz 2012, s. 1261, <http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3247&context=clr> (Erişim Tarihi: 14.7.2017).

¹¹⁰ Buna göre, NYSE'nin elkitabının 3/303A.08 numaralı hükmünde ve NYSE AMEX kurallarının 711. bölümünde, paya dayalı bütün ödeme planları ve bu planlarda yapılacak esaslı değişikliklerin pay sahiplerinin onayı ile yürürlüğe gireceği açıkça düzenlenmiştir (NYSE AMEX Rules Sec. 711; Listed Company Manual, Sec. 3/303A.08). NYSE'in elkitabının 3/312.03 numaralı hükmünde ise, şirketin pay ihraç etmesi gereken hallerde, pay sahiplerinin onayının arandığı durumlar sayılırken, paya dayalı ödeme planları kapsamındaki ihraçlar tekrar belirtilerek bu zorunluluk bir kez daha vurgulanmıştır (Listed Company Manual, Sec. 3/312.03). SEC de, 30.6.2003 yılında NYSE tarafından hazırlanan ve 25.11.2009 tarihinde son defa değiştirilen elkitabındaki düzenlemelere benzer şekilde, paya dayalı (equity-based) ödeme planlarının pay sahiplerinin onayından geçmesini zorunlu hale getirmiştir (ÖZER, s. 357-360).

3) Etkileri

Öncelikle belirtmek gerekir ki, pay sahipleri tarafından getirilen ve yönetim kurulu tarafından genel kurul gündemine alınan yöneticilere sağlanacak mali haklara dair önerilere ilişkin olarak, 1997, 2000 ve 2007 tarihlerinde doktrinde yapılan araştırmalar, önerilerin mali haklar üzerinde çok büyük etkileri olmadığını ortaya koymaktadır. Bu öneriler, mali hak miktarlarındaki artışların daha küçük oranlarda yapılmaya başlanması dışında göze çarpan önemli bir değişikliğe sebep olmamıştır. Bunun en önemli sebebi olarak önerilerin, pay sahiplerinin çoğunluğunun iradesini yansıtmasına rağmen bağlayıcı nitelikte olmaması ve yöneticiler tarafından ciddiye alınmaması gösterilmektedir¹¹¹.

Diğer taraftan yukarıda belirtildiği gibi, EESA ve daha sonra SEC tarafından TARP'ın fon alıcısı olan şirketlerin pay sahiplerine, şirket yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin tavsiye niteliğinde oy verme hakkı tanınması öngörülmüş olup, 2009 yılında yaklaşık 280 finansal şirket tarafından gerçekleştirilen oylamada yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin olarak pay sahipleri tarafından ortalama %88,7 oranında olumlu yönde oy kullanılmıştır¹¹².

Dodd Frank Kanunu'nun yürürlüğe girmesi akabinde yapılan bir diğer araştırmaya göre, Kanun'un yürürlüğe girdiği ilk yıl olan 2011 tarihinde, şirketlerin büyük çoğunluğu (yaklaşık %91.2) ücretlendirme paketleri için pay sahiplerinden onay almıştır¹¹³. Bununla birlikte, bazı şirketlerde, yöneticilere sağlanan mali haklar kabul görmemiştir. Buna göre, 2532 şirketin 39'unun genel kurulunda ücretlendirme paketleri kabul edilmemiştir¹¹⁴. Tavsiye niteliğinde olsa da bu oyların şirketler üzerinde bir etkisi bulunduğu, bazı şirketlerin yönetim kurullarının ücret paketlerinde değişiklik yaptığı, bazı şirketlerin yönetim kurullarının ise eleştirilere karşı ikna yolları aramaya başladığı görülmüştür¹¹⁵. Söz konusu mali hakların pay sahipleri tarafından kabul görmemesinin gerekçesinin, ödemelerin şirket performansı ile karşılaştırıldığında fahiş bulunması olduğu anlaşılmıştır¹¹⁶.

Pay sahipleri tarafından yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin olarak olumsuz oy verilmesinin etkenlerinin saptanmaya çalışıldığı bir başka çalışmada ise, 2010-2012 yılları arasında S&P1500 şirketleri incelenmiş olup, şirketlerin %3'ünden daha azının olumsuz oylarla karşılaştığı, yöneticilere sağlanan mali hakların yüksek veya aşırı bulunduğu şirketlerde olumsuz oy oranlarının daha yüksek olduğu, düşük performans sergileyen şirketlerde olumsuz oy oranlarının yüksek olduğu, kurumsal yönetimin kalitesinin yüksek olduğu şirketlerde olumsuz oy oranlarının daha düşük olduğu ve yöneticilere sağlanan mali hakların büyüme

¹¹¹ ÖZER, s. 352, 353.

¹¹² THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 660.

¹¹³ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 661.

¹¹⁴ Olumsuz oylar incelendiğinde, oy danışmanlarının tavsiyelerinin oldukça etkili olduğu görülmüştür (COTTER J. F./PALMITER A. R./THOMAS R. S., *The First Year of Say-on-Pay Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward (First Year of DFA)*, s. 969, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2162957, (Erişim Tarihi: 14.7.2017).

¹¹⁵ ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN, s. 338. Ayrıca, ücret paketlerinde olumsuz oy alındığında yöneticiler tarafından gerçekleştirilen işlemlerin görülebileceği örnek olaylar için bkz. COTTER/PALMITER/THOMAS, *First Year of DFA*, s. 1002-1010.

¹¹⁶ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 661.

derecesinin, bir önceki oylamada olumsuz oyların yüksek olması durumunda daha düşük olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır¹¹⁷.

Öte yandan, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerine söz hakkı tanınmasının şirketin paylarının değerine olan etkisinin araştırıldığı bir çalışma neticesinde, mali hakların %50 üzerinde oylarla onaylandığı gün şirketlerin paylarında, onaylanmayan şirket paylarına oranla %2,4 oranında olağandışı bir artış yaşandığı sonucuna varılmıştır¹¹⁸.

Ayrıca, Dodd Frank Kanunu'nun 951. maddesi uyarınca pay sahipleri tarafından, yapılacak oylamanın sıklığının da 6 yılda bir olmak üzere karara bağlanacağı yukarıda belirtilmiştir. Bu çerçevede, ilk oylama 2011 yılında gerçekleşmiş olup, yapılan araştırmalarda, şirketlerin çoğunluğunun (%66) genel kurul toplantılarında anılan oylamanın her yıl yapılmasına karar verildiği, %11'inin 2 yılda bir, %7'sinin ise, 3 yılda bir oylama yapılmasına karar verdiği tespit edilmiştir¹¹⁹.

E) Avrupa Birliği

1) Tavsiye Kararları

AB Komisyonu, mali hakları belirleme konusunda yetkinin kullanılmasına ilişkin olarak tek bir model öngörmekten kaçınmakta olup, üye ülkelere geniş bir hareket alanı bırakmayı tercih etmektedir. Zira, AB üyesi ülkeler tekli veya ikili organ yapısını seçmekte özgürdür ve benimsenen yönetim usulüne göre mali hakları belirleme süreci değişiklik gösterebilmektedir¹²⁰.

Kurumsal yönetim yaklaşımının etkisiyle AB Komisyonu, yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda ilk olarak, 2004/913 sayılı "*Borsa Şirketlerinde Yöneticilerin Ücretlendirilmesinde Uygun Bir Rejimin Oluşturulmasına İlişkin Tavsiye*"yi yayınlamıştır¹²¹. Tavsiye'nin gerekçesine bakıldığında, şirketlerin ücret politikalarının yıllık olağan genel kurul toplantısı gündeminde yer alması gerektiği ifade edilerek, böylelikle pay sahiplerinin kapsamlı açıklamaya dayalı olarak bir karar alınması önerisinde bulunmalarına gerek olmaksızın şirketin ücret politikaları hakkında düşüncelerini en etkili şekilde açıklama ve tartışma imkânına sahip olacaklarının ve şirketin hesap verme yükümünü güçlendirmek adına ücret politikasının yıllık olağan genel kurul toplantısında oylamaya (istişari) sunulması gerekliliğinin üzerinde

¹¹⁷CONYON M. J., *Shareholder Dissent on Say-on-Pay and CEO Compensation*, Mart 2016, s.20-22, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2748645 (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

¹¹⁸ THOMAS/VAN DER ELST, *SoP Worldwide*, s. 662.

¹¹⁹BABRSAMIAN B. A./LYNCH B. J., *Say on Pay Frequency Revisited for 2017*, s.1,2, <http://www.natlawreview.com/article/say-pay-frequency-revisited-2017> (Erişim tarihi:14.6.2017), LIBIT W. M./FREIER T. E., *Say on Pay Frequency: Is It Easy As 1, 2 of 3?*, Insights, Sayı: 1, Ocak 2017, s. 3,4 http://www.chapman.com/media/publication/710_Chapman_Say-On-Pay_Frequency_120616.pdf (Erişim tarihi:14.6.2017).

¹²⁰ ÖZER, s. 317.

¹²¹ AB Hukuku çerçevesinde Komisyon tarafından tavsiye hazırlanmasının hukuki dayanağı Roma Anlaşması'nın 211. maddesi olup, anılan maddeye göre, Komisyon Roma Anlaşmasında düzenlenen konular hakkında ve hatta gerekli gördüğü diğer hususlar hakkında Tavsiye yayımlayabilecektir. Topluluk hukukunda Komisyon Tavsiyeleri üye devletler için bağlayıcı hükümler getirmemekte ancak tavsiye konusunda ortak bir zemin kurulması amaçlanmaktadır (SAYIN GÜNDÜZ S., *Borsa Şirketlerinde Yöneticilere Yapılan Ödemeler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği*, Araştırma Raporu, Ekim 2009, s. 18).

durulduğu görülmektedir¹²². Tavsiye’de yöneticilere sağlanan mali hakların genel kurulda belirlenmesine ilişkin olarak, sabit ödemeler ve paya dayalı ödemeler açısından farklı düzenlemeler yer almaktadır. Buna göre, sabit ödemeler ikramiye gibi vadeli teşvikler ve bunlar üzerindeki esaslı değişikliklerin genel kurul gündeminde ayrı bir madde olarak yer alması ve pay sahiplerinin onayına sunulması zorunlu olup, üye ülkeler oyların bağlayıcı ya da tavsiye niteliğinde olmasına karar verme konusunda serbest bırakılmışlardır. Paya dayalı ödemelerin ve bu ödemelerin uygulanma koşulları ile koşullarda yapılacak esaslı değişikliklerin ise genel kurulun gündemine alınması ve pay sahiplerinin onayından geçirilmesi gerekmekte olup, bu oylar bağlayıcı niteliktedir¹²³. Tavsiye’de yer alan hükümler, üye devletlerden birinde merkezi olan borsa şirketlerinin ya da yabancı şirketlerin üye devletin düzenlenmiş piyasalarında kotasyonu olan şirketlerin yönetici, denetleyici, idari organ üyesi veya üye olmasa da CEO’larıdır. Başka bir deyişle, yönetici terimi herhangi bir organın üyesi olarak anlaşılabilceği gibi, herhangi bir kurulun üyesi olarak yer almayan CEO’ları da kapsamaktadır¹²⁴.

Daha sonra, borsa şirketlerinde icra yetkisine sahip olmayan yönetim kurulu üyeleri, gözetim yapan yöneticilerin rolü ve komitelere (ücret komitesine) ilişkin hükümler içeren 2005/162 sayılı Tavsiye yayınlanmış olup, anılan Tavsiye’yi ve ücret politikasının oluşturulması, kamuya açıklanması ve genel kurul toplantısında oylanmasına yönelik kurallar öngören 2004/913 sayılı Tavsiye’yi¹²⁵ tamamlamak amacıyla yayınlanan 2009/385 sayılı Tavsiye’de ise, yöneticilerin mali haklarının belirlenmesi konusunda genel nitelikte bir hükme yer verilerek, mali haklara ilişkin oyların uygun ve elverişli şekilde kullanılabilmesi için pay sahiplerinin genel kurula katılmaları konusunda teşvik edilmeleri yeterli görülmüştür¹²⁶.

Ardından AB Komisyonu, finansal hizmetler sektöründe ücret politikaları hakkında 30.4.2009 tarih ve C(2009) 3159 sayılı Tavsiye’yi yayınlamıştır. Anılan Tavsiye’de ücret politikasının yapılandırılması, işleyişi ve kamuya, paydaşlara ve gözetim mekanizmalarına açıklanmasına yönelik ilkeler yer almaktadır¹²⁷.

¹²² PULAŞLI H., Corporate Governance ve Yeni Düzenlemeler Işığında Şirket Yöneticilerinin Ücretlerinin Açıklanma Yükümü, BATİDER, 2005 Haziran, C. 23, Sayı:1, s. 35.

¹²³ ÖZER, s. 323, 324.

¹²⁴ SAYIN GÜNDÜZ, s. 23.

¹²⁵ SAYIN GÜNDÜZ, s. 22.

¹²⁶ ÖZER, s. 324. Ayrıca, anılan Tavsiye’de şirketlerin mali haklara ilişkin politikalarının kamuya açıklanmasıyla ilgili ayrıntılı hükümler yer almakta olup, Tavsiye uyarınca beyanname; mali hakların sabit ve değişken bileşenleriyle ilgili açıklamaların, paya dayalı ödeme şekillerine temel olacak performans kriterleri hakkındaki bilgilerin, mali haklar ile performans arasındaki ilişkinin, ücret komitesine ilişkin bilgilerin, yıllık primler ve nakit dışı diğer mali haklara ilişkin unsurlar ile gerekçelerinin yer alması ve emeklilik ödemelerinin temel özelliklerinin tanımlanması gerekmektedir (ÖZER, s. 83, 84).

¹²⁷ Tavsiye’ye göre, ücreti oluşturan sabit ve değişken bileşenlerin kendi içinde dengeli bir biçimde belirlenmesi, bu bağlamda, sabit bileşenin yeterince yüksek tutulması ve personelin ikramiye, prim ödemelerine güvenmemesi, bağımlı olmaması, değişken kısmın ise, performans ölçüm kriterine bağlanması ve bu kriterin finansal kurumun uzun vadeli performansını öncelemesi söz konusu performansın risk, sermaye maliyeti ve likidite bakımından ayarlanabilir olması gerekmektedir. Ayrıca, finansal kurumlar, ücretin değişken olan kısmını, yanlış olduğu sonradan anlaşılabilir veriler üzerine tespit etmişlerse bu kısmın Şirket tarafından talep edilmesi gerekir (SAYIN GÜNDÜZ, s. 31, 32). Anılan Tavsiye’de yer alan hükümler doğrultusunda, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 14.4.2011 tarih ve 12/383 İlke Kararı ile tavsiye niteliğinde olan "*Aracı Kurumların Ücretlendirme Esaslarına İlişkin İlkeler*"in benimsenmesine ve ilkelerin uygulanmasında "*uygula, uygulamıyorsan açıkla*" yönteminin kabul edilmesine karar verilmiştir (<http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/?submenuheader=-1> Erişim Tarihi:18.7.2017).

AB Komisyonu 12.12.2012 tarihinde Avrupa Şirketler Hukuku ve Kurumsal Yönetim konularında bir Plan (Action Plan: European Company Law and Corporate Governance) yayınlamıştır. Buna göre, pay sahiplerinin ücretlendirme politikalarının gözetimi yetkisine sahip olarak etkinliklerinin artırılması gerekmekte olup, bu çerçevede pay sahiplerinin hem ücretlendirme politikasını hem de bir önceki dönemde uygulanan politika ile bireysel olarak yöneticilere sağlanan mali hakları oylaması gerekmektedir¹²⁸.

2) Direktif Düzenlemeleri

Konuya ilişkin olarak, AB Komisyonu tarafından 9 Nisan 2014 tarihinde, Borsada İşlem Gören Şirketlerin Hissedarlarının Bazı Haklarına İlişkin 2007/36 sayılı Direktif ve 2013/34 sayılı Muhasebe Direktifi'nde değişiklik yapılmasını öngören bir Direktif yayınlanmıştır. Bu direktifin hazırlanmasının amaçları arasında pay sahipleri lehine düzenlemeler yapmak ve pay sahiplerinin gözetim yetkisini artırarak yöneticilere sağlanan mali haklar ile performans arasındaki bağı güçlendirmek yer almakta olup, bu çerçevede Direktif'te pay sahiplerine yöneticilere sağlanacak mali haklar konusunda tavan belirleyen bir ücretlendirme politikasını bağlayıcı nitelikteki oylarla oylama hakkı ve mali haklara ilişkin oy verme hakkı tanınmasını öngörülmektedir¹²⁹. Bu Direktif, Avrupa seviyesinde ilk defa pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda oy hakkı tanınması açısından önem teşkil etmektedir¹³⁰.

2007/36 sayılı Direktif'te yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda pay sahiplerinin etkinliğini arttıracak nitelikte son değişiklik ise 2017/828 sayılı Direktif'le 17.5.2017 tarihinde yapılmıştır. Anılan Direktif ile pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda iki ayrı rapora ilişkin olarak iki farklı oy hakkı tanınması hüküm altına alınmıştır. Buna göre, pay sahipleri en az dört yılda bir defa, uygulanması planlanan Ücretlendirme Politikası'nı (Remuneration Policy) bağlayıcı nitelikteki oylarıyla oylama hakkına sahiptir. Oyların olumsuz çıkması halinde, bu politika uygulanamayacak olup, daha önceki dönemde onaylanmış ve uygulanmış olan politika uygulama alanı bulacaktır. Üye devletler bu oyların tavsiye niteliğinde olmasını kararlaştırabilme konusunda serbesttirler¹³¹. Pay sahipleri tarafından oylanacak diğer rapor ise Ücretlendirme Raporu (Remuneration Report) olup, bu rapor bir önceki yıl yöneticilere sağlanan tüm mali hakları içermektedir. Bu raporun pay sahipleri tarafından her yıl oylanması gerekmekte olup, pay sahiplerinin oyları tavsiye niteliğindedir. Üye devletler küçük ve orta ölçekli şirketler açısından bu raporu oylama yerine tartışmaya/görüşe de sunabileceklerdir¹³².

¹²⁸ PROVASI R./RIVA P., The European Approach to Regulation of Director's Remuneration, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by KOSTYUK A., STIGLBAUER M., GOVORUN D.), 2016, s. 226, 227, 243.

¹²⁹ PROVASI/RIVA, s. 227, 228.

¹³⁰ PROVASI/RIVA, s. 244.

¹³¹ French and European "Say On Pay" Regimes, s.1,

¹³² French and European "Say On Pay" Regimes, s. 1, 2.

III. TÜRKİYE'DE YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLAR, MALİ HAKLARIN BELİRLENMESİ VE PAY SAHİPLERİNİN KARAR SÜRECİNE KATILMASINA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELERİN TÜRK HUKUKUNA UYGULANABİLİRLİĞİ

A) Türkiye'de Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar

Araştırmalar, Türkiye'nin en büyük 100 şirketinin yöneticilerinin yıllık 700.000 ilâ 1,5 milyon TL arasında maaş aldığını göstermektedir¹³³. Bununla birlikte, maaşlara alınan prim veya ikramiyeler eklendiğinde bu meblağın 5 katına kadar çıktığı yönünde sonuçlar veren çalışmalar da bulunmaktadır¹³⁴. Bu sebeple, Türkiye'de yöneticilere sağlanan mali hakların azımsanamayacak derecede yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

Bununla birlikte, özellikle ABD'de payları borsada işlem gören halka açık şirketlerin yöneticilerine ikramiyelerinin pay senedi veya şirket pay senetlerinin belirli tarihteki borsa rayici esas alınarak yöneticilere hisse senedi opsiyonu şeklinde ödenmesi neticesinde ücretlerin oldukça yüksek rakamlara ulaştığı görülmektedir. Türkiye'de ise uygulamada yöneticilere sağlanan ücret paketlerinde böyle bir ödeme kalemine pek sık rastlanmamaktadır. Dolayısıyla, baz ücret esas alındığında Türkiye'de yöneticilere sağlanan mali hakların ABD ve Avrupa ülkeleriyle hemen hemen aynı kulvarda olduğunu, ancak hisse senedi veya hisse senedi opsiyonları ile birlikte özellikle ABD'de yöneticilere sağlanan maaşların daha yüksek rakamlara ulaştığını görmekteyiz¹³⁵.

Türkiye'de faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin üst yönetimlerinde, ağırlıklı olarak profesyonel yöneticiler bulunmaktadır. Türkiye'de 100'ün üzerinde üst düzey yöneticinin aylık 1.000.000 TL'nin üzerinde net ücret aldığı tahmin edilmektedir¹³⁶.

Yapılmakta olan bazı anket çalışmaları doğrultusunda yapılan bir araştırmada, çeşitli sektörlerde çalışan genel müdür ücretlerinin 2010 ve 2011 yıllarındaki alt ve üst değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır¹³⁷.

¹³³ BOZKUŞ F., *Üst Yönetici Primleri Uzun Vadeye Yayılıyor*, Ekonomist Online, 14.2.2016, <http://www.ekonomist.com.tr/yonetim-kariyer/ust-yonetici-primleri-uzun-vadeye-yayiliyor.html> (Erişim tarihi:15.6.2017).

¹³⁴ GÖZLER Ö., *Yerli CEO Ücreti Milyon Yolunda*, Capital, <http://www.capital.com.tr/yonetim/liderlik/yerli-ceo-ucreti-milyon-yolunda-haberdetay-4391> (Erişim tarihi:16.6.2017).

¹³⁵Türkiye'deki şirketlerin yöneticilerine sağlanan mali haklara ilişkin olarak Hay Group Ücret Araştırmalar Bölümü tarafından yapılan araştırmaya göre, Türkiye'deki yöneticilere sağlanan ücretler yıllık ortalama 79.021 Euro'yu geçmiş olup, bu meblağ ABD ve İngiltere'deki yöneticilere sağlanan ücretlerden bile fazladır. Ancak belirtmek gerekir ki, Türkiye'de yöneticilere baz maaş ve primden oluşan ücret paketi verilmesi, hisse senedi opsiyonunun pakete dahil olmaması ve yapılan araştırmanın ücret bazında olması nedenleriyle Türkiye'nin araştırmada yönetici ücretleri konusunda birinci çıktığı, hisse senedi opsiyonlarının araştırmaya dahil edilmesi halinde Avrupa ve ABD'deki şirket yöneticilerine sağlanan mali hakların sıralamayı değiştirebileceği ifade edilmektedir. (ÖZÇELİK B., *Gerçekten Türk yöneticiler çok kazanıyor mu?*, <http://www.kigem.com/gerçekten-turk-yoneticiler-cok-kazaniyor-mu.html> (Erişim tarihi:15.6.2017))

¹³⁶ Dünya genelinde en yüksek ücret alan Türk üst düzey yönetici, Coca Cola işletmesinin CEO'luğunu yapan Muhtar Kent olup, kendisi 2010 yılında kazanmış olduğu \$ 19.200.000 ile 2010'da dünyanın en çok kazanan CEO'ları listesinde 19. sırada yer almıştır. Kendisine sağlanan mali haklar paketinin dağılımı incelendiğinde, \$ 1.200.000 baz ücret, \$ 6.500.000 nakit prim, \$ 5.100.000 hisse geliri, \$ 5.700.000 opsiyon geliri ve \$ 700.000 diğer gelirler şeklindedir (ERGİN/KARACAN, s. 89-99).

¹³⁷ Capital Dergisi'nin yaptığı ücret araştırmasından derlenmiştir (ERGİN/KARACAN, s. 89-99).

Tablo 3: Çeşitli Sektörlerde Çalışan Genel Müdür Ücretlerinin 2010 ve 2011 Yıllarındaki Alt ve Üst Değerleri

Sektör	2011		2010		Değişim	
	Alt Değer (Bin TL)	Üst Değer (Bin TL)	Alt Değer (Bin TL)	Üst Değer (Bin TL)	Alt Değer (%)	Üst Değer (%)
Banka	420	900	396	804	6,1	11,9
İlaç	246	627	234	570	5,1	10
Turizm	129	420	120	396	7,5	6,1
Perakende	174	396	162	360	7,4	10
Reklam	186	342	174	312	6,9	9,6
Tekstil	141	240	132	228	6,8	5,3

Ayrıca 2013 yılında yapılan bir araştırmada, Türkiye’deki şirketlerin yöneticilerine sağlanan mali hakların idari seviyelerle karşılaştırılması neticesinde, aradaki farkın 11,1 kat fazla olduğu tespit edilmiştir¹³⁸.

Türk Kurumsal Yönetim Derneği tarafından 2015 yılında bağımsız yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretlerle ilgili yapılan bir çalışmada ise; BİST 100 Endeks’inde yer alan 100 şirketin 98’inin değerlendirilmesi neticesinde şirketlerin %21’inde bağımsız yönetim kurulu üyelerine yıllık ortalama 70.000-99.000 TL aralığında ücret ödendiği, BİST 50 Endeks’inde yer alan 50 şirketin değerlendirilmesi neticesinde şirketlerin %22’sinde bağımsız yönetim kurulu üyelerine yıllık ortalama 100.000-149.000 TL aralığında ücret ödendiği ve BİST 30 Endeks’inde yer alan 30 şirketin değerlendirilmesi neticesinde şirketlerin %23’ünde bağımsız yönetim kurulu üyelerine yıllık ortalama 300.000-350.000 TL aralığında ücret ödendiği tespit edilmiştir¹³⁹.

Görüldüğü üzere, Türkiye’de yönetim kurulu üyeleri ile diğer üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklara genel olarak bakıldığında, rakamların oldukça yüksek olduğu ve diğer çalışanlarla karşılaştırıldığında aradaki farkın fazla olduğu anlaşılmaktadır.

B) Türkiye’de Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Kurumsal Yönetim İlkelerinin Rolü

Kurumsal yönetim kavramına ilişkin olarak, öğretilen yapılan tanım ve görüşlerin ortak noktası, kurumsal yönetimin işletmenin en iyi şekilde sevk ve idaresini, üst düzey yönetiminin denetlenmesini, gözetimini ve şirket üzerinde hak iddia eden menfaat gruplarının üst yönetimle olan ilişkilerinin tümünü kapsamasıdır. Bu bağlamda kurumsal yönetim; şirket üst düzey yönetiminin faaliyetleri ile doğrudan ilgilidir¹⁴⁰. Menfaat sahiplerinin menfaatlerinin gözetilmesi, kurumsal yönetimin ayırıcı özelliklerinden birisi olup¹⁴¹, tüm ülkelerde yapılan

¹³⁸ Hay Group, *Türkiye’de Üst Yönetim ile İdari Seviyeler Arasında 11.1 Kat Fark Var*, <http://www.haygroup.com/tr/press/details.aspx?id=39635>, (Erişim Tarihi: 27.6.2017).

¹³⁹ Aynı araştırmada, II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliğ’in (II-17.1 sayılı Tebliğ) 5. maddesinin ikinci fıkrasında yapılan gruplandırma çerçevesinde; 28 şirketin yer aldığı Grup I şirketlerinin bağımsız yönetim kurulu üyelerinin %21’inin yıllık ortalama 300.000-349.000 TL aralığında ücret aldığı, 30 şirketin yer aldığı Grup II şirketlerinin bağımsız yönetim kurulu üyelerinin %23’ünün yıllık ortalama 100.000-149.000 TL aralığında ücret aldığı, 310 şirketin yer aldığı Grup III şirketlerinin bağımsız yönetim kurulu üyelerinin %27’sinin yıllık ortalama 6.000-29.000 TL aralığında ücret aldığı tespit edilmiştir.

Türk Kurumsal Yönetim Derneği, *Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri Ücret Araştırması*, Ocak 2016, http://www.tkyd.org/files/images/content/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/tkyd_yayinlari/BYKUA-SON.pdf (Erişim tarihi: 15.6.2017).

¹⁴⁰ ÜNAL A. C., *Kurumsal Yönetimin Teorisi, İlkeleri ve Uygulamaya Yansımaları (Kurumsal Yönetim)*, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, Ocak 2015, s.406-408.

¹⁴¹ MANAVGAT Ç., *Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Ankara 2016, s. 150,151.

kurumsal yönetime ilişkin bütün düzenlemelerin ortak amacı kamu güveninin yeniden kazanılmasının sağlanması olmuştur¹⁴².

Kurumsal yönetime ilişkin olarak OECD¹⁴³ ve Dünya Bankası¹⁴⁴ tarafından yapılan tanım ve tespitler, kurumsal yönetimin her ülkeye uyabilecek evrensel bir içeriğinin olmayacağını, ekonomik başarı veya başarısızlıkların asli sebebinin de yine kurumsal yönetimin olmayacağını vurgulaması bakımından büyük önem taşımaktadır¹⁴⁵. Doktrinde de, bir ülkeye kültürel mirasını ve karakterini kazandıranın o ülkenin tarihi, felsefesi ve ekonomisi olması nedeniyle kurumsal yönetimin ulusal niteliği vurgulanmaktadır¹⁴⁶.

Ülkemizde kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin düzenlemelere bakıldığında, karşımıza çıkan ilk hüküm TTK'nın 1529. maddesidir. Hükümün birinci fıkrası uyarınca, halka açık anonim ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından belirlenir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) 17. maddesinin birinci ve ikinci fıkralarında ise, halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esasların Kurulca belirleneceği ve Kurulun bu yetkilerini halka açık ortaklıklar arasında haksız rekabet ile sonuçlanmayacak şekilde ve eşit koşullardaki şirketlere eşit kuralların uygulanması prensibini göz önünde bulundurarak kullanacağı hüküm altına alınmıştır.

Bu çerçevede, Kurul tarafından II-17.1 sayılı Tebliğ ile kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiş olup, yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan diğer yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin düzenlemeler anılan Tebliğ'de düzenleme altına alınmıştır.

Ayrıca, SPKn'nin 17. maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca, Kurul, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların, niteliklerine göre, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmaya, buna ilişkin usul ve esasları belirlemeye, verilen süre içinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayacak kararları almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya, herhangi bir süre vermemiş olsa dahi uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemeye, dava açmaya, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemeye, bu işlemlerin yerine getirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.

Anılan hükmün verdiği yetki çerçevesinde, II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5. maddesi ile, maddenin birinci fıkrasında sayılan (1.3.1.), (1.3.5.), (1.3.6.), (1.3.9.), (4.2.6.), (4.3.1.), (4.3.2.), (4.3.3.), (4.3.4.), (4.3.5.), (4.3.6.), (4.3.7.), (4.3.8.), (4.5.1.), (4.5.2.), (4.5.3.), (4.5.4.), (4.5.9.),

¹⁴² ÜNAL A. C., *CEO'nun Konumunun Mukayeseli Hukuk Açısından Değerlendirilmesi (CEO)*, Legal Hukuk Dergisi, Cilt: 12, Sayı: 133, Ocak 2014.

¹⁴³ OECD Principles of Corporate Governance 2004,

<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> (Erişim tarihi: 18.6.2017).

¹⁴⁴ Reports on the Observance of Standards & Codes, <http://www.worldbank.org/en/programs/rosc#3> (Erişim tarihi: 18.6.2017).

¹⁴⁵ MANAVGAT, s. 148, 149.

¹⁴⁶ DINE J./KOUTSIAS M., "The Nature of Corporate Governance: The Significance of Natural Cultural Identity", https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2247943 (Erişim tarihi: 15.6.2017).

(4.5.10.), (4.5.11.), (4.5.12.), (4.5.13.), (4.6.2.) ve (4.6.3.) no'lu ilkeler, maddenin ikinci fıkrasında sayılan ortaklıklar¹⁴⁷ için uygulanması zorunlu hale getirilmiştir.

Yönetim kurulu üyelerine ve diğer yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin olan ve uygulanması zorunlu tutulan ilkeler; aralarında Ücret Komitesi'nin de bulunduğu komitelere ilişkin genel düzenlemelere ilişkin 4.5.1, 4.5.2, 4.5.3, 4.5.4, Ücret Komitesi'ne ilişkin 4.5.13, yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunulmasıyla bu konuda görüş bildirme imkânı tanınmasına ve ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilmesine ilişkin 4.6.2 ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesine ilişkin 4.6.3 no'lu ilkelerdir.

C) Türkiye'de Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetici Kavramı ve Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Rolü

1) Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetici Kavramı

Bilindiği üzere, TTK'nın 365. maddesi uyarınca anonim şirket, yönetim kurulu tarafından yönetilir ve temsil olunur. Bununla birlikte, Kanun'un 367/1 maddesi çerçevesinde, yönetim kurulu esas sözleşmeye konulacak bir hükümlerle, düzenleyeceği bir iç yönergeye göre, yönetimi, kısmen veya tamamen bir veya birkaç yönetim kurulu üyesine veya üçüncü kişiye devretmeye yetkili kılınabileceği gibi, 368. madde uyarınca da, yönetim kurulu, ticari mümessil ve ticari vekiller atayabilecektir.

Ayrıca, TTK'nın 370. maddesi gereğince, esas sözleşmede aksi öngörülmemiş veya yönetim kurulu tek kişiden oluşmuyorsa temsil yetkisi çift imza ile kullanılmak üzere yönetim kuruluna ait olmakla beraber, yönetim kurulu, temsil yetkisini bir veya daha fazla murahhas üyeye veya müdür olarak üçüncü kişilere devredebilir. En az bir yönetim kurulu üyesinin temsil yetkisini haiz olması şarttır.

Dünya'da olduğu gibi Türkiye'de de, şirketlerin yönetimini üst düzey yöneticiler üstlenmektedir. Üst düzey yöneticiler ise, yönetim kurulu üyelerinden biri olabileceği gibi yukarıdaki hükümler uyarınca şirketin yönetim ve/veya temsil yetkisinin devredildiği idari sorumluluğu bulunan diğer yöneticiler de olabilecektir. İdari sorumluluğu bulunan diğer

¹⁴⁷ II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5/2 maddesi;

"Bu Tebliğ ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinden zorunlu olarak uygulanacak olanların belirlenmesi ve gözetiminde, payları borsanın Ulusal Pazarı, İkinci Ulusal Pazarı ve Kurumsal Ürünler Pazarında işlem gören ortaklıklar sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılır. Piyasa değeri ile fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin hesaplanmasında, Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları itibarıyla son işlem günlerinde oluşan ikinci seans kapanış fiyatlarının ve fiili dolaşımdaki pay oranlarının ortalaması esas alınır. Aynı ortaklığın farklı pay gruplarının borsada işlem görmesi durumunda, söz konusu grupların tamamı dikkate alınır. Söz konusu hesaplama her yıl Ocak ayında Kurul tarafından yapılarak, ortaklıkların dahil oldukları gruplar yeniden belirlenir ve liste Kurul Bülteni aracılığıyla ilan edilir. Buna göre gruplandırmada kullanılacak rakamsal eşikler aşağıda belirtilmektedir:

a) Birinci grup: Piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar.

b) İkinci grup: Birinci grup dışında kalan ortaklıklardan, piyasa değerinin ortalaması 1 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 250 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar.

c) Üçüncü grup: Birinci ve ikinci gruba dahil olan ortaklıklar dışında kalan payları Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Kurumsal Ürünler Pazarında işlem gören diğer ortaklıklar."

hükümünü amirdir.

yöneticiler¹⁴⁸, CEO, Chief Financial Officer (CFO), icra kurulu başkanı, murahhas müdür, genel müdür, genel müdür yardımcıları gibi unvanlarla görev yapan şirkete göre üçüncü kişi konumundaki profesyonellerdir¹⁴⁹. BİST30 Endeksi'nde yer alan şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) açıklanan bilgilerinin incelenmesi neticesinde, yönetimde söz sahibi olan personelin tamamının yönetim kurulu üyesi olduğu 3, hiçbirinin yönetim kurulu üyesi olmadığı 11, genel müdür/icra kurulu başkanı/CEO vb. unvanlı kişinin yönetim kurulu üyesi olduğu ancak diğer yöneticilerin yönetim kurulu üyesi olmadığı 14 ve genel müdür/icra kurulu başkanı/CEO vb. unvanlı kişinin yönetim kurulu üyesi olmadığı ancak diğer yöneticilerin yönetim kurulu üyesi olduğu 2 şirket tespit edilmiştir¹⁵⁰.

II-17.1 sayılı Tebliğ'in ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin (KYİ) 4.2.5 no'lu maddesi, yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/genel müdürün yetkilerinin net bir biçimde ayrıştırılması ve bu ayrımın yazılı olarak esas sözleşmede ifade edilmesinin esas olduğunu, şirkette hiç kimsenin tek başına sınırsız karar verme yetkisi ile donatılmaması gerektiğini düzenlemektedir.

KYİ'nin 4.2.6 no'lu maddesi gereğince ise, yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdürün aynı kişi olmasına karar verilmesi durumunda, bu durum gerekçesi ile birlikte KAP'ta açıklanacaktır. Hemen belirtmek gerekir ki bu ilke, II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinin birinci fıkrasında sayılan uygulanması zorunlu ilkelere dendir.

İlkelerde bahsi geçen icra başkanı/genel müdür aslında icra, yani yürütme kurulunun başındaki kişidir. İngilizcede “*CEO*” olarak da tanımlanan bu kişiler yönetim kurulu üyesi olabilecekleri gibi olmamaları da mümkündür. Bu kişilerin yönetim kurulu üyesi olmamaları halinde, yönetim kurulu toplantılarında oy hakkını kullanarak karar alma, yani yönetim kurulunun şirket idaresi yetkisine doğrudan katılma hakları bulunmayacaktır. Anılan yöneticiler, kendilerine icra görevi verilen ve yönetim kurulu üyeleri ve/veya diğer şirket çalışanlarından oluşan icra kurulunun başında olan, yönetim kurulunda alınan kararları uygulayan bir yönetici konumunda olacaklardır. Bahsi geçen yöneticiliğin “*murahhas müdür*” olarak veya ortaklığın büyük ölçekli olması ve bu ortaklıkta birden fazla müdür ya da murahhas müdür olması halinde “*genel müdür*” olarak adlandırılması mümkündür¹⁵¹.

Özellikle sermayesi, malvarlığı ve işlem hacmi çok büyük olan ortaklıklarda, yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının görevleri ayrıldığında ortaklık daha rahat yönetilecek olup, bu ayırım ile birlikte, yönetim kurulunda şirket işleriyle ilgilenen kurulun başı (icra başkanı/genel müdür) ve yönetim kurulunun daha sağlıklı işlemesine ilişkin hareket eden yetkililerin (icrada görevli olmayan üyeler) başı (yönetim kurulu başkanı) birbirinden ayrılacaktır. Böylece, kişiler kendi görev alanlarında daha efektif bir biçimde yer alacağından, KYİ'nin 4.2.5 no'lu maddesinde öngörülen sistem oldukça sağlıklı bir yönetim sistemi

¹⁴⁸ II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 4/1-(f) maddesinde, idari sorumluluğu bulunan kişiler; ihraççının yönetim kurulu üyeleri ve yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler olarak tanımlanmıştır.

¹⁴⁹ Bu kişilerin yönetim kurulu başkanı/üyesi olmasının önünde engel olmamakla birlikte, çalışmada mali haklarının belirlenmesi konusunda yönetim kurulu üyesi olmadıkları durum esas alınmıştır.

¹⁵⁰ www.kap.org.tr (Erişim Tarihi:28.6.2017).

¹⁵¹ DEMİR H. E., Sermaye Piyasası Kurulu'nun Şirketlerdeki Yönetim Kuruluna İlişkin Kurumsal Yönetim İlkeleri, İstanbul 2013, s. 54

öngörmekte olup, dünyada da bütün kurumsal yönetim kodları bu ayırım doğrultusunda düzenleme yapmıştır¹⁵².

TTK'da yönetim kurulu üyelerine ilişkin olarak detaylı hükümlere yer verilmiştir. Bununla birlikte, yönetim kurulu üyesi olmayan diğer yöneticilerle ilgili olarak TTK'daki düzenlemeler sınırlı tutulmuş olup¹⁵³, bu kişilerin konumu ve görevlerinin varlığı tanınırken, bir yandan pay sahiplerinin de korunması amacıyla bu konudaki kurallar daha çok kurumsal yönetim düzenlemeleriyle oluşturulmuştur. Başka bir deyişle, konu uygulamada şirket içinde üstlenilen önemli rol ve kurumsal yönetim ilkelerine yansıyan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır¹⁵⁴.

2) Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Rolü

a) Genel Olarak

Türkiye'de şirketlerin ortaklık yapısına bakıldığında, ABD ve İngiltere gibi ülkelerde olduğu gibi dağınık ortaklık yapısından ziyade, hâkim ortaklık yapısına daha sık rastlanmaktadır. Bu sebeple, hâkim ortağın yönetim üzerindeki gözetim ve görevden alma gücünün, başarıya dayalı mali hakları belirleme yönteminin önemini azaltacağı düşünülebilecektir. Bununla birlikte, yöneticilerin üçüncü kişi konumundaki profesyoneller arasında seçilmesi halinde, hâkim ortağın gözetim gücü devam etmekle beraber başarıya dayalı mali hak belirleme ölçütlerinin uygulama alanı bulacağı açıktır¹⁵⁵.

Bu çerçevede günümüzde, Türkiye'de halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılması, ABD, İngiltere ve Fransa örneklerinde olduğu mahiyette sorun teşkil edebilecek bir konu olmamakla beraber, şirket yöneticilerinin üçüncü kişi konumundaki profesyoneller arasında seçilmesi halinde veya yukarıda belirtildiği üzere, Almanya, İsviçre gibi ülke örneklerinde olduğu gibi, dünya uygulamasında şirketlerin hâkim ortaklık yapısından vazgeçerek dağınık ortaklık yapısını tercih etmeye başladığı hususu göz önünde bulundurulduğunda, konuya ilişkin olarak pay sahiplerinin etkinliğinin güçlendirilmesinin önem teşkil edeceği düşünülmektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi, Türkiye'de ve dünyada şirketlerin yönetimini üst düzey yöneticiler üstlenmektedir. Üst düzey yöneticiler ise, en geniş anlamıyla yönetim kurulu üyeleri ve idari sorumluluğu bulunan diğer yöneticilerdir.

TTK'nın 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine ödenecek olan mali haklar esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmektedir. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar esas sözleşmede öngörülmediği takdirde genel kurul

¹⁵² DEMİR, s. 56, 57.

¹⁵³ TTK'nın 370/2 maddesinde, yönetim kurulunun temsil yetkisini bir veya daha fazla murahhas üyeye veya müdür olarak üçüncü kişilere devredebileceği hükmüne bağlanarak aslında konuya ilişkin bir düzenlemenin yapıldığı düşünülmektedir. Bununla beraber, yönetim kurulunu ikili sisteme göre şekillendiren ülkelerde icra başkanı makamı daha fazla önem kazandığından, tekli yapıyı tercih etmiş olan Türk hukuk sisteminde düzenlenmemiş olması doğaldır (DEMİR, s. 52, 53).

¹⁵⁴ ÜNAL, CEO, s. 30. Bununla birlikte, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGGK) tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartları'ndan (TMS/TFRS) TMS 24 İlişkili Taraf Açıklamaları'nın 9. maddesinde kilit yönetici personel, işletmenin, (idari ya da diğer) herhangi bir yöneticisi de dâhil olmak üzere, faaliyetlerini plânlama, yönetme ve kontrol etme yetki ve sorumluluğuna doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişiler olarak tanımlanmıştır.

¹⁵⁵ MANAVGAT, s. 132, 133.

tarafından, yani pay sahiplerince belirleneceğinden, yabancı ülke örneklerindeki uygulamanın aslında mevzuatımızda baştan beri yer aldığını söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak anılan hüküm yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların esas sözleşmede de belirlenebileceğini öngördüğünden, esas sözleşmenin hazırlanmasından yahut değiştirilmesinden sonra şirkete ortak olan pay sahiplerine ayrıca söz hakkı tanınmamış olacağından yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecindeki etkinliğinin her koşulda var olduğu da kabul edilemeyecektir.

Diğer taraftan, TTK'da yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların belirlenme usulü açıkça düzenlenmişken, yönetim kurulu üyeleri dışındaki diğer yöneticilerin kimler olabileceği veya bu kişilerin mali haklarının nasıl belirleneceği hususları düzenlenmemiştir.

Konuya ilişkin olarak SPKn'de de açık hüküm bulunmamakla birlikte, II-17.1 sayılı Tebliğ'de, "*idari sorumluluğu bulunan diğer yönetici*", "*icra başkanı*", "*genel müdür*" kavramlarına yer verilmiş olup, anılan yöneticilerin mali hakları Tebliğin ekinde yer alan KYİ'nin 4.6 no'lu "*Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar*" başlıklı kısmında düzenlenmiştir. II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde, anılan maddenin ikinci fıkrasında sayılan şirketler açısından KYİ'nin bir kısmının uygulanması zorunlu olup, diğer ilkelerin sebebi açıklanmak suretiyle uygulanmaması mümkündür. Mali hakları düzenleyen 4.6 no'lu başlık altında yer alan ilkelerin yalnızca ikisinin¹⁵⁶ anılan şirketler açısından uygulanma zorunluluğunun bulunması ve diğer ilkeler açısından böyle bir zorunluluğun öngörülmemiş olması karşısında, ülkemizde halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyeliği görevi olmaksızın yönetici olarak görev yapan kişilere sağlanacak mali haklar açısından pay sahiplerinin söz hakkının tüm halka açık anonim ortaklıklar açısından bağlayıcı olacak şekilde hukuki zemine kavuşturulmadığı değerlendirilmektedir.

b) Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesine Pay Sahiplerinin Rolü

i) Yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar

Öncelikle belirtmek gerekir ki, TTK'nın "*Yönetim kurulu üyelerinin mali hakları*" başlıklı 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine, tutarı esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmiş olmak şartıyla huzur hakkı, ücret, ikramiye, prim ve yıllık kârdan pay ödenebilir.

Hükümden de anlaşıldığı üzere, anonim şirketlerde yönetim kurulu üyelerinin mali nitelikteki hakları; huzur hakkı, ücret, kazanç (kar) payı, ikramiye ve primdir.

Hükümde bahsi geçen huzur hakkı, yönetim kurulu üyelerine hazır buldukları her toplantı için verilen bir ücret olup, anılan ücretin miktarı esas sözleşmede tayin edilmediği takdirde, genel kurul tarafından saptanacaktır. Yargıtay içtihatlarında, huzur hakkının yönetim kurulu üyesinin emeğinin karşılığı olduğu, sonraki genel kurullarda açıkça kaldırılmadığı ve

¹⁵⁶ Anılan ilkeler yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunularak ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınmasına ve ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilmesine ilişkin 4.6.2 ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesine ilişkin 4.6.3 no'lu ilkelerdir.

değiştirilmediği sürece ödenmesi gerektiği veya genel kurul tarafından kararlaştırılmasa dahi verdiği hizmet ve katıldığı toplantılar göz önünde bulundurularak yönetim kurulu üyelerinin huzur hakkı alacağına kabulünün gerektiği ifade edilmektedir¹⁵⁷. Öte yandan, yönetim kurulu üyesi olmayan ortakların kar payı alma haklarının zayıflatıldığı hallerde, belli ortaklara örtülü kar dağıtılması sonucunun doğacağı veya ortaklığın yıllık karının yönetim kurulu üyelerinin bir aylık huzur haklarını karşılama olasılığının olanaksız olduğu değerlendirilen durumlarda, huzur hakkına ilişkin genel kurul kararlarının iptaline yönelik Yargıtay kararları da bulunmaktadır¹⁵⁸.

TTK md. 394 hükmünde öngörülen bir diğer mali hak olan ücretin de miktarı ve ödenmesine ilişkin diğer hususlar esas sözleşmeye konulacak bir hükümle veya genel kurul kararıyla kararlaştırılabilecektir. Ücretin esas sözleşmede veya genel kurul toplantısında tespit edilmediği durumlarda, bu tespit yönetim kurulu tarafından değil, mahkemelerce yapılması gerekmektedir¹⁵⁹.

Uygulamada yönetim kurulu üyelerine bir teşvik tedbiri olarak, ortaklık kazancından pay verildiği de sık görülmekte olup, kazanç payı verilebilmesi, esas sözleşmenin bu yolda bir hüküm içermesine bağlıdır. TTK'nın 511. maddesi yönetim kurulu üyelerine net kazanç payı verilebilmesini bazı koşullara tabi tutmuş olup, kazanç payı ancak net kazançtan önce kanuni yedek akçeler ayrıldıktan ve sözleşmede daha yüksek bir oran öngörülmediği takdirde ortaklara en az %5 kar dağıtıldıktan sonra verilebilir. Esas sözleşmede bulunması gereken kayıtların yer aldığı TTK'nın 339. maddesinin ikinci fıkrasının (f) bendi, yönetim kurulu üyelerine verilen kazanç payının oranının esas sözleşmede gösterilmesini zorunlu kılmadığından, doktrinde esas sözleşmenin kazanç payı verilmesini öngörüp de bir oran koymadığı hallerde bu yetkinin genel kurula ait olduğu kabul edilmektedir¹⁶⁰.

İkramiye, TTK'nın 394. maddesinde yer alan bir diğer mali hak olup, yönetim kurulu üyelerine gösterdikleri başarı nedeniyle ikramiye verilmesi mümkündür. Üyelere ikramiye verilmesi de diğer mali haklarda olduğu gibi, esas sözleşmede bu yolda hüküm bulunmasına tabi olup, tutarı esas sözleşmede belirtilmediği takdirde genel kurulca belirlenir. Ortaklık zarar etse dahi başarıyla çalışan yöneticilere ikramiye verilebileceği gibi, ortaklık ne kadar kar ederse etsin yönetim kurulu üyelerine ikramiye verilmeyebilir. Bu husustaki takdir yetkisi genel kurula ait olup, anılan takdir yetkisinin sınırını objektif iyi niyet kuralları çizmektedir¹⁶¹.

Son olarak TTK'nın 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine prim ödenmesi de esas sözleşmede bu yolda kayıt bulunmasına bağlı olup, oranı ve ödeme zamanı esas sözleşmede saptanmamışsa genel kurulca belirlenecektir. Prim kural olarak başarıya endekslidir¹⁶².

Konuya ilişkin TTK'da zikredilen bu mali haklarla uyumlu şekilde II-17.1 sayılı Tebliğ'in ekinde yer alan KYİ'nin 4.6.5 no'lu maddesinin dipnotunda, yapılan ödemelerin;

¹⁵⁷ Yargıtay 23. Hukuk Dairesi'nin 13.9.2011 tarih ve E.2011/18, K.2011/275 sayılı ve 7.10.2013 tarih ve E.2013/4579, K. 2013/6126 sayılı kararları (ALTAŞ S., 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Şirketler Hukukuna İlişkin Yüksek Yargı Kararları, Ankara 2016, s. 187-191).

¹⁵⁸ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 3.11.2015 tarih ve E.2014/16299, K.2015/11460 sayılı ve 2.7.2014 tarih ve E.2014/296, K.2014/12699 sayılı kararları (ALTAŞ, s. 191-194).

¹⁵⁹ PULAŞLI H., Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt: 1, Ankara 2014, s. 1129.

¹⁶⁰ POROY R./TEKİNALP Ü./ÇAMOĞLU E., Ortaklıklar Hukuku I, İstanbul 2014, s. 368, 369.

¹⁶¹ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, s. 368, 369, PULAŞLI s. 1134.

¹⁶² POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, s. 368, 369.

maaş, ikramiye, diğer düzenli ve arızı ödemeler gibi nakdi, pay, paya dayalı türev ürünler, çalışanlara pay edindirme planları kapsamında verilen pay alım opsiyonları, mülkiyeti verilen ve/veya kullanım için tahsis edilen ev, otomobil gibi gayri nakdi olarak yapılan ödemeler ve sağlanan tüm menfaatleri kapsadığı düzenlenmektedir.

Bu noktada, pay senedi opsiyonu hakkına da değinmekte fayda bulunmaktadır. Son yıllarda AB ülkelerinde pek uygulama alanı olmamakla beraber, özellikle ABD’de payları borsada işlem gören birçok halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulu üyelerine ikramiyeyi pay (senedi) veya şirket paylarının belirli tarihteki borsa rayici esas alınarak üyelere bir hisse senedi opsiyonu (stock options) şeklinde ödeyeceği öngörülmektedir¹⁶³. Yukarıda belirtildiği gibi, KYİ’nin 4.6.5 no’lu maddesinde yer verilen “*tüm menfaatler*” ifadesinin kapsamına, pay, paya dayalı türev ürünler, çalışanlara pay edindirme planları kapsamında verilen pay alım opsiyonları da dâhil edilmiştir. Ayrıca, KYİ’nin 4.6.3 no’lu maddesinde, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesinde kâr payı, pay opsiyonları veya şirketin performansına dayalı ödeme planları kullanılmayacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla, hukukumuzda halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyelerine, bağımsız yönetim kurulu üyeleri hariç olmak üzere, pay ve pay opsiyonları verilmesi mümkündür.

ii) Yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesi

(1) Esas sözleşmede öngörülmesi

Yukarıda belirtildiği üzere, TTK’nın 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar, mali hakların tutarı, ödenme zamanı gibi hususlar ortaklık esas sözleşmesinde belirlenebilmektedir. Nitekim, TTK’nın 339. maddesinin ikinci fıkrasında da, yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket kârından sağlanacak menfaatler esas sözleşmeye yazılacak hususlar arasında sayılmıştır. Dolayısıyla, ortaklık esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların belirlenmesi halinde, yönetim kurulu tarafından, üyelere bu politika çerçevesinde ödeme yapılacaktır. Bu çerçevede yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların ortaklık esas sözleşmesinde belirlenmesi halinde, esas sözleşmenin hazırlanmasından yahut değiştirilmesinden sonra şirkete ortak olan pay sahiplerine konuya ilişkin olarak ayrıca söz hakkı tanınmamış olacağı değerlendirilmektedir.

(2) Genel kurulca belirlenmesi

TTK’nın 394. maddesi, mali hakların esas sözleşmede belirlenmemiş olması halinde, bunları belirleme yetkisini genel kurula bırakmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının genel kurul tarafından belirlenme yetkisine ilişkin düzenlemelere yer vermeden önce, konunun genel kurulun önüne gelmesinden evvel mali haklar paketinin nasıl hazırlandığından bahsetmekte fayda görülmektedir.

aa. Ücret komitesi

TTK’nın 366. maddesi uyarınca, yönetim kurulu, işlerin gidişini izlemek, kendisine sunulacak konularda rapor hazırlamak, kararlarını uygulamak veya iç denetim amacıyla içlerinde yönetim kurulu üyelerinin de bulunabileceği komiteler ve komisyonlar kurabilir.

Komiteler oluşturulması ile daha fonksiyonel bir yönetim kurulu işleyişi sağlamak mümkün olup, özellikle teknik bilgi ve uzmanlık gerektiren mali konularda, yönetim kurulu

¹⁶³ PULAŞLI s. 1134-1136.

üyelerinin seçimi ve bunların ücretlerinin belirlenmesi gibi çıkar çatışmalarının söz konusu olabileceği alanlarda komiteler kurulması faydalı sonuçlar yaratacaktır¹⁶⁴.

Bu bağlamda, KYİ'nin 4.5.1 no'lu maddesi gereğince, yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini teminen kurulacak komiteler arasında "Ücret Komitesi" de sayılmış olup, yönetim kurulu yapılanması gereği ayrı bir ücret komitesi oluşturulamaması durumunda, kurumsal yönetim komitesi bu komitenin görevini yerine getirecektir.

KYİ'nin "Ücret Komitesi" başlıklı 4.5.13 no'lu maddesinde Komite'nin; yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirilmesinde kullanılacak ilke, kriter ve uygulamaları şirketin uzun vadeli hedeflerini dikkate alarak belirleyeceği ve bunların gözetimini yapacağı ve ücretlendirmede kullanılan kriterlere ulaşma derecesi dikkate alınarak, yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere verilecek ücretlere ilişkin önerilerini yönetim kuruluna sunacağı düzenlenmektedir.

Anılan ilkede komitenin görevinin AB Tavsiyesi'ne benzer nitelikte düzenlendiği, ancak Tavsiye'de yer alan gruplandırmanın kullanılmadığı görülmektedir¹⁶⁵. Komitenin görevi, isminde yer aldığı gibi ücret kavramına indirgenmiştir. Oysa komitenin işlevi, daha geniş bir kavram olan mali haklara ilişkindir; görevlerin kapsamını da bu geniş anlam içinde değerlendirmek gerekir. Komite, söz konusu yöneticilere tanınacak mali hakların ilke, ölçüt ve uygulamalarını belirleyerek, gözetimini yapmakla görevli kılınmıştır. İlkede belirtilmemekle beraber, Komite'nin yapacağı çalışmalar, öneri hazırlanarak yönetim kuruluna sunulmasına ilişkindir. Yönetim kurulu üyelerine tanınacak mali hakları belirleme yetkisi TTK'nın 394. maddesi ve 408/2-b maddesi uyarınca genel kurula ait olduğundan, ücret komitesinin önerilerinin yönetim kurulu tarafından genel kurula sunulması gerekmektedir¹⁶⁶.

İlkede Komite'ye gözetim görevi de verilmiştir. Komitenin bu yetkisini kullanabilmesi için yönetim kurulu ve genel kurulda belirlenen mali haklarla ilgili olarak alınan kararlar konusunda bilgilendirilmesi gerekir. Gözetim görevi de, sorumluluğu yönetim kuruluna ait bir konuda yardımcı olmaya yöneliktir. Özellikle performansla ilgili olarak mali hak belirlenmesi halinde, gözetim süreci önem taşıyacaktır¹⁶⁷.

bb. Genel kurul

Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının düzenlendiği TTK md. 394 hükmü emredici niteliktedir. Zira TTK'nın 340. maddesi gereğince, TTK'nın anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapılabilir. TTK'da yönetim kurulu üyelerine ilişkin olarak mali hakların belirlenmesi yetkisinin bir başka organ, kişi ya da komite tarafından kullanılabilmesine ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Aksine bu yetki, TTK'nın 408. maddesinin ikinci fıkrasının (b) bendinde, genel kurulun devredilemez yetkileri

¹⁶⁴ ÜNAL, *CEO*, s. 34.

¹⁶⁵ Komisyon'un 15.2.2005 tarihli Tavsiyesi'nin 1 no'lu ekinde ücret komitesinin yapısı ve görevleri belirlenmiştir. Komitenin icraya dahil olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşması ve çoğunluğun bağımsız yönetim kurulu üyesi olması öngörülmüştür. Komite'nin görevi, genel çizgileriyle tanınacak mali haklara ilişkin ölçütlerin belirlenmesidir. Yönetim ve temsil yetkisine sahip yöneticiler için mali haklar politikası komite tarafından hazırlanacak ve yönetim kurunun onayına sunulacaktır. Yani bu konuda nihai karar yönetim kurulu tarafından verilecektir (MANAVGAT, s. 133).

¹⁶⁶ MANAVGAT, s. 134.

¹⁶⁷ MANAVGAT, s. 134.

arasında sayılmıştır¹⁶⁸. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerine esas sözleşme ya da genel kurul kararı ile ödeneceği öngörülmemiş bir mali hakkın, vekâlet veya mali haklar sözleşmeleri ile kararlaştırılması mümkün olmayıp, burada sözleşme özgürlüğü ilkesi, esas sözleşme veya genel kurul kararındaki mali haklara ilişkin kurallarla sınırlandırılmıştır¹⁶⁹.

TTK'nın 413. maddesi uyarınca, genel kurul toplantılarında gündemde bulunmayan konular müzakere edilemeyeceğinden, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesi için konunun gündemde yer alması zorunludur. Bununla birlikte, TTK'nın 409. maddesinde, genel kurul toplantısında, "*gerekli görülen diğer konular*"a ilişkin müzakere yapıp, karar alınabileceği düzenlenmekte olup, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların bu çerçevede değerlendirilmesi halinde bu konuda karar alınmasının önünde hukuki bir engel olmadığı düşünülmektedir.

Ayrıca TTK'nın 411. maddesi gereğince, halka açık şirketlerde sermayenin yirmide birini oluşturan pay sahipleri tarafından, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların genel kurul toplantısı gündemine eklenmesi istenebilecektir.

(3) Sorun ve öneriler

Belirtildiği üzere, TTK'nın 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar, mali hakların tutarı, ödenme zamanı gibi hususlar ortaklık esas sözleşmesinde veya genel kurul kararı ile belirlenebilmektedir.

Bu bağlamda, anılan mali hakların ortaklık esas sözleşmesinde belirlenmesi halinde, konu esas sözleşmenin hazırlanması yahut değiştirilmesinden sonra şirkete ortak olan pay sahiplerinin ayrıca onayına sunulmayacak olup, yönetim kurulu tarafından, yönetim kurulu başkan ve üyelerine esas sözleşmede belirtilen çerçevede ödeme yapılacaktır. Dolayısıyla bu yolun tercih edilmesi halinde, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesi konusunda esas sözleşmenin hazırlanması yahut değiştirilmesinden sonra şirkete ortak olan pay sahiplerine oy hakkı tanınmamaktadır.

Yukarıda bir kısmına yer verilen ülke örneklerinde açıklandığı üzere, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların yine yönetim kurulu üyeleri tarafından belirlenmesi neticesinde pay sahiplerinin menfaatinin zarar görmesinin engellenmesini teminen, anılan hususun genel kurulun tavsiye ya da bağlayıcı nitelikteki oyuna sunulmasına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. TTK'nın 394 ve 408/2-(b) maddeleri çerçevesinde, esas sözleşmede belirlenmemiş olması halinde, mali hakları belirleme yetkisinin genel kurula ait olması sebebiyle, yukarıdaki ülke örneklerinde tartışılan ve yasal zemin kazandırılmaya çalışılan konunun ülkemizde zaten düzenlendiği düşünülebilecektir.

Ancak daha önce de değinildiği üzere, ülkemizde genellikle halka açık anonim ortaklıklarda hâkimiyet belli bir ailenin/grubun elindedir. Halka açıklık oranı 2017 Mart ayı itibarıyla %39,53 olarak hesaplanmıştır¹⁷⁰. Dolayısıyla, dağınık ortaklık yapısına sık rastlanmamaktadır. Bu nedenle, hâkim ortaklık yapısının olduğu şirketlerde payların sahibi hangi aile/grup ise, genel kurul toplantılarında o aile/grubun belirlediği mali hakların yönetim

¹⁶⁸ POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, s. 476, PULAŞLI, s. 714.

¹⁶⁹ ÖZER s. 232.

¹⁷⁰ Borsa İstanbul'a İlişkin Aylık İstatistikler,

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0> (Erişim tarihi: 28.6.2017).

kurulu üyelerine sağlanması kaçınılmaz olacaktır. Bu belirleme TTK md. 394 hükmü gereğince, esas sözleşme değişikliği ile olabileceği gibi, genel kurul kararıyla da söz konusu olabilecektir. Uygulamada sık rastlanıldığı üzere, bu ortaklık yapısının tercih edildiği şirketlerde yönetim kurulu başkan ve üyelerinin de aynı ailenin/grubun üyesi olması durumunda, bu şahıslara sağlanacak mali haklar konusunda diğer pay sahiplerinin, özellikle azlık durumundaki pay sahiplerinin menfaatleri yönetim kurulu üyelerinin menfaati ile çatışacak ve zarar görecektir. Böyle bir durumda, azınlık pay sahipleri açısından başvurulabilecek yegâne yol TTK'nın 445 ve devamı maddeleri çerçevesinde, mali hakların belirlendiği esas sözleşme değişikliğine dair genel kurul kararının veya doğrudan mali hakların belirlenmesine ilişkin genel kurul kararının iptali davası açmak olacaktır.

Bu sebeple, TTK'nın 394 ve 408/2-(b) maddeleri ile, dünyada süregelen yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin tartışmalar ve getirilen yasal düzenlemelerle amaçlanan sonucun sağlanmadığı düşünülmektedir.

Bununla birlikte, II-17.1 sayılı Tebliğ'in ekinde yer alan KYİ'nin 4.6.2 no'lu ilkesinde, yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunulmasıyla bu konuda görüş bildirme imkânı tanınması gerektiğine ilişkin bir düzenleme yer almakta olup, anılan düzenlemenin Tebliğ'in 5. maddesinin birinci fıkrası uyarınca, maddenin ikinci fıkrasında sayılan şirketler açısından uygulanması zorunludur. Anılan ilke yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin en işlevsel düzenlemelerden biridir. Bunun yanında, ilkede bahsi geçen "*görüş bildirme*" sistemi yerine pay sahiplerine tavsiye ya da bağlayıcı nitelikte oy hakkı tanınabileceğine ilişkin bir değişiklik öngörülmesi halinde, pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklara ilişkin etkinliğinin artacağı düşünülmektedir. Bu kapsamda, pay sahiplerine bağlayıcı nitelikte oy hakkı verilmesi ve oylama sonucunda ücretlendirme esaslarının kabul edilmemesi durumunda, İngiltere Şirketler Kanunu'nda yer alan düzenlemeye benzer şekilde, ücretlendirme esasları yeniden hazırlanıp sunulabilecek ve bu süreçte bir önceki yılın kabul edilmiş veya uygulanmış ücretlendirme esasları çerçevesinde ödeme yapılabilecektir. Oy hakkının tavsiye niteliğinde olması ve oylamanın olumsuz sonuçlanması halinde ise, yukarıda yer verilen ve İngiltere'de kurumsal yönetim alanında yapılması öngörülen mevzuat değişikliği önerileri içeren Green Paper'da yer alan önerilere benzer şekilde, bir sonraki oylamada karar nisabı olarak nitelikli çoğunluğun (%75 gibi) aranması veya bir sonraki yıl yapılacak oylamanın sonuçlarının bağlayıcı nitelikte olmasının öngörülebileceği düşünülmektedir.

Yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine tavsiye ya da bağlayıcı nitelikte oy hakkı tanınmasına ilişkin Tebliğ değişikliği yapılması durumunda, hükmün yürürlüğe girmesi akabinde uygulamada karşılaşılabilecek eksiklik ve ihtiyaçlar doğrultusunda, düzenlemenin etkinliğini sağlayacak birtakım değişiklikler yapılabileceği gibi, oy hakkına ilişkin yapılacak düzenleme ile birlikte, düzenlemenin etkinliğini arttıracak hükümler de getirilebilecektir. Bu kapsamda, yapılacak değişiklik hükmüne aykırılık halinde, bir başka deyişle, yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda pay sahiplerine oy hakkı

tanınmaması durumunda uygulanacak yaptırıma¹⁷¹ (Örneğin, TTK'nın 512. maddesi¹⁷² kapsamında değerlendirilerek mali hakların geri verilmesi¹⁷³) ilişkin düzenleme yapılabileceği gibi, Almanya örneğine benzer şekilde, mali hakların oylandığı genel kurul kararının iptaline yönelik dava açılmamasının öngörülebileceği değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, ülkemizde hâkim ortaklık yapısının yaygınlaşmış olması ve bu bağlamda halka açık anonim ortaklıklarda hâkimiyetin ve yönetimin belli bir ailenin/grubun elinde olması nedeniyle, yönetim kuruluna tanınacak mali haklar konusunda bu kişilerin dilediklerince karar verebilmelerinin önünün açılması ve halka açık ortaklığın mali kaynaklarının yönetim kurulu üyeleri lehine fahiş şekilde azaltılabileceği tehlikesinin doğabileceği hususları nazara alınarak, özellikle azlık durumundaki pay sahiplerinin korunmasını teminen, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların belirlenmesi konusunda, aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olan pay sahiplerinin TTK'nın 436/1 maddesi kapsamında oy haklarının kısıtlanması söz konusu olabilecektir. Doktrinde, yönetim kurulu üyelerine tanınacak mali hakların görüşülmesine ilişkin toplantılarda yönetim kurulu üyelerinin oy kullanabileceğine ilişkin görüşler bulunmakla birlikte, aksini savunan görüşler de bulunmaktadır¹⁷⁴. Doktrindeki bu tartışmalar ve konuya ilişkin kesinleşmiş bir yüksek yargı kararı bulunmadığı nazara alınarak, konunun açıkça yasal düzenlemeye kavuşturulmasının faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

c) Yönetim Kurulu Üyesi Olmayan Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Rolü

i) Yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali haklar

II-17.1 sayılı Tebliğ'in ekinde yer alan KYİ'nin 4.6.5 no'lu maddesinin dipnotunda, yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere verilen ücretler ile sağlanan

¹⁷¹ Yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine tavsiye ya da bağlayıcı nitelikte oy hakkı tanınmasına ilişkin hükmün II-17.1 sayılı Tebliğ'e eklenmesi halinde, SPKn'nin 103/1 maddesi uyarınca, Kurul düzenlemesine aykırı hareket eden kişi hakkında idari para cezası tesis edilecektir. Burada yer alan öneri, hükmün etkinliğinin sağlanabilmesi amacıyla söz konusu idari para cezası dışında uygulanabilecek yaptırımların öngörülebileceğine ilişkindir.

¹⁷² TTK md. 512/1 hükmü gereğince, "*Haksız yere ve kötüniyetle kâr payı veya hazırlık dönemi faizi alan pay sahipleri, bunları geri vermekle yükümlüdür. Yönetim kurulu üyelerinin kazanç payları hakkında da aynı hüküm uygulanır.*"

¹⁷³ SPKn'nin 92. maddesi, SPKn'ye tabi ihraççıların, kanuna, sermaye piyasası mevzuatına, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı görülen durum ve işlemleri sebebiyle sermayenin veya mal varlığının azalmasına veya kaybına yol açtığı Kurulca tespit edilmesi hâlinde, Kurul tarafından uygulanacak tedbirleri düzenlemekte olup, anılan tedbirler arasında, bu durum ve işlemlerin hukuka aykırılığının Kurulca tespiti tarihinden itibaren üç ay ve her hâlde durum ve işlemin vukuu tarihinden itibaren üç yıl içinde iptal davası ve beş yıl içinde butlan veya yokluğun tespiti davası açmak yer almaktadır. Öte yandan, SPKn'nin 94. maddesinde örtülü kazanç aktarımında uygulanacak tedbirler düzenlenmekte olup, hükme göre, Kurul, SPKn md. 21 hükmünde belirtilen işlemlerde buldukları tespit edilen halka açık ortaklıklar ile bunların bağlı ortaklıkları ile iştiraklerine ilişkin olarak, Kurulca belirlenen tutarın tayin edilen süre içinde iadesi için dava açmaya yetkilidir. Bu bağlamda, II-17.1 sayılı Tebliğ'e, yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda pay sahiplerine oy hakkı tanınmasına ilişkin bir hüküm eklenmesi ve bu hükme aykırı hareket edilmesi halinde, SPKn md. 92 ve 94 hükümlerinin işlev kazanabileceği ve bu çerçevede iadenin yapılması gerekeceği, bu hükümlerin kapsamına girmeyen bir durumun söz konusu olması halinde ise, yapılacak kanun değişikliği ile TTK md. 512/1 hükmü kapsamında iade yükümlülüğü doğmasının sağlanabileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, yine kanun değişikliği ile yöneticilere sağlanan mali hakların iadesinin TTK md. 512/1 hükmü kapsamında değerlendirileceği düzenlenerek, hakların yarışması kapsamında doğrudan anılan hüküm çerçevesinde de işlem yapılmasının mümkün olabileceği düşünülmektedir.

¹⁷⁴ TEOMAN Ö., Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, İstanbul 1983, s.108, 98 no'lu dipnot.

diğer tüm menfaatlerin; maaş, ikramiye, diğer düzenli ve arızı ödemeler gibi nakdi, pay, paya dayalı türev ürünler, çalışanlara pay edindirme planları kapsamında verilen pay alım opsiyonları, mülkiyeti verilen ve/veya kullanım için tahsis edilen ev, otomobil gibi gayri nakdi olarak yapılan ödemeler ve sağlanan tüm menfaatleri kapsadığı düzenlenmektedir. Bu çerçevede, anonim ortaklıkta yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere yapılacak ödeme kapsamı oldukça geniş tutulmuş ve nakit olarak ücret, ikramiye gibi ve nakit dışında pay, pay senedi opsiyonu, ev, araba gibi her türlü ödeme ve menfaat kapsama alınmıştır.

Anılan yöneticiler yönetim kurulu üyesi olmadıklarından, yönetim kurulu toplantılarına katılıp oy verme hakları olmayacağından bu kişilere, KYİ'nin 4.6.5 no'lu maddesi kapsamında huzur hakkı ödenmeyeceği, bunun dışında TTK'nın 394. maddesinde sayılan diğer mali hakların ödenmesine ise engel bulunmadığı değerlendirilmektedir.

ii) Yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi

TTK'nın 394. maddesi yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının esas sözleşmede belirlenebileceğini, bu şekilde belirlenmemesi halinde ise genel kurul tarafından tayin edileceğini hükme bağlamıştır.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, anılan hükmün yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına ilişkin olduğu, yönetim kurulu üyesi olmayan diğer yöneticiler için emredici nitelikte bulunmadığı değerlendirilmektedir.

Benzer şekilde, TTK'nın 408. maddesinin ikinci fıkrasının (b) bendinde de, genel kurulun devredilemez yetkileri arasında yönetim kurulu üyelerinin ücretleri ile huzur hakkı, ikramiye ve prim gibi haklarının belirlenmesi sayılmışken, yönetim kurulu üyesi olmayan diğer yöneticilerin mali haklarının belirlenmesine yer verilmemiştir.

Ayrıca, TTK'nın 375. maddesinde yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri arasında şirketin yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulması sayılmaktadır. Aynı maddede, müdürlerin ve aynı işleve sahip kişiler ile imza yetkisini haiz bulunanların atanmaları ve görevden alınmaları ve yönetimle görevli kişilerin, özellikle kanunlara, esas sözleşmeye, iç yönergelere ve yönetim kurulunun yazılı talimatlarına uygun hareket edip etmediklerinin üst gözetimi de yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri arasında sayılmaktadır.

Bu bağlamda, yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilerin atanmaları, görevden alınmaları ve üst gözetimi görev ve yetkisine sahip olduğu açıkça hüküm altına alınan yönetim kurulu, TTK md. 375/1-(c) hükmünün verdiği yetki kapsamında anılan yöneticilerin mali haklarını belirleme yetkisine de sahip olacağı düşünülmektedir. İşte bu sebeple, 4.5.13 no'lu ilkede düzenlenen ve yukarıda hakkında detaylı açıklamalara yer verilen Ücret Komitesi'nin bu yöneticilerle ilgili mali haklar paketi çalışması yönetim kuruluna sunulacak olup¹⁷⁵, bunun üzerine, yönetim kurulu tarafından anılan yöneticilerle mali haklar sözleşmesi imzalanacaktır.

Görüldüğü üzere, yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin olarak TTK ve II-17.1 sayılı Tebliğ'de pay sahiplerinin karar sürecine

¹⁷⁵ MANAVGAT, s. 134.

katılmasını öngören açık bir düzenleme yer almamakta olup, anılan mali hakları belirleme yetkisi yönetim kuruluna aittir¹⁷⁶.

iii) Sorun ve öneriler

Yukarıda belirtildiği üzere, yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin olarak pay sahiplerinin karar sürecine katılmasını öngören açık bir düzenlemeye ne TTK’da ne de sermaye piyasası mevzuatında yer verilmiştir. Dolayısıyla, halka açık bir ortaklığa yönetim kurulu üyeliği görevi bulunmayan bir üst düzey yönetici atandığında yönetim kurulu tarafından bu kişiye ödenmesi kararlaştırılan mali haklar tutarının aşırı olup olmadığına ilişkin olarak pay sahiplerine oy hakkı tanınmamaktadır.

Türkiye’de anonim ortaklıklarda üst düzey yönetici sayısı oldukça fazladır. Ortaklıklar tarafından verilen bilgiler ile TÜİK’ten alınan veriler neticesinde yapılan bir araştırmada, 2010 yılında ülkemizde 13.762.000 ücretli çalışan varken, çalışanların 1.481.000’inin, yani %10,8’inin “yönetici” unvanını taşıdığı, 2014 yılında ise ücretli çalışan sayısının 17.125.000’e ulaştığı ve bu çalışanların 1.339.000’i, yani %7,8’inin “yönetici” unvanını taşıdığı sonucuna ulaşılmış olup, anılan düşüğe rağmen yönetici sayısının çok fazla olduğuna yönelik eleştirilerin devam ettiği belirtilmektedir¹⁷⁷. Anılan araştırmada ayrıca, Türkiye’de yöneticilerin özel şirketlerde toplam istihdamdaki payının %5-35 bandında değiştiği, yöneticilerin kimi şirketlerde toplam ücretin %15’ini kiminde ise yarısından fazlasını aldığı, yöneticilerin ortalama aylık ücretinin 2010 yılında 3.996 TL iken 2014 yılında 7.037 TL’ye yükseldiği, yönetici ücretlerinin toplam ücret fonundaki payının ise 2010 yılında %24,2’den %20,8’e düştüğü tespit edilmiştir¹⁷⁸.

Ortaklıklardan alınan bilgilerin incelenmesi neticesinde ulaşılan 2011-2016 yılları arasında yönetici sayılarının oranı ile toplam ücretin yüzde kaçının yöneticilere ödendiğine ilişkin rakamlar gösterir tablo¹⁷⁹ aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4: 2011-2016 Yılları Arasında Yönetici Sayılarının Oranı ile Toplam Ücretin Yüzde Kaçının Yöneticilere Ödendiğine İlişkin Tablo

Şirket/Grup	Yönetici Nüfus Oranı (%)		Yöneticilere Ödenen Ücretin Toplam Ücrete Oranı (%)
	2011	2016	2016
Doğuş Otomotiv	41	32,8	58
Albarakatürk	13	22	46
Logo Yazılım	20	20	38
Fiba Grubu	12	12	34
Kiğili	14	20	33
Ziylan	16,5	17	32
MediaMarkt	4	6	24
Mondelez	*	7	22
Mars Lojistik	10	10	20
Omsan Lojistik	4,7	5,3	20
Yeşim Tekstil	4	5	17
Medicana	16,8	20,7	14,3
Ekol Lojistik	2,8	2,5	14
Acıbadem	2,5	2,1	12

¹⁷⁶ ÖZDOĞAN YILMAZ, s. 104.

¹⁷⁷ ERDOĞAN Y., *Yüksek Ücret Sendromu!*, Capital, Yıl:25, Sayı:2017/4, Nisan 2017, s. 169, 170.

¹⁷⁸ ERDOĞAN, s. 170.

¹⁷⁹ ERDOĞAN, s. 171.

Tablodan da görüldüğü üzere, anılan araştırma yönetici kademelerinde son 5 yılda kimi özel sektör ortaklıklarında kalabalıklaşma yaşanmasının yöneticilerin ücret pastasından aldıkları payın da yükselmesine neden olduğunu, ortaklıklar tarafından paylaşılan özel sektör maaşlarında yöneticilerin payının benzer bir artış oranı izlediğini gösterdiğini, yöneticilerin kesimin toplam ücretten aldığı payın %12-58 arasında değiştiğini göstermektedir¹⁸⁰.

Dolayısıyla, ülkemizde yönetici sayılarının fazlalığı ve yöneticilere sağlanan mali hakların yüksekliği göz önünde bulundurulduğunda, yukarıda yer verilen ülke örneklerinde olduğu gibi, yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin olarak pay sahiplerinin karar sürecine katılmasını öngören bir düzenlemenin yapılması gerektiği değerlendirilmektedir.

Anılan düzenlemenin ise II-17.1 sayılı Tebliğ’de yapılacak bir değişiklik ile sağlanabileceği düşünülmektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi, Tebliğ’in ekinde yer alan KYİ’nin 4.6.2 no’lu ilkesinde yer alan “*görüş bildirme*” sistemi yerine pay sahiplerine tavsiye ya da bağlayıcı nitelikte oy hakkı tanınabileceğine ve İngiltere’deki düzenlemeler ile Green Paper’da yer alan önerilere benzer şekilde, oy hakkının bağlayıcı nitelikte olması ve oylama sonucunda ücretlendirme esaslarının kabul edilmemesi durumunda, ücretlendirme esaslarının yeniden hazırlanıp sunulabileceğine ve bu süreçte bir önceki yılın kabul edilmiş veya uygulanmış ücretlendirme esasları çerçevesinde ödeme yapılabileceğine, oy hakkının tavsiye niteliğinde olması ve oylamanın olumsuz sonuçlanması halinde ise, bir sonraki oylamada karar nisabı olarak nitelikli çoğunluğun aranması veya bir sonraki yıl yapılacak oylamanın sonuçlarının bağlayıcı nitelikte olmasının öngörülebileceğine yönelik değişikliklerin öngörülmesi halinde, pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyesi olmayan diğer yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin etkinliğinin artacağı düşünülmektedir.

Yukarıda da ifade edildiği üzere, yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine oy hakkı tanınmasına ilişkin Tebliğ değişikliği yapılması durumunda, hükmün yürürlüğe girmesi akabinde uygulamada karşılaşılabilecek eksiklik ve ihtiyaçlar doğrultusunda, düzenlemenin etkinliğini sağlayacak birtakım değişiklikler yapılabileceği gibi, oy hakkına ilişkin yapılacak düzenleme ile birlikte, düzenlemenin etkinliğini arttıracak hükümler de getirilebilecektir. Bu kapsamda yukarıda belirtildiği gibi, yapılacak değişiklik hükmüne aykırılık halinde uygulanacak yaptırıma ilişkin düzenleme yapılabileceği gibi, Almanya örneğine benzer şekilde, mali hakların oyladığı genel kurul kararının iptaline yönelik dava açılmamasının öngörülebileceği değerlendirilmektedir.

d) Yönetim Kurulu Üyelerine Ve Yönetim Kurulu Üyesi Olmayan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklara İlişkin Ortak Hükümler

II-17.1 sayılı Tebliğ’in ekinde yer alan KYİ’nin “4.6. *Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar*” başlıklı kısmında yönetim kurulu üyelerine ve yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin ortak hükümler yer almaktadır.

Buna göre, 4.6.1 no’lu ilke uyarınca, yönetim kurulu, şirketin belirlenen ve kamuya açıklanan operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşmasından sorumlu olup,

¹⁸⁰ ERDOĞAN, s. 171.

ortaklığın kamuya açıklanan operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşip ulaşmadığına ilişkin değerlendirme ve ulaşılamaması durumunda gerekçeleri yıllık faaliyet raporunda açıklanacaktır. İlkeye göre yönetim kurulu, hem kurul hem üye hem de idari sorumluluğu bulunan yöneticiler bazında özeleştirisini ve performans değerlendirmesini yapacak olup, yönetim kurulu üyeleri ve idari sorumluluğu bulunan yöneticiler bu değerlendirmeler dikkate alınarak ödüllendirilir veya azledilir.

Yukarıda da yer verilen 4.6.2 no'lu ilke ise, yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesini ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunulmasıyla ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınmasını öngörmektedir. Bu amaçla hazırlanan ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilmesi gerekmektedir.

Bunlar dışında, 4.6.3 no'lu ilkeyle bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesi ve 4.6.4 no'lu ilkede ortaklığın, herhangi bir yönetim kurulu üyesine veya idari sorumluluğu bulunan yöneticilerine borç veremeyeceği, kredi kullanılamayacağı, verilmiş olan borçların veya kredilerin süresini uzatamayacağı, şartlarını iyileştiremeyeceği, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullanılamayacağı veya lehine kefalet gibi teminatlar veremeyeceği düzenlenmektedir.

Yukarıda da ifade edildiği gibi, II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5. maddesi gereğince, 4.6.2 ve 4.6.3 no'lu ilkelerin, maddenin ikinci fıkrasında sayılan şirketler açısından uygulanması zorunludur.

Son olarak 4.6.5 no'lu ilke gereğince, yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere verilen ücretler ile sağlanan diğer tüm menfaatler, yıllık faaliyet raporu vasıtasıyla kamuya açıklanacak olup, kişi bazında açıklama yapılması esastır. 4.6.5 no'lu ilkeye benzer şekilde TTK'nın 516. maddesinde de, yönetim kurulunun faaliyet raporunda yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere ödenen ücret, prim, ikramiye gibi mali menfaatler, ödenekler, yolculuk, konaklama ve temsil giderleri, ayni ve nakdî imkânlar, sigortalar ve benzeri teminatlara yer verilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır.

Diğer taraftan, TTK'nın 516. maddesinin ikinci fıkrasının (c) bendinde, yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere ödenen ücret, prim, ikramiye gibi mali menfaatler, ödenekler, yolculuk, konaklama ve temsil giderleri, ayni ve nakdî imkânlar, sigortalar ve benzeri teminatlar yönetim kurulunun faaliyet raporunda yer alması gereken hususlar arasında sayılmaktadır¹⁸¹.

¹⁸¹ Öte yandan, Seri: XI, No:1 sayılı Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ'e göre payları borsada işlem gören anonim şirketler, hesap döneminin bitimini izleyen on hafta içinde aynı Tebliğin üç numaralı ekinde yer alan açıklamalara uygun olarak hazırladıkları ayrıntılı bilançoları, gelir tabloları ve bağımsız denetim raporlarını Kurula ve borsa bülteninde yayımlanmak üzere ilgili borsaya göndermek ve yedi ve sekiz numaralı eklere uygun olarak hazırladıkları yıllık mali tablolarını ise olağan genel kurul toplantısını izleyen otuz gün içinde TTSG'nde yayımlamak zorundadırlar. Tebliğin, mali tablolara ilişkin açıklamaları içeren üç numaralı ekinin ikinci bölümünde ise özet gelir tablolarının dipnotlarında verilmesi gereken bilgiler arasında "yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür, genel koordinatör, genel müdür yardımcılarını gibi üst düzey yöneticilere cari dönemde sağlanan ücret ve benzeri menfaatlerin toplam tutarı"nın da yazılması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca, II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5. maddesi uyarınca, işletmeler, finansal tablolarının hazırlanmasında KGK tarafından yayımlanan TMS/TFRS esas alacaklardır. 31.12.2009 tarih ve 27449 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 24) Hakkında Tebliğ" ile kilit yönetici

SONUÇ

Halka açık anonim ortaklık yöneticileri lehine tanınan mali haklar, yöneticilerin ortaklık içindeki çıkarlarının korunmasına hizmet etmekte, yöneticilerin ortaklıktaki çalışmalarının desteklenip ödüllendirilmesi bu kişilerin pay sahiplerinin menfaatine hareket etmelerinin teşvikinde önemli rol oynamaktadır. Bununla birlikte, yöneticilerin mevcut pozisyonlarını koruma çabası bazı durumlarda kendi çıkarlarını pay sahiplerinin veya şirketin çıkarlarına üstün tutma tehlikesini de beraberinde getirmektedir.

Özellikle ABD, İngiltere ve Avrupa'da, 1990'lı yılların başından itibaren yöneticilere sağlanan mali haklarda artış olduğu gözlenmiştir. Bu durumun pay sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin çatışmasına sebep olması karşısında, pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin etkinliğinin artırılmasını teminen bazı yasal düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemeler, ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi, kamuya açıklanması ve kapsamının belirlendiği ücretlendirme politikalarının ve/veya raporlarının belirli aralıklarla, ortaklık genel kurul toplantısında pay sahiplerinin oyuna sunulmasına yöneliktir.

Bahsi geçen düzenlemelerin, yönetimin daha hesap verebilir niteliğe sahip olmasına ve pay sahiplerinin gözetimi ile etkinliğinin artmasına ve daha güçlü hale gelmesine yol açacağına şüphe bulunmamaktadır. Bununla birlikte, ortaklık paylarına her zaman nitelik yatırımcıların sahip olmaması, pay sahiplerinin yeterli bilgiye sahip olmaması, muhakemelerinin yeterince güçlü olmaması veya vekâlet yoluyla ya da oy danışmanlığı vasıtasıyla oy kullanmaları da bu düzenlemelerin beklenen etkiyi yaratıp yaratamayacağı hususundaki soru işaretleridir. Ayrıca, oylamalar neticesinde bütün yöneticilerin benzer tutarlarda mali haklara sahip olması yöneticiler arasındaki rekabeti azaltabileceği gibi, kalifiye yönetici sayısını da azaltabilecektir.

Konunun ve anılan düzenlemelerin, dağıntık ortaklık yapısına sahip şirketlerde, belirli bir grubun/ailenin hâkim olduğu şirketlere nazaran daha fazla önem arz edeceği düşünülebilir. Zira bu ortaklık yapısına sahip şirketlerde, yöneticiler lehine sağlanan aşırı yüksek tutarlı mali haklar, yönetim ve pay sahiplerinin menfaatlerinin çakışmasına sebep olabilecektir. Nitekim dağıntık pay sahipliğinin olduğu şirketlerin çoğunlukta olduğu ülkelerden İngiltere ve ABD'de ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin bir politika oluşturulmuş olduğu görülmektedir.

Ancak ülkemiz uygulaması nazara alındığında, yöneticilere sağlanan mali hakların oldukça yüksek olduğu ve söz konusu haklara ilişkin olarak pay sahiplerinin etkinliğinin her koşulda sağlanmadığı görülmektedir. Öte yandan, konunun önemi belirli bir grubun/ailenin hâkim olduğu şirketler açısından değerlendirildiğinde, dünya uygulamalarında, İsveç ve

personelerine sağlanan menfaatlerle ilgili dipnotlarda yapılması gereken açıklamalar düzenlemiş olup, Tebliğin 1 numaralı ekinin 9. paragrafında kilit yönetici personel, "*işletmenin, (idari ya da diğer) herhangi bir yöneticisi de dâhil olmak üzere, faaliyetlerini plânlama, yönetme ve kontrol etme yetki ve sorumluluğuna doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişiler*" şeklinde tanımlanmaktadır. 17. paragrafa göre ise işletmeler, kilit yönetici personelerine ödenen ücreti toplam olarak ve diğer mali hakları, "*çalışanlara sağlanan kısa vadeli faydalar*", "*görevden ayrılma sonrası sağlanan faydalar*", "*diğer uzun vadeli faydalar*", "*görevinden çıkarılma nedeniyle sağlanan faydalar*" ile "*paya dayalı ödemeler*" olmak üzere beş farklı kategori için ayrı ayrı dipnotlarda açıklar.

Almanya örneklerinde olduğu gibi, ortaklık yapısının çoğunluğuna belli bir grubun/ailenin sahip olduğu şirketlerin yerini ortaklık yapısının dağıntık olduğu şirketlerin aldığı görülmekte olduğundan, yöneticilere sağlanan aşırı nitelikteki mali hakların önümüzdeki yıllarda bu şirketler açısından da sorun teşkil edeceği ve konuya ilişkin önlem alınması gerektiği düşünülmektedir.

Yöneticiler lehine tanınan hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin ilk yasal düzenleme dağıntık ortaklık yapısına sahip olan İngiltere’de 2002 yılında Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler ile yapılmış olup, 2012 yılında İngiltere Şirketler Kanunu’nda yapılan değişiklikle ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin düzenlenen raporlar ikiye ayrılarak (Policy Report ve Annual Remuneration Report) bu raporlara ilişkin pay sahipleri tarafından verilen oyların niteliği (bağlayıcı ve tavsiye niteliğinde) farklılaştırılmıştır. Bununla birlikte, 29.11.2016 tarihinde Department of Business, Energy&Industrial Strategy tarafından yayınlanan Green Paper: Corporate Governance Reform’da, ortaklıkların yöneticilerine sağlanan mali hakların tamamının veya bir kısmının pay sahiplerinin bağlayıcı oylarına sunulması önerilmektedir.

Fransa’da ise, konuya ilişkin ilk açık düzenleme 2013 yılında Fransa Kurumsal Yönetim Kanunu’nda yapılmış olup, düzenlemeye göre yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin pay sahiplerine oy hakkı tanınması zorunlu olmadığı gibi, verilen oylar da tavsiye niteliğindedir. Bununla birlikte 9.12.2016 tarihinde, Sapin 2 Yasası ile Fransa Ticaret Kanunu’na 225-37-2 numaralı madde eklenerek, halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesine ilişkin olarak pay sahiplerinin etkinliği anlamında büyük bir adım atılmış ve pay sahiplerinin oyları bağlayıcı hale getirilmiştir. Almanya’da, 2005 tarihinde yürürlüğe giren Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanan Mali Hakların Kamuya Açıklanması Kanunu ve 2009 tarihinde yürürlüğe giren ve Alman Borsa Şirketleri Kanunu’nu değiştiren Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu ile yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar konusunda önemli düzenlemeler yapılmış olup, özellikle, Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Yerindeliği Kanunu ile ilk defa yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakları belirleme konusunda pay sahiplerine oy hakkı tanınarak ve mali haklar ile performans arasında makul bir ilişki aranarak konuya ilişkin önemli adımlar atılmıştır.

Yönetici ücretlerinin oldukça yüksek olduğu ve ortaklıkların genel kurul toplantılarında en çok konuşulan konulardan biri olduğu ABD’de ise, 21.7.2010 tarihinde yürürlüğe giren Dodd Frank Kanunu ile Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu’nun 14(A) maddesine 14(A)-(a)(2) hükmü eklenerek, halka açık anonim ortaklıklarda görev yapan üst düzey yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin mali hakları üzerinde pay sahiplerine oy hakkı tanınması gerektiği açıkça düzenleme altına alınmıştır. Düzenlemeye göre, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin verecekleri oylar tavsiye niteliğindedir.

Ülkemiz düzenlemelerinde örnek alınan AB düzenlemelerine bakıldığında, konuya ilişkin Tavsiye ve Direktifler olduğu görülmekte olup, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin etkinliğinin artırılmasına ilişkin en güncel gelişmenin, 17.5.2017 tarihinde yayımlanan 2017/828 sayılı Direktif’le getirilen düzenleme olduğu anlaşılmaktadır. Anılan Direktif ile pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali haklar

konusunda iki ayrı rapora (Remuneration Policy ve Remuneration Report) ilişkin olarak iki farklı oy hakkı (bağlayıcı ve tavsiye niteliğinde) tanınması hüküm altına alınmıştır.

Türkiye'ye geldiğinde ise, yönetim kurulu üyeleri ile diğer üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklara genel olarak bakıldığında, rakamların oldukça yüksek olduğu ve diğer çalışanlarla karşılaştırıldığında aradaki farkın fazla olduğu görülmektedir.

TTK'nın 394. maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerine ödenecek olan mali haklar esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmektedir. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar esas sözleşmede öngörülmediği takdirde genel kurul tarafından, yani pay sahiplerince belirleneceğinden, yabancı ülke örneklerindeki uygulamanın aslında mevzuatımızda baştan beri yer aldığını söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak anılan hüküm yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların esas sözleşmede de belirlenebileceğini öngördüğünden, esas sözleşmenin hazırlanmasından yahut değiştirilmesinden sonra şirkete ortak olan pay sahiplerine ayrıca söz hakkı tanınmamış olacağından yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecindeki etkinliğinin her koşulda var olduğu da kabul edilemeyecektir.

Ayrıca, ülkemizde genellikle halka açık anonim ortaklıklarda hâkimiyet belli bir ailenin/grubun elinde olup, uygulamada sık rastlanıldığı üzere, bu ortaklık yapısının tercih edildiği şirketlerde yönetim kurulu başkan ve üyelerinin de aynı ailenin/grubun üyesi olması durumunda, bu şahıslara sağlanacak mali haklar konusunda, özellikle azlık durumundaki pay sahiplerinin menfaatlerinin yönetim kurulu üyelerinin menfaati ile çatışması ve zarar görmesi kaçınılmaz olacağından TTK'nın 394 üncü maddesi ile, dünyada süregelen yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin tartışmalar ve getirilen yasal düzenlemelerle amaçlanan sonucun sağlanmadığı düşünülmektedir.

Bu bağlamda, özellikle azlık durumundaki pay sahiplerinin korunmasını teminen, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakların belirlenmesi konusunda, aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olan pay sahiplerinin TTK'nın 436/1 maddesi kapsamında oy haklarının kısıtlanmasına yönelik yasal düzenlemelerin getirilebileceği değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, TTK'da yönetim kurulu üyeleri dışındaki diğer yöneticilerin kimler olabileceği veya bu kişilerin mali haklarının nasıl belirleneceği hususları düzenlenmemiş olup, konuya ilişkin olarak SPKn'de de açık hüküm bulunmamaktadır. Bununla birlikte, II-17.1 sayılı Tebliğ'de, "*idari sorumluluğu bulunan diğer yönetici*", "*icra başkanı*", "*genel müdür*" kavramlarına yer verilmiş olup, anılan yöneticilerin mali hakları Tebliğin ekinde yer alan KYİ'nin 4.6 no'lu "*Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar*" başlıklı kısmında düzenlenmiştir. II-17.1 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde, anılan başlık altındaki maddelerden yalnızca yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunularak ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınması ile ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilmesine ilişkin ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesine ilişkin maddelerin uygulanması zorunlu olup, diğer ilkeler açısından böyle bir zorunluluğun öngörülmemiş olması karşısında, ülkemizde halka açık

anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyeliği görevi olmaksızın yönetici olarak görev yapan kişilere sağlanacak mali haklar açısından pay sahiplerinin söz hakkının tüm halka açık anonim ortaklıklar açısından bağlayıcı olacak şekilde hukuki zemine kavuşturulmadığı değerlendirilmektedir.

Bu çerçevede, II-17.1 sayılı Tebliğ'in ekindeki KYİ'nin 4.6.2 no'lu maddesinde yer alan, yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esaslarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunularak ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınması gerektiğine ilişkin zorunlu ilkenin yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin en işlevsel düzenlemelerden birisi olduğu düşünülmekle birlikte, ilkede bahsi geçen "*görüş bildirme*" sistemi yerine pay sahiplerine tavsiye ya da bağlayıcı nitelikte oy hakkı tanınabileceğine ve oylama neticesinde ücretlendirme esaslarının kabul edilmemesi halinde izlenecek prosedüre ilişkin değişiklik öngörülmesi halinde, pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyelerine ve yönetim kurulu üyesi olmayan diğer yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin etkinliğinin artacağı değerlendirilmektedir.

Yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin olarak pay sahiplerine oy hakkı tanınmasına ilişkin Tebliğ değişikliği yapılması durumunda, hükmün yürürlüğe girmesi akabinde uygulamada karşılaşılabilecek eksiklik ve ihtiyaçlar doğrultusunda, düzenlemenin etkinliğini sağlayacak birtakım değişiklikler yapılabileceği gibi, oy hakkına ilişkin yapılacak düzenleme ile birlikte, düzenlemenin etkinliğini arttıracak, örneğin hükme aykırılık halinde yaptırım uygulanması veya Almanya örneğinde olduğu gibi oylamanın yapılacağı genel kurul kararının iptalinin dava edilememesi gibi hükümler de getirilebileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

I. Kitap ve Makaleler

1. ALLEN, William/KRAAKMAN, Reinier/SUBRAMANIAN, Guhan; Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, Wolters Kluwer Law&Business in New York, 2012.
2. ALTAŞ, Soner; 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Şirketler Hukukuna İlişkin Yüksek Yargı Kararları, Ankara 2016.
3. BABRSAMIAN, Bonnie A./LYNCH Brian J.; *Say on Pay Frequency Revisited for 2017* (<http://www.natlawreview.com/article/say-pay-frequency-revisited-2017>), Erişim tarihi:14.6.2017).
4. BEBCHUK, Lucian Arye/FRIED, Jesse M.; *Executive Compensation As An Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Sayı:7, 2003, s. 71-92 (<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.182.2900&rep=rep1&type=pdf>), Erişim Tarihi:17.7.2017).
5. BEBCHUK, Lucian Arye/FRIED, Jesse M.; *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part I: The Official View and its Limits*, Şubat 2004 (<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/performance-part1.pdf>), Erişim Tarihi:17.7.2017).
6. BERSON, Susan/BERSON, Dave; The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – From Legislation to Litigation, American Bar Association, 2010.
7. BERTRAND, Marianne/MULLAINATHAN, Sendhil; Do CEOs Set Their Own Pay? The Ones Without Principals Do, National Bureau of Economic Research Inc., Working Paper 7604, Mart 2000.
8. BOZKUŞ, Fatih; *Üst Yönetici Primleri Uzun Vadeye Yayılıyor*, Ekonomist Online, 14.2.2016 (<http://www.ekonomist.com.tr/yonetim-kariyer/ust-yonetici-primleri-uzun-vadeye-yayiliyor.html>), Erişim tarihi:15.6.2017).
9. BRAENDLE, Udo C., KATSOS John E.; Directors' Remuneration and Motivation, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by KOSTYUK, Alexander/STIGLBAUER, Markus/GOVORUN, Dmitrey), 2016, s. 21-28.
10. CHEN Jean J./ZHU, Zhen; Directors' Remuneration in the United Kingdom, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by KOSTYUK, Alexander/STIGLBAUER, Markus/GOVORUN, Dmitrey), 2016, s. 96-153.
11. CONYON, Martin J.; *Shareholder Dissent on Say-on-Pay and CEO Compensation*, Mart 2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2748645), Erişim Tarihi: 15.6.2017).
12. CORREA, Ricardo/LEL, Ugur; *Say on Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice, and Firm Valuation Around The World*, Journal of Financial Economics, Volume 122, Issue 3, December, 2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2430465), Erişim Tarihi:15.6.2017).
13. COTTER, James F./PALMITER, Alan R./THOMAS, Randall S.; *The First Year of Say-on-Pay Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, s. 967-1011 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2162957, Erişim Tarihi: 14.7.2017).
14. DAVIES Rob; *"Negligible" Link Between Executive Pay and Firms's Performance, Says Study* (<https://www.theguardian.com/business/2016/dec/27/negligible-link-between-executive-pay-and-firms-performance-says-study>), Erişim tarihi: 15.6.2017).
15. DAWSON, Nick; *Avant-Garde Returns To France: An Interview With Loic Dessaint*, Proxy Monthly, Ocak 2017 (www.proxyinsight.com), Erişim Tarihi:14.6.2017).

16. DEMİR, H. Erdal; Sermaye Piyasası Kurulu'nun Şirketlerdeki Yönetim Kuruluna İlişkin Kurumsal Yönetim İlkeleri, İstanbul 2013.
17. DINE, Jane, KOUTSIAS Marios; *The Nature of Corporate Governance: The Significance of Natural Cultural Identity* (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2247943, Erişim tarihi: 15.6.2017).
18. DÜNDAR, Gönen; *Üst Düzey Yöneticilerin Ücretlerinin Belirlenmesinde Temel İlkeler*, Yönetim, Yıl 9, Sayı 29, Ocak-1998, s. 22-25 (<http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/09/Y%C3%B6netim-29-1998-3.pdf>, Erişim Tarihi:15.6.2017).
19. ERDOĞAN, Yasemin; *Yüksek Ücret Sendromu!*, Capital, Yıl:25, Sayı:2017/4, Nisan 2017, s. 167-173.
20. ERGİN, Emre, KARACAN Sami; *Üst Düzey Yönetici Ücretlerini Sınırlandırmak Bir Çözüm Müdür?*, Temmuz 2012, Cilt: 14, Sayı: 3 (<http://www.isguc.org/?p=article&id=495&cilt=14&sayi=3&yil=2012>, Erişim tarihi: 15.6.2017).
21. FERRARINI, Guido/MOLONEY, Niamh/VESPRO Cristina; *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, Ecgi – Law Working Paper:09/2003, Haziran 2003 (<http://www.ecgi.global/working-paper/executive-remuneration-eu-comparative-law-and-practice>, Erişim Tarihi:15.6.2017).
22. GERNER-BEUERLE, Carsten/KIRCHMAIER Tom; *Say on Pay: Do Shareholders Care?*, Mayıs 2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720481, Erişim Tarihi:15.6.2017).
23. GORDON, Jeffrey. N.; *“Say On Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, Working Paper No: 343, Ağustos 2009, s. 323-367 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262867, (Erişim Tarihi:14.7.2017)
24. GÖZLER, Özgür; *Yerli CEO Ücreti Milyon Yolunda*, Capital (<http://www.capital.com.tr/yonetim/liderlik/yerli-ceo-ucreti-milyon--yolunda-haberdetay-4391>, Erişim tarihi:16.6.2017).
25. HOOGHIEMSTRA, Reggy/KUANG, Flora Yu/QIN, Bo; *Does Obfuscating Excessive CEO Pay Work? The Influence of Remuneration Report Readability on Say On Pay Votes?*, Ocak 2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900877, Erişim Tarihi: 13.6.2017).
26. KIRCA, İsmail/ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal/MANAVGAT Çağlar; Anonim Şirketler Hukuku, Cilt 1, Ankara, 2013.
27. KOLLEWE, Julia; *AstraZeneca Shareholders Revolt Over Chief Executive's £13m Pay*, The Guardian (<https://www.theguardian.com/business/2017/apr/27/astrazeneca-shareholders-revolt-again-over-executive-pay>, Erişim Tarihi: 15.5.2017).
28. LEROY, Pierre Henri; *The French Parliament Adopts The Binding The Annual Say On Pays Vote* (<http://www.proxinvest.fr/?p=3791&lang=en>, Erişim Tarihi: 1.6.2017).
29. LIBIT William M./FREIER Todd E.; *Say on Pay Frequency: Is It Easy As 1, 2 of 3?*, Insights, Sayı: 1, Ocak 2017 (http://www.chapman.com/media/publication/710_Chapman_Say-On-Pay_Frequency_120616.pdf, Erişim tarihi:14.6.2017).
30. MANAVGAT, Çağlar; Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016.
31. ÖZÇELİK, Burcu; *Gerçekten Türk yöneticiler çok kazanıyor mu?* (<http://www.kigem.com/gercekten-turk-yoneticiler-cok-kazaniyor-mu.html>, Erişim tarihi: 15.6.2017).
32. ÖZDOĞAN YILMAZ Ayşegül; Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009.
33. ÖZER, Işık; Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Anonim Şirket Yöneticilerine Sağlanan Mali Haklar, Doktora Tezi, Ankara 2013.

34. POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin; Ortaklıklar Hukuku I, İstanbul 2014.
35. PULAŞLI, Hasan; Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt: 1, Ankara 2014.
36. PULAŞLI, Hasan; Corporate Governance ve Yeni Düzenlemeler Işığında Şirket Yöneticilerinin Ücretlerinin Açıklanma Yükümü, BATİDER, C. 23, Sayı:1, 2005 Haziran, s. 31-58.
37. PROVASI, Roberta/RIVA Patrizia; The European Approach to Regulation of Director's Remuneration, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by KOSTYUK, Alexander/STIGLBAUER, Markus/GOVORUN, Dmitrey), 2016, s. 225-252.
38. RHEE, Robert J.; *Intrafirm Monitoring of Executive Compensation*, Vanderbilt Law Review, 2016, s. 695-759 (<https://www.vanderbiltlawreview.org/2016/04/intrafirm-monitoring-of-executive-compensation/>, Erişim Tarihi: 14.7.2017).
39. SAYIN GÜNDÜZ, Seçil; Borsa Şirketlerinde Yöneticilere Yapılan Ödemeler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, Araştırma Raporu, Ekim 2009.
40. SORET JEAN-Nicolas/GUILAINE Vincent; Shareholder Activism in France: A Growing Threat (<http://www.altanalaw.com/wp-content/uploads/2017/01/Shareholder-Activism-in-France.pdf>, Erişim Tarihi: 14.6.2017).
41. SWENEY, Mark; *Pearson Shareholders Reject Chief Executive's £1.5m Pay Package*, The Guardian, (<https://www.theguardian.com/business/2017/may/05/pearson-shareholders-reject-pay-revolt-john-fallon>, Erişim tarihi: 15.5.2017).
42. TEOMAN, Ömer; Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, İstanbul 1983.
43. THOMAS, Randall S./PALMITER, Alan R./COTTER, James F.; *Dodd-Frank's Say on Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance*, Cornell Law Review, Vol:97, Sayı:5, Temmuz 2012, s. 1213-1266 (<http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3247&context=clr>, Erişim Tarihi: 14.7.2017).
44. THOMAS Randall S./ Van der ELST Christopher; *Say On Pay Around The World*, Washington University Law Review, 2015, Vol: 92, Issue 3, (http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6133&context=law_lawreview, Erişim Tarihi: 15.6.2017).
45. THOMAS Randall S./ Van der ELST Christopher; *The International Scope of Say on Pay*, Eylül 2013 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2307510, Erişim Tarihi: 17.6.2017).
46. Van der ELST, Christopher; *Answering The Say For No Pay*, Aralık 2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2818502, Erişim Tarihi: 12.6.2017).
47. ÜNAL, Ahmet Cemil; *Kurumsal Yönetimin Teorisi, İlkeleri ve Uygulamaya Yansımaları*, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, Ocak 2015, s.403-441.
48. ÜNAL, Ahmet Cemil; *CEO'nun Konumunun Mukayeseli Hukuk Açısından Değerlendirilmesi*, Legal Hukuk Dergisi, Cilt: 12, Sayı: 133, Ocak 2014, s. 19-44.
49. VESPER-GRASKE, Marvin; "Say On Pay" In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, s. 749-795 (https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dcc0c8495/t/56b14cfb7da24f29eaf30d8b/1454460156507/GLJ_Vol_14_No_07_Vesper-Graske.pdf, Erişim Tarihi: 19.7.2017).
50. French and European "Say On Pay" Regimes (http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Les-r-gimes-europ-en-et-fran-ais-du---say-on-pay--, Erişim Tarihi: 18.6.2017).

51. Hay Group, *Türkiye’de Üst Yönetim ile İdari Seviyeler Arasında 11.1 Kat Fark Var* (<http://www.haygroup.com/tr/press/details.aspx?id=39635> Erişim Tarihi: 27.6.2017).

52. Türk Kurumsal Yönetim Derneği, Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri Ücret Araştırması, Ocak 2016 (http://www.tkyd.org/files/images/content/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kyd_yayinlari/BYK_UUA-SON.pdf, Erişim tarihi:15.6.2017).

53. *Türkiye’de Üst Yönetim ile İdari Seviyeler Arasında 11.1 Kat Fark Var*, Hay Group, 1.10.2013 (<http://www.haygroup.com/tr/press/details.aspx?id=39635>, Erişim tarihi:15.6.2017).

II. İnternet Siteleri

1. <http://www.afep.com/en>
2. <http://www.altanalaw.com>
3. <http://www.amf-france.org>
4. <http://www.chapman.com>
5. <http://www.capital.com.tr>
6. <http://www.ecgi.org>
7. <http://www.ekonomist.com.tr>
8. <http://eng.medef.com>
9. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf
10. <http://www.haygroup.com>
11. <http://www.kap.org.tr>
12. <http://www.kigem.com>
13. http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1981/pdfs/uksi_20131981_en.pdf
14. <http://www.natlawreview.com>
15. <https://www.oecd.org>
16. <http://openscholarship.wustl.edu>
17. <http://www.proxinvest.fr/?p=3791&lang=en>
18. www.proxyinsight.com
19. <https://www.sec.gov/rules>
20. <http://www.spk.gov.tr>
21. <https://www.ssrn.com>
22. <https://www.theguardian.com>
23. <http://www.tkyd.org>
24. <http://www.worldbank.org>