

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA  
YÖNETİCİLERE SAĞLANAN MALİ HAKLARIN  
BELİRLENMESİNDE PAY SAHİPLERİNİN  
KARAR SÜRECİNE KATILMASI (SAY ON PAY)  
VE YABANCI HUKUKTAKİ  
YASAL DÜZENLEMELER\***  
**SHAREHOLDERS VOTING ON EXECUTIVES'  
REMUNERATION IN PUBLIC COMPANIES (SAY ON PAY) AND  
LEGISLATIVE REGULATIONS IN COMPARATIVE LAW**

Deniz İpek ERDAL\*\*

**Özet:** Son yıllarda kurumsal yönetimin en tartışılan konularından biri halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan mali haklar ve bu hakların aşırı miktarda belirlenmesi halinde bu durumun pay sahiplerinin menfaatleri açısından doğuracağı sonuçlardır. Zira söz konusu 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 çıkmaktadır. Uygulamada, bu sorunu çözmek amacıyla getirilen çözümlerden biri de yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılarak etkinliğinin ve gözetim yetkisinin artırılması olmuştur. İşte bu çalışmanın konusunu da esas olarak “Say on Pay” olarak adlandırılan bu sürecin amacı, etkileri ve konuya ilişkin İngiltere, Fransa, Almanya, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği’ndeki (AB) yasal düzenlemeler ve bu düzenlemelerin ülkeler üzerindeki etkileri oluşturmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Halka Açık Anonim Ortaklık, Mali Haklar, Kurumsal Yönetim, Yönetim Kurulu, Yönetici, Pay Sahiplerinin Oy Hakkı

---

\* Bu makalede yer verilen görüşler, yazarın şahsi görüşleri olup, hiçbir şekilde mensubu olduğu kurumu bağlamaz.

\*\* Uzman Hukukçu, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, [dipek.erdal@spk.gov.tr](mailto:dipek.erdal@spk.gov.tr), ORCID: 0000-0001-9676-7342, Makalenin Gönderim Tarihi: 19.1.2018, Kabul Tarihi:

**Abstract:** In recent years, the most popular topic of corporate governance is executive remuneration in public companies and its results on shareholders' interests. Some shareholders complained that executives are overpaid and these payments are irrespective of their performances. To avoid these problems countries adopt regulations requiring public companies to permit their shareholders to have mandatory or non-mandatory, binding or non-binding votes on the compensation of their executives, which is also called Say on Pay. In this paper we argued the purpose and effects of Say on Pay and legislative regulations adopted by UK, France, Germany, USA and EU on Say on Pay and the effects of these regulations on these countries.

**Keywords:** Public Companies, Executive Remuneration, Say On Pay, Corporate Governance, Shareholder Voting

## 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 olup,<sup>1</sup> konuya ilişkin ilk düzenleme 2002 yılında İngiltere'de yapılmıştır. İngiltere'yi 2004 yılında Hollanda, 2005 yılında Avusturya, 2006 yılında İsveç, 2007 yılında Danimarka, 2008 yılın-

<sup>1</sup> Ricardo Correa/Ugur Lel., "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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2430465) (Erişim Tarihi:15.6.2017).

da Norveç, 2010 yılında Portekiz, 2011 yılında İtalya, Güney Afrika ve ABD, 2012 yılında Belçika ve 2013 yılında İsviçre izlemiştir.<sup>2</sup>

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 ülkelerde 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 olmuştur.<sup>3</sup>

Bu çerçevede, çalışmanın birinci bölümünde pay sahiplerinin söz konusu sürece katılması ile ilgili olarak genel bilgilere yer verildikten sonra, konuya ilişkin düzenlemelerin amacından ve konuya ilişkin düzenlemelerin doğurduğu etkilerden bahsedilmiş olup, ikinci bölümde ise yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin rolüne ilişkin olarak dünya uygulamalarına ve bu yasal düzenlemelerin ülkeler üzerindeki etkilerine yer verildikten sonra, ülkemiz uygulama ve düzenlemelerinde esas alınan Avrupa Birliği düzenlemeleri çerçevesinde, konuya ilişkin Tavsiye ve Direktiflere kısaca değinilmiştir.

<sup>2</sup> Reggy Hooghiemstra/Flora Yu Kuang/Bo Qin, “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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900877) (Erişim Tarihi: 13.6.2017).

<sup>3</sup> Correa/Lel, s. 6.

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

### A) Genel Olarak

Uluslararası 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 gözlemlenmektedir.<sup>4</sup>

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 oynamaktadır.<sup>5</sup> Ayrıca, şirketler başarılı ve kalifiye yöneticileri kaybetmek 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

<sup>4</sup> Gönen Dündar, "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).

<sup>5</sup> İsmail Kırca/Feyzan Hayal Şehirli Çelik/Çağlar Manavgat, Anonim Şirketler Hukuku, Cilt 1, Ankara, 2013, s. 265-266.

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 birisidir.<sup>6</sup> Kurama göre pay sahipleri, yöneticilerin şirketin ve payların değerini maksimize etmelerini isterken, yöneticiler her zaman pay sahiplerinin elde edeceği değeri maksimize etmezler.<sup>7</sup> İşte bu çatışmanın temelinde, temsil ilişkisine dayanan yetki devrinin çatışan çıkarlar doğrultusunda kötüye kullanılması olasılığı yatmaktadır. Bu kapsamda temsil ilişkisi, bir veya 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 sonuçlanabilir.<sup>8</sup>

Yöneticilere sağlanan mali hakların temsil kuramına etkisini açıklayan iki farklı görüş bulunmaktadır. Bunlar optimal sözleşme görüşü (optimal contracting approach) ve yönetimsel 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 iken,<sup>9</sup> ikinci görüş ise, yönetici-

<sup>6</sup> Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s. 265, 266.

<sup>7</sup> Udo C. Braendle/John E. Katsos, Directors' Remuneration and Motivation, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by Alexander Kostyuk/Markus Stiglbauer/ Dmitrey Govorun), 2016, s. 23.

<sup>8</sup> Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s. 267, 268.

<sup>9</sup> Lucian Arye Bebchuk/Jesse M. Fried, “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

lere sağlanan mali hakların bizzat temsil probleminin bir parçası ve diğer menfaat sahipleri aleyhine menfaat sağlama amacı taşıyan araçlar olduğunu savunmaktadır.<sup>10</sup>

Temsil teorisini savunan yazarlarca, yönetici ücretleri ile şirket performansı arasında pozitif ilişki olduğunun varsayılmasına karşın,<sup>11</sup> böyle bir ilişkinin saptanamadığı veya negatif ilişkinin saptandığı deneysel çalışmalara da rastlanmaktadır.<sup>12</sup> 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 üretilmektedir.<sup>13</sup>

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 düzenlenmesi ve yöneticilere sağlanacak mali haklara ilişkin üst limit getirilmesidir. Benzer şekilde, yöneticilere sağlanan mali hak-

---

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 artırıcı rolü olduğu düşünülebilecektir [Lucian Arye Bebchuk/Jesse M. Fried, "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)].

<sup>10</sup> Bebchuk/Fried, "Agency Problem", s. 75, 76.

<sup>11</sup> Carsten Gerner-Beuerle/Tom Kirchmaier, "Say on Pay: Do Shareholders Care?", Mayıs 2016, s.4, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2720481](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720481) (Erişim Tarihi:15.6.2017).

<sup>12</sup> Emre Ergin/Sami Karacan, "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), Rob Davies, "'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).

<sup>13</sup> 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; Ergin/Karacan, s. 93 vd.

ların 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 tanımlanmaktadır.<sup>14</sup> 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 açılara göre değişiklik göstermektedir.

<sup>14</sup> Correa/Lel, s. 5.

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 durmaktadırlar.<sup>15</sup>

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 söylenebilecektir.<sup>16</sup>

Yönetici ücretlerinin sınırlandırılmak ve kontrol altına alınmak istenmesinin gerekçeleri ise çeşitlidir. Bu gerekçeler; yönetici ücretlerinin ölçsüz büyüklüğü,<sup>17</sup> 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 belirlenememesi,<sup>18</sup> şirketlerin başarı elde edeme-

<sup>15</sup> Bebchuk/Fried, "Pay Without Performance", s. 9, 10.

<sup>16</sup> Bununla birlikte, bu amacın gerçekleşmediği, hatta düzenlemelerin lüzumsuz ve etkisiz olduğu sonucuna varılan araştırmalar da bulunmaktadır (Correa/Lel, s. 1).

<sup>17</sup> 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](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).

<sup>18</sup> 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

diği hallerde dahi yöneticilere yüksek ücret ödenmesi ve yöneticilere sağlanan aşırı yüksek tutarlı mali hakların, yöneticiler açısından kısa döneme odaklanma sonucunu doğurması olarak sayılabilecektir.<sup>19</sup>

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 etkinliği artacak, yönetim pay sahiplerinin ihtiyaçlarına daha duyarlı hale gelecek<sup>20</sup> ve yöneticilerle pay sahiplerinin menfaatleri arasındaki uyum yakınlaşacaktır.<sup>21</sup>

### C) Konuya İlişkin Düzenlemelerin Etkileri

Yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin getirilen yasal düzenlemelerin etkileri ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir.<sup>22</sup> 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 şekil-

---

yönetilen şirketlerde söz konusu sorunun azaltılmasının daha mümkün olduğu sonucuna varılmıştır (Marianne Bertrand/Sendhil Mullainathan, "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).

<sup>19</sup> Ergin/Karacan, s. 81-99.

<sup>20</sup> Braendle/Katsos, s. 25.

<sup>21</sup> Correa/Lel, s. 6.

<sup>22</sup> Randall Thomas/Christopher Van Der Elst, "Say On Pay Around The World (SoP Worldwide)", *Washington University Law Review*, 2015, Vol: 92, Issue 3, s. 657, [http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6133&context=law\\_lawreview](http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6133&context=law_lawreview) (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

lendirici 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 bulunmaktadır.<sup>23</sup>

Diğer taraftan, 2001-2012 yılları arasında 38 farklı ülke bazında yapılan bir araştırmada,<sup>24</sup> 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, 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 bağlantılıdır.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 657.

<sup>24</sup> Correa/Lel, s. 11-36.

<sup>25</sup> Correa/Lel, s. 36.

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

### A) İngiltere

#### 1) Genel Olarak

Uluslararası hukukta, 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 reddedilmiştir.<sup>26</sup>

Konuya ilişkin olarak, İngiltere’de 2002 yılında yapılan yasal düzenleme hem İngiltere için hem de dünya için önemli bir dönüm noktası oluşturduğundan<sup>27</sup> 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 etmesinin<sup>28</sup> ve yönetici ücretleri ile şirket çalışanlarının ücretleri arasındaki oranın oldukça fazla olmasının<sup>29</sup> konuya ilişkin düzenleme-

<sup>26</sup> Thomas/Van Der Elst, “SoP Worldwide”, s. 664.

<sup>27</sup> 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. Jeffrey Gordon, ““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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262867), (Erişim Tarihi:14.7.2017).

<sup>28</sup> 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.

<sup>29</sup> Green Paper’da, yine FTSE 100 şirketleri üzerinden yapılan araştırmada, şirket

leri revize etme ihtiyacını doğurduğu kanaatindeyim. 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 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 öngörmektedir.<sup>30</sup>

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

---

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.

<sup>30</sup> Aşegül Özdoğan Yılmaz, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009, s. 90.

doğrudan soru sorabilme hakkının tanınması<sup>31</sup> ve yöneticilere sağlanan mali haklardan uzun dönem teşvik planlarının pay sahipleri tarafından onaylanması<sup>32</sup> 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'a,<sup>33</sup> daha sonra İngiltere Kurumsal Yönetim Kanunu'na (UK Corporate Governance Code)<sup>34</sup> eklenmiştir. Bu anlamda, yöneticilerin mali haklarına ilişkin getirilen düzenlemeler açısından Greenbury Raporu önemli bir düzenleme niteliğindedir.<sup>35</sup>

#### 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 artırılması ve yöneticilere sağlanan mali haklar ile şirket performansı arasındaki bağlantının daha güçlü hale getirilmesi amaçlanmıştır.<sup>36</sup>

Yöneticilerin Ücretlendirme Raporlarına İlişkin Düzenlemeler uyarınca, halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulu tarafından ay-

<sup>31</sup> Özdoğan Yılmaz, s. 90.

<sup>32</sup> Jean Chen/Zhen Zhu, *Directors' Remuneration in the United Kingdom, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities* (edited by Alexander Kostyuk, Markus Stiglbauer, Dmitrey Govorun), 2016, s. 97.

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> 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.).

<sup>35</sup> Chen/Zhu, s. 95.

<sup>36</sup> Chen/Zhu, s. 110, 111.

rıntılı 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 değildir.<sup>37</sup>

2012 yılında İngiltere hükümeti kurumsal yönetim konusunda reform (2012 Haziran Reformu) yapılması gerektiği düşüncesinden hareketle, İngiltere Şirketler Kanunu'nda (UK Companies Act) değişiklik yaparak,<sup>38</sup> 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 öngörülmektedir.<sup>39</sup>

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

<sup>37</sup> Chen/Zhu, s. 110, 111

<sup>38</sup> Değişiklik hükümleri 1 Ekim 2013'te yürürlüğe girmiştir.

<sup>39</sup> Thomas/Van Der Elst, SoP Worldwide, s. 668. Chen/Zhu, s. 111-113,

<sup>h</sup>[http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1981/pdfs/ukxi\\_20131981\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1981/pdfs/ukxi_20131981_en.pdf) (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

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 olmadığı 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 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 kısaltılabilece-

ği 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 göstermektedir.<sup>40</sup> Bununla birlikte, pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi sürecindeki rolünün, düşük performans sergileyen bir şirketin yöneticilerine sağlanan mali haklar açısından "düzeltici" bir etkisinin olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Araştırmalara göre<sup>41</sup> pay sahipleri, yöneticilere sağlanan mali hakların ortalamasının çok üzerinde olması ve ödemelerin performans ile bağdaşmaması durumlarında olumsuz oy vermeyi tercih etmektedirler.<sup>42</sup> Nitekim 2007-2011 yılları arasında FTSE All Share Index'e kote şirketlerden 11'i tarafından hazırlanan ücret raporları, yapılan genel kurul toplantısında olumsuz oy almıştır.<sup>43</sup>

Diğer taraftan, 2012 Haziran Reformu ve 1 Ekim 2013 itibariyle İngiltere Şirketler Kanunu'nda yapılan değişiklik sonrasında uygulan-

<sup>40</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 665, 63 no'lu dipnotta sayılan eserler.

<sup>41</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 665, 63, 64 ve 65 no'lu dipnotta sayılan eserler.

<sup>42</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 665-667.

<sup>43</sup> Christopher Van Der Elst, "Answering The Say For No Pay (Say For No Pay)", Aralık 2016, s. 12, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2818502](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2818502) (Erişim Tarihi: 12.6.2017).

maya 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 göstermektedir.<sup>44</sup> 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 çizilmiştir.<sup>45</sup> 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 sorun bertaraf edilebilecektir.

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 fi-

<sup>44</sup> Gerner-Beuerle/Kirchmaier, s. 1, 22, 23.

<sup>45</sup> 2003-2009 yılları arasında İngiltere'de borsaya kote olan 247 şirket üzerinden yapılan araştırma için bkz. Hooghiemstra/Kuang/Qin s. 2-40.

nansal dönemde uygulanan ücretlendirme politikasına ilişkin olan “Annual Remuneration Report”u ise, şirketteki hâkim pay sahiplerinin verdikleri oylardan etkilenerek oyladıkları tespit edilmiştir.<sup>46</sup>

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 tablo<sup>47</sup> aşağıdadır:

**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

<sup>46</sup> Gerner-Beuerle/Kirchmaier, s. 22, 23.

<sup>47</sup> Tabloda yer alan “ARR” ile “Annual Remuneration Report”, “RP” ile “Remuneration Policy” kast edilmektedir (Green Paper).

ise “Policy Report” kabul edilmemiştir. 1 Ekim 2013 itibariyle İngiltere Şirketler Kanunu’nda yapılan değişikliğin pay sahiplerinin etkinliğini arttırması 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 aşağıdadır:<sup>48</sup>

**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
<b>Afren</b>	%71,40	%20,29	%91,78	%91,62		-
<b>Aviva</b>	%45,59	%99,29	%98,09	%96,88	%98,68	%96,36
<b>Burberry</b>	%96,95	%96,83	%47,32	%84,92	%92,27	-(toplantı yapılmadı)
<b>Cairn Energy</b>	%32,97	%99,51	%99,30	%98,06	%98,59	%93
<b>Intertek</b>	%90,93	%94,02	%96,82	%96,44	%47,88	%96,48
<b>Pendragon</b>	%32,21	%97,87	%97,29	%99,31	%84,70	%91,46
<b>WPP</b>	%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 görülmüştür.<sup>49</sup>

<sup>48</sup> Van Der Elst, “Say for no Pay”, s. 13.

<sup>49</sup> 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 Fallon'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 oranıdır.<sup>50</sup> 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 çekilmiştir.<sup>51</sup>

## 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")<sup>52</sup> yapılan değişikliğe kadar söz hakkı tanınmamıştır. Bu tarihten sonra, pay sahiplerine tanınan söz hakkı

<sup>50</sup> Mark Sweney, "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).

<sup>51</sup> Julia Kollwe, "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).

<sup>52</sup> 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](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)

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 yükümlüdür.<sup>53</sup>

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 açıklanmıştır.<sup>54</sup>) ücret paketinin, Fransız Hükümeti'nin olumsuz oyları ile birlikte %54 oyla reddedilmesine karşın, şirketin yönetim kurulu anılan ücret paketini değiştirmeksizin uygulamıştır. Dolayısıyla, pay sahiplerinin "tafsiye" niteliğindeki oyları şirket tarafından dikkate alınmamıştır. Bu durum Fransız hükümetinin tepkisine ve medyada belirtildiği üzere, mevzuat değişikliği yapılmasına sebebiyet vermiştir.<sup>55</sup>

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 göstermiştir.<sup>56</sup>

Tüm bu gelişmelerin ardından, Fransa'da konuya ilişkin yasal düzenlemeler hız kazanmıştır.

<sup>53</sup> Randall Thomas/Christopher Van Der Elst, "The International Scope of Say on Pay (International Scope)", Eylül 2013, s.35, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2307510](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2307510) (Erişim Tarihi: 17.6.2017).

<sup>54</sup> Pierre Henri Leroy, "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).

<sup>55</sup> Van Der Elst, Say for no Pay, s. 2, Jean Soret/Vincent Guilaine, <http://www.altanalaw.com/wp-content/uploads/2017/01/Shareholder-Activism-in-France.pdf> (Erişim Tarihi: 14.6.2017).

<sup>56</sup> Nick Dawson, "Avant-Garde Returns To France: An Interview With Loic Dessaint", Proxy Monthly, Ocak 2017, [www.proxyinsight.com](http://www.proxyinsight.com) (Erişim Tarihi:14.6.2017).

## 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/ıcracı üye olmaktan kaynaklanmayan mali haklardır. Pay sahipleri tarafından onaylanmaması halinde, anılan ödemeler yapılmayacaktır.<sup>57</sup> Pay sahipleri toplam rakamı onayladığından, yönetim ya da gözetim kurulu bireysel olarak yöneticilere verilecek ücretleri belirlediği şekilde tahsis etmekte serbesttir.<sup>58</sup>

Öte yandan, ortaklıklarda yöneticilere sağlanan ve yönetici/ıcracı olmaktan kaynaklanan mali hakların belirlenmesine ilişkin yasal düzenlemelere bakıldığında, 1995 yılının başlarında getirilen yasal düzenlemelerin ücretlendirme paketlerinin şeffaflığı 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 Kanunu)<sup>59</sup> ile pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali hakların iki bölümü hakkında söz hakkı tanınmıştır. Bu bölüm-

<sup>57</sup> Thomas/Van Der Elst, "International Scope", s. 31-35.

<sup>58</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 681.

<sup>59</sup> <https://www.loc.gov/law/help/guide/nations/france.php>

ler 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 Kanun uyarınca, bu anlaşmalar dışında hiçbir ücretlendirme paketinin pay sahipleri tarafından onaylanması söz konusu değildir.<sup>60</sup>

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 oylanmaktadır.<sup>61</sup> 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 yükümlüdür.<sup>62</sup>

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 2016-1691 sayılı Yolsuzlukla Mücadele ve Ekonominin Modernizasyonu Kanunu'dur (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).<sup>63</sup>

<sup>60</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 681.

<sup>61</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 683.

<sup>62</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 683.

<sup>63</sup> <https://www.loc.gov/law/help/guide/nations/france.php>, French and

9.12.2016 tarihinde, Sapin 2 Kanunu 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 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 Kanunu'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 Kanunu'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 değişe-

---

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--](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).

mez nitelikteki ödeme kalemleri bu oylamadan etkilenmeyecek olup, değişken veya istisnai ödeme kalemleri ise genel kurul toplantısında onaylanmadığı sürece yöneticilere ödenmeyecektir.<sup>64</sup>

### 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 onaylanması neticesinde kabul edilmediği örnek bulunmakta 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 edilmiştir.<sup>65</sup>

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 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 edilmiştir.<sup>66</sup>

<sup>64</sup> [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--](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: 15.6.2017).

<sup>65</sup> Thomas/Van Der Elst, “SoP Worldwide”, s. 684-686.

<sup>66</sup> Thomas/Van Der Elst, “SoP Worldwide”, s. 687, 688.

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 tespit edilmemiştir.

## 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 yükümlüdür.<sup>67</sup> Gözetim kurulu aynı zamanda, yönetim kurulu üyelerine sağlanacak mali hakları belirleme yetkisine de sahiptir.<sup>68</sup> Bununla birlikte, gözetim kurulu üyelerine sağlanacak mali haklar, genel kurul kararıyla veya esas sözleşme değişikliği ile belirlenmektedir.<sup>69</sup>

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 yapılmıştır.<sup>70</sup>

<sup>67</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 688.

<sup>68</sup> Marvin Vesper-Graske, "'Say On Pay" In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence", s. 760 ([https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dcc0c8495/t/56b14cfb7da24f29eaf30d8b/1454460156507/GLJ\\_Vol\\_14\\_No\\_07\\_Vesper-Graske.pdf](https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dcc0c8495/t/56b14cfb7da24f29eaf30d8b/1454460156507/GLJ_Vol_14_No_07_Vesper-Graske.pdf), Erişim Tarihi: 19.7.2017).

<sup>69</sup> Vesper-Graske, s. 759, 760.

<sup>70</sup> Vesper-Graske, s. 751, 759.

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.

## 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" koşullarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır.<sup>71</sup> 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 bağlıdır.<sup>72</sup>

Daha sonra, 26.2.2002 yılında yürürlüğe giren ve uy/uymuyorsan 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 bağlanmıştır.<sup>73</sup>

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 düzenlemelerdir.<sup>74</sup>

<sup>71</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 689.

<sup>72</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 689.

<sup>73</sup> Vesper-Graske, s. 751.

<sup>74</sup> Vesper-Graske, s. 751, 759.

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 getirilmiştir.<sup>75</sup>

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 getirilmiştir.<sup>76</sup>

Böylece Alman Borsa Şirketleri Kanunu'nda yapılan değişiklikle birlikte, borsaya kote şirketlerde yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların genel kurul toplantısında oylanabileceği hükme bağlanmıştır.<sup>77</sup> Hükme göre, oylanacak husus mevcut ücretlendirme sistemi olup, oylamanın ne sıklıkta yapılacağı ise düzenlenmemiştir.<sup>78</sup> Pay sahiplerinin kullanacağı oylar tavsiye niteliğinde olmakla birlikte, bu oylar "itiraz edilemez" olarak nitelendirilmektedir. Zira yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına ilişkin oylamanın yapıldığı genel kurul kararının iptali dava edilemeyecektir.<sup>79</sup>

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 bağlamıştır.<sup>80</sup>

<sup>75</sup> Vesper-Graske, s. 757.

<sup>76</sup> Vesper-Graske, s. 759.

<sup>77</sup> 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).

<sup>78</sup> Vesper-Graske, s. 770-774.

<sup>79</sup> Vesper-Graske, s. 778, 779.

<sup>80</sup> Vesper-Graske, s. 762, 763.

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 ertelenmiştir.<sup>81</sup>

### 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 edilmiştir.<sup>82</sup>

Anılan oylamalar neticesinde 2009 ve 2010 yıllarında; M-DAX Endeksi'nde işlem gören şirketlerin %78'i, S-DAX Endeksi'nde işlem gören şirketlerin %42'si ve TecDAX Endeksi'nde işlem gören şirketlerin %63'ünün ücretlendirme sistemini onayladığı görülmüştür.<sup>83</sup> 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 olmuştur.<sup>84</sup>

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 görülmüştür.<sup>85</sup>

<sup>81</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 694, Vesper-Graske, s. 795.

<sup>82</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 692, Vesper-Graske, s. 785.

<sup>83</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 692.

<sup>84</sup> Vesper-Graske, s. 788.

<sup>85</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 692, 693.

## D) ABD

### 1) Genel Olarak

ABD Hukuku'nda, halka açık anonim ortaklıklarda<sup>86</sup> 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 üyelerden oluşan bir 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 kurallar<sup>87</sup> düzenleme altına alınmıştır.

<sup>86</sup> ABD'de halka açık ortaklıklar menkul kıymetler düzenlemelerine tabi olduğundan, eyalet düzenlemeleri bazında diğer ortaklıklar inceleme kapsamı dışında bırakılmıştır.

<sup>87</sup> 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

Pay sahiplerinin yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesi aşamasında karar sürecine katılmalarının bir diğer yolu ise genel kurulda oy kullanmalarıdır.<sup>88</sup> 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 başlamıştır.<sup>89</sup> Anılan kurullar 2006 yılında değiştirilmiş olup, değişiklikle kamuya açıklanacak Özet Mali Haklar Tablosu’nda (Summary Compensation Table) şirketin CEO, Chief Financial Officer (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 getirilmiştir.<sup>90</sup>

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 yasaklanmasına<sup>91</sup> ve yöneticilere ödenmiş olan mali hakların belirli şartlarla şirkete geri verilmesine<sup>92</sup> ilişkin hükümler yer almaktadır.

---

sunulacaksa, toplantı gündemine konulabilmesine olanak tanıyacak bir süre önce şirkete ulaştırılmış olması yeterlidir (Işık Özer, Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Anonim Şirket Yöneticilerine Sağlanan Mali Haklar, Doktora Tezi, Ankara 2013, s. 351).

<sup>88</sup> Özer, s. 353 vd.

<sup>89</sup> Özer, s. 132.

<sup>90</sup> Özer, s. 384.

<sup>91</sup> SOXA Sec. 402, Özer, s. 173.

<sup>92</sup> SOXA Sec. 304, Özer, s. 410.

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 belirtilmiştir.<sup>93</sup>

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 geçememiştir.<sup>94</sup>

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 gerçekleştirilmiştir.<sup>95</sup>

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 dü-

<sup>93</sup> Thomas/Van Der Elst, “International Scope”, s. 6,7.

<sup>94</sup> Özer, s. 360.

<sup>95</sup> Thomas/Van Der Elst, “SoP Worldwide”, s. 659-660.

zenleme 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 hakkındaki oylama ise en çok altı yılda bir yapılmalıdır. Anılan hükme göre, pay sahiplerinin oy hakları bağlayıcı nitelikte değildir.<sup>96</sup>

#### b) Dodd Frank Kanunu Sonrası

21.7.2010 tarihinde yürürlüğe giren 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 bağlanacaktır.<sup>97</sup> Ayrıca, Dodd Frank Kanunu ile getirilen değişikliklerle ücretlendirme komitesinin bağımsızlığı ve rolü arttırılmış olup,<sup>98</sup> ortaklıklara yöneticilere ödenmiş olan mali hakların şirkete iadesine yönelik bir politika oluşturma yükümlülüğü getirilmiştir.<sup>99</sup>

<sup>96</sup> Özer, s. 360-364.

<sup>97</sup> William Allen/Reinier Kraakman/Guhan Subramanian, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, Wolters Kluwer Law&Business in New York, 2012, s.337, Susan Berson/Dave Berson, The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - From Legislation to Litigation, American Bar Association, 2010, s. 240, 241.

<sup>98</sup> Berson/Berson, s. 249-253.

<sup>99</sup> Berson/Berson, s. 256, 257.

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 yayımlamıştır.<sup>100</sup> Bu hükümler, pay sahiplerinin mali hakları 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 geçirilmiştir.<sup>101</sup>

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 ve şirkette çoğunluğun kararı doğrultusunda bir politika benimsenmişse, pay sahiplerinin sonraki önerilerinin dikkate alınmaması mümkündür.<sup>102</sup>

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 değildir.<sup>103</sup>

Bu noktada belirtmek gerekir ki, diğer ülke düzenlemelerinde olduğu gibi ABD'de de, yukarıda yer verilen düzenlemeler halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilere sağlanan temel ücret, ikramiye, gö-

<sup>100</sup> <https://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf> (Erişim tarihi:14.6.2017).

<sup>101</sup> Özer, s. 360-364.

<sup>102</sup> Berson/Berson, s. 243-244.

<sup>103</sup> Özer, s. 360-364.

revden 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 öngörmemektedir.<sup>104</sup>

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 verilmiştir.<sup>105</sup>

<sup>104</sup> Robert Rhee, "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 (Randall S. Thomas / Alan R. Palmiter/James F. Cotter, "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).

<sup>105</sup> 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

### 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 yansıtmamasına rağmen bağlayıcı nitelikte olmaması ve yöneticiler tarafından ciddiye alınmaması gösterilmektedir.<sup>106</sup>

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 kullanılmıştır.<sup>107</sup>

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 almıştır.<sup>108</sup> Bununla birlikte, bazı şirketlerde, yöneticilere sağlanan mali haklar kabul görmemiştir. Buna göre, 2532 şirketin 39'unun genel kurulunda ücretlendirme paketleri kabul edilmemiştir.<sup>109</sup> Tavsiye niteliğinde olsa da bu oyların şirketler

---

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).

<sup>106</sup> Özer, s. 352, 353.

<sup>107</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 660.

<sup>108</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 661.

<sup>109</sup> Olumsuz oylar incelendiğinde, oy danışmanlarının tavsiyelerinin oldukça etkili olduğu görülmüştür (James F. Cotter/Alan R. Palmiter/Randall S. Thomas, "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>).

üzerinde bir etkisi bulunduğu, bazı şirketlerin yönetim kurullarının ücret paketlerinde değişiklik yaptığı, bazı şirketlerin yönetim kurullarının ise eleştirilere karşı ikna yolları aramaya başladığı görülmüştür.<sup>110</sup> Söz konusu mali hakların pay sahipleri tarafından kabul görmemesinin gerekçesinin, ödemelerin şirket performansını ile karşılaştırıldığında fahiş bulunması olduğu anlaşılmıştır.<sup>111</sup>

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 derecesinin, bir önceki oylamada olumsuz oyların yüksek olması durumunda daha düşük olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.<sup>112</sup>

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 varılmıştır.<sup>113</sup>

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

cfm?abstract\_id=2162957, (Erişim Tarihi: 14.7.2017).

<sup>110</sup> 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.

<sup>111</sup> Thomas/Van Der Elst, "SoP Worldwide", s. 661.

<sup>112</sup> CONYON 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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2748645) (Erişim Tarihi: 15.6.2017).

<sup>113</sup> Thomas/Van Der Elst, SoP Worldwide, s. 662.

her yıl yapılmasına karar verildiği, %11'inin 2 yılda bir, %7'sinin ise, 3 yılda bir oylama yapılmasına karar verdiği tespit edilmiştir.<sup>114</sup>

## 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 gösterebilmektedir.<sup>115</sup>

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 yayınlamıştır.<sup>116</sup> 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 durulduğu

<sup>114</sup> Bonnie A. Babrsamian/Brian J. Lynch, "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), William Libit / Todd E. Freier, "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](http://www.chapman.com/media/publication/710_Chapman_Say-On-Pay_Frequency_120616.pdf) (Erişim tarihi:14.6.2017).

<sup>115</sup> Özer, s. 317.

<sup>116</sup> 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 yayınlayabilecektir. Topluluk hukukunda Komisyon Tavsiyeleri üye devletler için bağlayıcı hükümler getirmemekte ancak tavsiye konusunda ortak bir zemin kurulması amaçlanmaktadır (Seçil Sayın Gündüz, *Borsa Şirketlerinde Yöneticilere Yapılan Ödemeler Ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği*, Araştırma Raporu, Ekim 2009, s. 18).

görülmektedir.<sup>117</sup> 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 niteliktedir.<sup>118</sup> Tavsiye’de yer alan hükümlere göre, yönetici; üye devletlerden birinde merkezi olan borsa şirketlerinin ya da üye devletin düzenlenmiş piyasalarında kotasyonu olan yabancı şirketlerin yöneticisi, denetleyicisi, idari organ üyesi veya üye olmasa da CEO’larıdır. Başka bir deyişle, yönetici terimi herhangi bir organın üyesi olarak anlaşılacağı gibi, herhangi bir kurulun üyesi olarak yer almayan CEO’ları da kapsamaktadır.<sup>119</sup>

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’yi<sup>120</sup> 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 görülmüştür.<sup>121</sup>

<sup>117</sup> Hasan Pulaşlı, Corporate Governance Ve Yeni Düzenlemeler Işığında Şirket Yöneticilerinin Ücretlerinin Açıklanma Yükümü, *BATİDER*, 2005 Haziran, C. 23, Sayı:1, s. 35.

<sup>118</sup> Özer, s. 323, 324.

<sup>119</sup> Sayın Gündüz, s. 23.

<sup>120</sup> Sayın Gündüz, s. 22.

<sup>121</sup> Özer, s. 324. Ayrıca, anılan Tavsiye’de şirketlerin mali haklara ilişkin politikalarının kamuya açıklanmasıyla ilgili ayrıntılı hükümler yer almakta olup, Tavsiye uyarınca beyannamede; mali hakların sabit ve değişken bileşenleriyle ilgili açıklamaların, paya dayalı ödeme şekillerine temel olacak performans

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 almaktadır.<sup>122</sup>

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 gerekmektedir.<sup>123</sup>

#### 4) 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 Direktif pay sahipleri lehine düzenlemeler yapmak ve pay sahiplerinin göze-

---

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).

<sup>122</sup> 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 önlemesi söz konusu performansın risk, sermaye maliyeti ve likidite bakımından ayarlanabilir olması gerekmektedir. Ayrıca, finansal kurumlar, ücretin değişken olan kısmını, yanlış olduğu sonradan anlaşılacak veriler üzerine tespit etmişlerse bu kısmın Şirket tarafından talep edilmesi gerekir (Sayın 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).

<sup>123</sup> Roberta Provasi/Patrizia Riva, The European Approach to Regulation of Director's Remuneration, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Opportunities (edited by Alexander Kostyuk, Markus Stiglbauer, Dmitrey Govorun), 2016, s. 226, 227, 243.

tim yetkisini arttırarak yöneticilere sağlanan mali haklar ile performans arasındaki bağı güçlendirmek amaçlarıyla hazırlanmış olup, bu çerçevede Direktif hükümleri ile pay sahiplerine, yöneticilere sağlanacak mali haklar konusunda tavan belirleyen bir ücretlendirme politikasını bağlayıcı nitelikteki oylarıyla oylama hakkı tanınmıştır.<sup>124</sup> Bu Direktif, Avrupa seviyesinde ilk defa pay sahiplerine yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda oy hakkı tanınması açısından önem teşkil etmektedir.<sup>125</sup>

2007/36 sayılı Direktif'te yöneticilere sağlanan mali haklar konusunda pay sahiplerinin etkinliğini arttıracak nitelikte son değişiklik ise 2017/828 sayılı Direktif ile 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 serbesttirler.<sup>126</sup> 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 sunabileceklerdir.<sup>127</sup>

## 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

<sup>124</sup> Provasi/Riva, s. 227, 228.

<sup>125</sup> Provasi/Riva, s. 244.

<sup>126</sup> French and European "Say On Pay" Regimes, s.1,

<sup>127</sup> French and European "Say On Pay" Regimes, s. 1, 2.

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 nitelikli 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.

Yöneticiler lehine tanınan hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin karar sürecine katılmasına ilişkin ilk yasal düzenleme 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 çoğunlukla örnek alınan AB düzenlemelerine bakıldığında ise, konuya ilişkin Tavsiye ve Direktifler olduğu görülmekte olup, yöneticilere sağlanan mali hakların belirlenmesinde pay sahiplerinin etkinliğinin arttırılmasına 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.

## Kaynakça

- Allen William/Kraakman Reinier/Subramanian Guhan, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer Law&Business in New York, 2012.
- 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).
- 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).
- 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).
- Berson Susan/Berson Dave, *The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - From Legislation to Litigation*, American Bar Association, 2010.
- 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.
- 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.
- 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.
- Canyon Martin J., *Shareholder Dissent on Say-on-Pay and CEO Compensation*, Mart 2016 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2748645](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2748645), Erişim Tarihi: 15.6.2017).
- 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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2430465), Erişim Tarihi:15.6.2017).
- 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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2162957), Erişim Tarihi: 14.7.2017).
- 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).
- Dawson Nick, *Avant-Garde Returns To France: An Interview With Loic Dessaint*, *Proxy Monthly*, Ocak 2017 ([www.proxyinsight.com](http://www.proxyinsight.com), Erişim Tarihi:14.6.2017).
- 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).

- Ergin 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).
- Gerner-Beuerle Carsten/Kirchmaier Tom, Say on Pay: Do Shareholders Care?, Mayıs 2016 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2720481](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720481), Erişim Tarihi:15.6.2017).
- 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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262867), (Erişim Tarihi:14.7.2017)
- 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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900877), Erişim Tarihi: 13.6.2017).
- Kırca İsmail/Şehirli Çelik Feyzan Hayal/Manavgat Çağlar, Anonim Şirketler Hukuku, Cilt 1, Ankara, 2013.
- 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).
- 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).
- 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](http://www.chapman.com/media/publication/710_Chapman_Say-On-Pay_Frequency_120616.pdf), Erişim tarihi:14.6.2017).
- Özdoğan Yılmaz Aysegül, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009.
- Özer Işık, Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Anonim Şirket Yöneticilerine Sağlanan Mali Haklar, Doktora Tezi, Ankara 2013.
- Pulaşlı Hasan, Corporate Governance ve Yeni Düzenlemeler Işığında Şirket Yöneticilerinin Ücretlerinin Açıklanma Yükümü, *BATİDER*, C. 23, Sayı:1, 2005 Haziran, s. 31-58.
- Provasi Roberta/Riva Patrizia, The European Approach to Regulation of Director's Remuneration, The Theory and Practice of Directors' Remuneration New Challenges and Oppotunities (edited by Kostyuk, Alexander/Stiglbauer, Markus/Govorun, Dmitrey), 2016, s. 225-252.
- 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).
- Sayın Gündüz Seçil, Borsa Şirketlerinde Yöneticilere Yapılan Ödemeler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, Araştırma Raporu, Ekim 2009.
- 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).
- 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).
- 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).

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](http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6133&context=law_lawreview), Erişim Tarihi: 15.6.2017).

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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2307510), Erişim Tarihi: 17.6.2017).

Van der Elst Christopher, Answering The Say For No Pay, Aralık 2016 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2818502](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2818502), Erişim Tarihi: 12.6.2017).

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

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--](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).

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).

### İnternet Siteleri

<http://www.afep.com/en>

<http://www.altanalaw.com>

<http://www.amf-france.org>

<http://www.chapman.com>

<http://www.ecgi.org>

<http://eng.medef.com>

[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf)

<http://www.haygroup.com>

[http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1981/pdfs/uksi\\_20131981\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1981/pdfs/uksi_20131981_en.pdf)

<http://www.natlawreview.com>

<http://openscholarship.wustl.edu>

<http://www.proxinvest.fr/?p=3791&lang=en>

[www.proxyinsight.com](http://www.proxyinsight.com)

<https://www.sec.gov/rules>

<http://www.spk.gov.tr>

<https://www.ssrn.com>

<https://www.theguardian.com>