

## TÜRK TİCARET KANUNU ÇERÇEVESİNDE ANONİM ŞİRKETLERDE İŞLETMEYE ENDEKSLİ PAY OLUŞTURULUP OLUŞTURULAMAYACAĞI SORUNU

(Araştırma Makalesi)

DOI: <https://doi.org/10.33717/deuhfd.1375564>

**Dr. Öğr. Üyesi Murat Can PEHLİVANOĞLU\***

### Öz

Teknoloji ve internetin gelişimiyle biçimlenen yeni ekonomide, şirketlerin tek bir tüzel kişilik çatısı altında farklı şekillerde iktisadi gelir sağlayan birden çok (hukuken fiktif) birime sahip olmaları söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların da şirketin tamamının değil, sadece belirli bir biriminin sağladığı kârdan faydalanacakları bir ortaklık yapısına ihtiyaç duydukları gözlemlenmektedir. Bu doğrultuda yatırımcılara sunulabilecek bir pay türü olarak işletmeye endeksli payların (tracking stocks) kullanılabilmesi değerlendirilmektedir. İşletmeye endeksli paylar diğer pay türlerinden muhasebesel yönden farklılaşmaktadır. Ancak işletmeye endeksli payların halka açık olmayan (kapalı) anonim şirketlerde korporatif nitelikte oluşturulabilmesi, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) uyarınca olanaklı görünmemektedir. Zira işletmeye endeksli payların özellikleri kâr payında imtiyazı andırmakla beraber, bu pay türünün kanunun imtiyazlı payların öngörülme koşullarını karşılayamayacakları anlaşılmaktadır. Yine işletmeye endeksli payların özellikle kârın kaynak ve hesaplmasına ilişkin emredici hükümlerle çelişen yönleri bulunmaktadır. Bu çalışmada, işletmeye endeksli payların Türk anonim şirketler hukukundaki geçerliliği incelenmektedir.

### Anahtar Kelimeler

*İşletmeye endeksli paylar, Anonim şirketler, İmtiyazlı paylar, Kâr payında imtiyaz, Emredici hükümler*

\* İstanbul Kent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Bölümü Öğretim Üyesi, İstanbul (can.pehlivanoglu@kent.edu.tr) ORCID: 0000-0001-7326-1859 (Geliş Tarihi: 05.02.2023-Kabul Tarihi: 13.06.2023) Yazar, eserinin Derginize ait bilimsel etik ilkelere uygun olduğunu taahhüt eder.

**THE ISSUE OF WHETHER A TRACKING STOCK  
CAN BE CREATED IN STOCK CORPORATIONS WITHIN  
THE FRAMEWORK OF TURKISH COMMERCIAL CODE**

*(Research Article)*

**Abstract**

*The new economy developed in connection with the evolution of technology and internet. While operating under the umbrella of one legal personality, stock corporations began to have more than one (legally fictitious) business units which generate income. This gave rise to an investor appetite to invest in specific business units of a stock corporation rather than the whole stock corporation. Tracking stocks are seen as types of shares which serves to the aforementioned need. The difference between tracking stocks and common stocks are accounting- related. However, issuance of tracking stocks under the law of corporations is not allowed by the 6102 numbered Turkish Commercial Code (TCC). Although tracking stocks resemble dividend- privileged shares in the TCC, tracking stock share type does not satisfy the criteria for privileged shares. Likewise, tracking stocks have features which do not follow the mandatory rules on dividend sources and calculation articulated by the TCC. In this study, tracking stock's validity is evaluated under Turkish law of stock corporations.*

**Keywords**

*Tracking stocks, Stock corporations, Privileged shares, Dividend-Privileged shares, Mandatory rules*

## GİRİŞ

Platform ekonomisinin<sup>1</sup> güçlenmesiyle hızlı değişimlerin yaşandığı güncel piyasa ortamında girişimcilerin ve şirketlerin yeni kurumsal yapılar ihtiyacı duydukları bilinmektedir<sup>2</sup>. Bugün birçok girişimcinin farklı oranda ortaklık ve görev tanımlarıyla aynı şirket çatısı altında emeklerini birleştirdikleri<sup>3</sup>, girişimlerin halka arzının daha uzak bir tarihe ertelendiği<sup>4</sup>, yatırımcıların farklılaşan getiri beklentilerinin mevcut bulunduğu<sup>5</sup> ve şirketlerin temel malvarlığını sahip olunan gayri maddi değerlerin teşkil ettiği dikkat çekmektedir<sup>6</sup>. Bu çerçevede, yeni ekonomi alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin geleneksel ya da birden fazla yeni ekonomi alanına ilişkin faaliyeti aynı anda yürütmeleri halinde piyasa değerlerinin gerçeği yansıtmayabildiği vurgulanmaktadır<sup>7</sup>. Bu durumdaki girişimlerin tek bir tüzel kişilik altında hareket ederek konsolide bir şirket değeri yaratırken aynı zamanda yatırımcıların farklılaşan beklentilerini de karşılayabilecek ortaklık yapılarına ve pay yatırımcısını teşvik edecek farklılaştırılmış yatırım araçlarına ihtiyaçları bulunmaktadır<sup>8</sup>.

Konsolidasyon hedefli girişimler açısından “işletmeye endeksli pay” (*tracking stock*) olarak bilinen pay türünün önemli bir hukuki imkân olduğu değerlendirilmektedir<sup>9</sup>. İşletmeye endeksli payların karakteristik özelliği, pay

<sup>1</sup> “Platform ekonomileri, iki (veya çok) taraflı pazarda faaliyet gösteren iki (veya daha fazla) farklı, fakat birbiriyle bağlantılı kullanıcı grubunun, taraflardan en az biri için değer yaratacak şekilde etkileşimde bulunmalarını sağlayan oluşumlardır. En sık gözlemlenen örnekleri, çevrimiçi talep koordine edici platformlar (çevrimiçi pazar yerleri, genel veya özelleştirilmiş arama siteleri) ile donanım/yazılım platformlarıdır” (Bkz. Rekabet Kurumu, Terimler Listesi, Platform Ekonomileri, <https://www.rekabet.gov.tr/tr/Sayfa/yayinlar/rekabet-terimleri-sozlugu/terimler-listesi?icerik=462fd214-1178-4b46-996a-8e7278249b2e>, E.T. 06.06.2021)

<sup>2</sup> **Pollman**, Elizabeth: “Startup Governance”, University of Pennsylvania Law Review, Cilt 168, Sayı 1, 2019, s. 159.

<sup>3</sup> **Pollman**, s. 179.

<sup>4</sup> **Pollman**, s. 211.

<sup>5</sup> Bkz. **Pollman**, s. 170.

<sup>6</sup> **Bond**, Stephen R./**Cummins**, Jason G.: “The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions”, Brookings Papers on Economic Activity, Sayı 1, 2000, s. 62.

<sup>7</sup> **Solomon**, Lewis D./**Weiss**, Elliot J./**Schwartz**, Donald E./**Bauman**, Jeffrey D.: Corporations Law and Policy, West Group, St. Paul 1998, s. 22.

<sup>8</sup> İşletmeye endeksli payların değer yaratmada başarılı olduğu yönünde bkz. **Harper**, Joel T./**Madura**, Jeff: Sources of Hidden Value and Risk Within Tracking Stock, Financial Management, Cilt 31, Sayı 3, 2002, s. 91.

<sup>9</sup> Bkz. **Eckbo**, Espen /**Thorburn**, Karin S.: “Corporate Restructuring”, Foundations and Trends in Finance, Cilt 7, Sayı 3, 2013, s. 207.

sahiplerinin hak kazanacağı kâr payının şirketin tüm ticari faaliyetlerinden değil hukuken fiktif nitelikteki belirli bir biriminin elde ettiği kazanç üzerinden hesaplanmasıdır<sup>10</sup>. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) ise bu pay türüne yer vermemiştir. Bu çalışmada, öncelikle işletmeye endeksli pay kavramı tanıtılacaktır. Ardından ise Türk hukukunda halka açık olmayan (kapalı) anonim şirketlerde işletmeye endeksli pay türünün korporatif<sup>11</sup> nitelikte, yani şirketler hukuku rejimi bakımından geçerlilik taşıyarak şekilde oluşturulup oluşturulamayacağı değerlendirilecektir<sup>12</sup>. İşletmeye endeksli payların özelliklerinin alternatif araçlarla öngörülmesinin önündeki engeller de ayrıca incelenecektir.

<sup>10</sup> **Mantysaari**, Petri: The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Vol III: Funding, Exit and Takeovers, Springer, Heidelberg 2010, s. 304. Hukuken fiktif birimin anlamı için bkz. II. A. Başlık.

<sup>11</sup> “Korporasyon” (*corporation*) kelimesi, kişi birleşimi ve organizasyonu anlamında kullanılmaktadır (**Engin**, B. İlky/**Atamer**, Yeşim M.: Serozan Medeni Hukuk Genel Bölüm Kişiler Hukuku, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2022, s. 505). Bu doğrultuda “korporatif” terimi, şirketler hukuku rejimi tarafından düzenlenmiş olan ve hakkında yine şirketler hukuku rejimi tarafından bir sonuç bağlanmış olan, şirket tüzel kişiliği ile ilgili hususları ifade etmektedir. Dolayısıyla korporatif hükümler olarak anılan düzenlemeler şirket yönetimi, organları ve ortaklığın özgün yapısını düzenlerken, korporatif nitelikte olmayan düzenlemelerin ise daha ziyade ortaklar arasındaki ilişkileri düzenlediği ifade edilmektedir (**Memiş**, Tekin: Aile Anayasası ve Şirketler Hukuku, Beykent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 4, Sayı 8, 2018, s. 281). TTK m. 1521(1) hükmünde yer alan “*ticaret şirketlerinde, ortakların veya pay sahiplerinin şirketle veya birbirleriyle şirket ortaklığından veya pay sahipliğinden kaynaklı davalar*” ve “*şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, müdürleri, tasfiye memurları ya da denetçilerine karşı açılacak davalar*” şeklinde belirtilen uyumsuzluklar korporatif nitelikte uyumsuzlukları ve dolayısıyla korporatif nitelikteki hükümleri işaret etmektedir (**Mildon**, Yasemin: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Korporatif Düzlem ile Bağlantılı Paralel Yargılamalar, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2020, s. 3). Diğer taraftan, tüzel kişiliğin temel yapısına ve normatif düzenine ilişkin olmadıklarından esas sözleşme hükmü niteliğinden yoksun olan ve şirketler hukuku açısından kendilerine bir hukuki sonuç bağlanamayan esas sözleşme düzenlemeleri korporatif nitelikte olmayan hükümler olarak değerlendirilmektedir (**Ayoğlu**, Tolga: Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyumsuzluklarının Çözümünde Tahkim, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018, s. 57).

<sup>12</sup> Halka açık anonim şirket statüsünün şirketler nezdinde yarattığı maliyetler dikkate alındığında şirketlerin farklılaşan yatırımcı beklentilerini sermaye piyasası mevzuatından kaynaklı yükümlülüklerden kaçınarak karşılayabilmesinin şirketler tarafından başlı başına bir değer olarak görüleceği açıktır. Hal böyle olunca, işletmeye endeksli paylar halka açık şirketlerden çok kapalı şirketlere yüksek fayda sağlayacak araçlar olarak öne çıkmaktadır. Nitekim halka açık anonim şirketler için sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde düzenlenen sermaye piyasası araçlarının çeşitliliği sebebiyle gerek finansman sağlanması gerekse yatırımcı beklentilerinin karşılanması bakımından işletmeye endeksli payların faydasının düşük kalacağı söylenebilecektir.

## I. İŞLETMEYE ENDEKSLİ PAY VE ÖZELLİKLERİ

İşletmeye endeksli paylar *General Motors* şirketinin 1984 yılında ABD’de gerçekleştirdiği ihraç neticesinde bilinirliğe kavuşmuş<sup>13</sup>, 1990’lı yılların sonlarında ise internet alanındaki faaliyetleri için daha fazla fon elde etmek isteyen şirketler tarafından tercih edilir hale gelmiştir<sup>14</sup>. Kıta Avrupası’nda ise ilk kez bir Fransız şirketi olan *Alcatel* tarafından kullanılmıştır<sup>15</sup>. Kıta Avrupası şirketler hukukundaki “Amerikanlaşma” eğiliminin de etkisiyle<sup>16</sup>, Türk anonim şirketler hukuku bu kavrama kayıtsız kalmamıştır. TTK Genel Gerekçesi Par. 29’da “Çeşitli Avrupa Ülkelerinde Ticaret Hukuku Reformu” başlığı altında İsviçre hukukunda işletmeye endeksli payların yeni bir pay türü olarak ABD hukuku örneğinden hareketle geliştirilmesi görüşünden bahsedilmiş<sup>17</sup>, böylece kavramın Türk hukukuna terminolojik olarak yerleşmesi doğrudan kanun koyucu tarafından sağlanmıştır<sup>18</sup>.

İşletmeye endeksli paylar ABD hukukunda “*tracking stocks*” veya “*targeted stocks*” olarak bilinen özel bir pay türünü ifade etmekte ve şirketin esas sermayesine istinat eden sermaye piyasası araçları içinde sınıflandırıl-

<sup>13</sup> **Elder, John/Westra, Peter:** “The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements”, *Journal of Economics and Finance*, Cilt 24, Sayı 1, 2000, s. 1.

<sup>14</sup> The Tracking Stock Idea Goes into Retirement at G.M., *The New York Times*, 10.04.2003, <https://www.nytimes.com/2003/04/10/business/satellite-empire-market-place-tracking-stock-idea-goes-into-retirement-gm.html>, E.T. 28.02.2021.

<sup>15</sup> **Faugerolas, Laurent:** “Equity Tracking Securities- The Alcatel Experience”, *International Business Lawyer*, Cilt 29, Sayı 6, 2001, s. 254-257.

<sup>16</sup> Bkz. **Giudici, Paolo/Agstner, Peter:** “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)”, *European Business Organization Law Review*, Sayı 20, 2019, s. 600.

<sup>17</sup> TBMM Mevzuat Bilgi Sistemi, <https://mevzuat.tbmm.gov.tr/mevzuat/faces/sorgu>, E.T. 28.02.2021.

<sup>18</sup> Tespit edebildiğimiz kadarıyla, Türk hukukunda “işletmeye endeksli paylar” konusunda yazılmış herhangi bir bilimsel eser bulunmamaktadır. Öğretide Çelikboya, kavrama ismen yer vererek sadece İsviçre hukukunda tartışıldığını belirtmiştir bkz. **Çelikboya, Kerem:** *Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kar Payı Hakkı*, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021, s. 419 (**Çelikboya, Kâr Payı**). Yine Çoştan bir makalesinde, İtalyan hukukunun farklı hakları içeren pay türleri yaratılmasına cevaz verdiğini belirtirken örnek olarak işletmeye endeksli paylardan ismen bahsetmiştir, bkz. **Çoştan, Hülya:** “İtalyan Şirketler Hukukunun ve 2003 tarihli İtalyan Sermaye Şirketleri Hukuku Reformunun Genel Hatları”, *BATİDER*, Cilt 24 Sayı 4, 2008, s. 204. Benzer şekilde, Kılıç da doktora tezinde İsviçre hukukundaki gelişmeleri belirtirken kavramdan ismen söz etmektedir, bkz. **Kılıç, Fatoş:** *Kurumlar Vergisi Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Birleşme ve Bölünme*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2006, s. 127.

maktadır<sup>19</sup>. İşletmeye endeksli payların “*corporation*” türündeki şirketlerde korporatif nitelikte oluşturulabilmesi için ise öncelikle şirket paylarının en az iki farklı pay türüne ayrıldığı ve bu ayrımın şirket esas sözleşmesine yazıldığı görülmektedir<sup>20</sup>. Ayrıca kârın dağıtımı konusunda karar yetkisini elinde bulduran yönetim kurulu, kâr payının kaynakları bağlamındaki yasal sınırlamaların az olması sayesinde<sup>21</sup>, kâr payı politikasına ilişkin alacağı bir kararlar işletmeye endeksli payların sağladığı menfaatleri korporatif geçerliliği olan hukuki metinlerle somutlaştırmaktadır<sup>22</sup>. İşletmeye endeksli paylara isabet edecek kâr payı hesaplanırken bu payların endekslediği şirket birimi ayrı ve bağımsız bir şirket olsa idi ne kadar kâr dağıtılacaksa bu paylara da o miktarda kâr dağıtılmasının söz konusu olduğu bir rejim uygulanmaktadır<sup>23</sup>. Öte yandan, işletmeye endeksli paylara yapılacak kâr payı dağıtımı şirket kârının tamamı üzerinde yapılan bir tasarruf olduğundan, bu pay türüne öngülenen kâr miktarı diğer türdeki payların sahiplerinin elde edeceği kârı da azaltmaktadır<sup>24</sup>.

İşletmeye endeksli payların ABD hukukundaki özellikleri dikkate alındığında, pay sahiplerinin kâr payı hakkının adi veya imtiyazlı paylardaki gibi dikey değil de yatay biçimde bölündüğü ve kaynağının şirket kârı yerine şirketin hukukten fiktif nitelikteki birimlerinin kârıyla ilişkilendirdiği anlaşılmaktadır<sup>25</sup>. Örneğin sosyal ağ sağlayıcısı olarak faaliyet gösteren bir şir-

<sup>19</sup> Solomon v. Armstrong, 747 A. 2d 1098 (Del. Ch. 1999) (www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022). İşletmeye endeksli payın şirket sermayesini temsil ediyor olması, bu aracı borçlanmaya dayalı araçlardan ve bu arada gelire endeksli senetlerden de ayırmaktadır.

<sup>20</sup> Haas, Jeffrey J.: “Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness”, Michigan Law Review, Cilt 94, Sayı 7, 1996, s. 2094; Solomon v. Armstrong 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999) (www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022).

<sup>21</sup> Amerikan hukukunda, şirketler hukuku kuralları eyaletler bazında farklılık göstermektedir. Örnek olarak Delaware eyaleti şirketler hukukunda anonim şirketlere karşılık gelen “*corporation*” türündeki şirketlerde, şirket kârının kaynakları “net dönem karı” veya “malvarlığı fazlası” kuramlarına göre belirlenmektedir (Delaware General Corporation Law Sec. 170(a)). Bu kapsamda, yönetim kurulunun şirket bilançosuna sıkı sıkıya bağlı kalmadan kâr payı hesaplaması imkânı bulunduğu ifade edilmektedir (Klang v. Smith’s Food and Drug Centers, Inc., 702 A. 2d 150 (Del. 1997) (www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022)).

<sup>22</sup> Conway, James D.: “The USX Tracking Stock “Spin- Off”: A Case of Split Personality”, The Tax Magazine, Cilt 69 Sayı 6, 1991, s. 385.

<sup>23</sup> Haas, s. 2098.

<sup>24</sup> Haas, s. 2125.

<sup>25</sup> Borek, Charles A.: “Corporate Taxation’s Square Peg: An Analysis of Possible Solutions to the Problem of Characterizing “Tracking Stock” for Tax Purposes”, Catholic University Law Review, Cilt 43, 1994, s. 1107.

ketin iki farklı sosyal ağ platformu (fiktif birimi) varsa<sup>26</sup>, ancak bunlardan biri diğerinden daha fazla kazanç sağlıyorsa, daha fazla kazanç sağlayan sosyal ağ platformuna (fiktif birime) endeksli payların sahipleri bu platformun (fiktif birimin) elde ettiği kârdan faydalanmakta ve bu pay sahipleri yine aynı şirkete ait olmakla beraber daha düşük ticari performans sergileyen diğer sosyal ağ platformunun (fiktif birimin) ticari performansından etkilenmemektedir. Böylece pay sahiplerinin tamamının aynı şirkete ortak olmasına ve pay sahipliğinden kaynaklı haklardan aynı şekilde istifade etmelerine rağmen, işletmeye endeksli payların sahibi olan pay sahiplerinin elde edecekleri kâr payı miktarı farklılaşmakta ve bu farklılaşmayı sağlayan da payın getirisinin bağlandığı şirket fiktif biriminin kendi kârı olmaktadır<sup>27</sup>. Bu bakımdan ilgili şirket biriminin fiktif niteliği muhasebesel açıdan değil, hukuki açıdan söz konusu olmaktadır.

İşletmeye endeksli paylar diğer paylardan sadece muhasebesel olarak ayrıldığından, şirketin ilgili biriminin özel bir şekilde yönetilmesi veya menfaatlerinin diğer birimlere nazaran üstün tutulması gereğini doğurmadığı gibi pay sahiplerine ilgili birim tarafından kullanılan bir malvarlığı üzerinde özel birtakım haklar da vermemektedir<sup>28</sup>. Bu bakımdan işletmeye endeksli paylar sadece kendisine isabet edecek kâr payının hesaplama yöntemi değiştirilmiş olan, hak veya borçlar bakımından diğer paylara nazaran bir üstünlüğü bulunmayan “adi paylar” olarak görülmektedir<sup>29</sup>. Ancak bir şirkette işletmeye endeksli pay türü oluşturulduğu anda artık diğer payların kâr payı hakkı da geriye kalan şirket birimlerine göre hesaplanacağından esasında şirketin tüm paylarının işletmeye endeksli pay haline dönüşeceğine işaret

<sup>26</sup> 5651 sayılı Kanun m. 2(1)(s) uyarınca “sosyal ağ sağlayıcı” kavramı, sosyal etkileşim amacıyla kullanıcıların internet ortamında metin, görüntü, ses, konum gibi içerikleri oluşturmalarına, görüntülemelerine veya paylaşmalarına imkân sağlayan gerçek veya tüzel kişileri ifade etmektedir.

<sup>27</sup> **Kantor, Brian/Castle, Jarrod**: “Tracking Stocks- An Alternative to Unbundling for the South African Group”, *Investment Analysts Journal*, Cilt 29 Sayı 51, 2000, s. 51.

<sup>28</sup> **Eckbo/Thorburn**, s. 205.

<sup>29</sup> **Borek**, s. 1115. Nitekim “ağ etkisi” (*network effect*) teorisi doğrultusunda, işletmeye endeksli payların kâr payı hakkı dışındaki pay sahipliği hakları yönünden farklılaştırılmasının pay yatırımcısı için kendi hakları bakımından bir öngörülemezlik hali yaratacağı ve ayrıca şirket açısından menfaat çatışmalarını dengeleme amacıyla atılacak adımlar bakımından işlem maliyetlerini (*transaction costs*) artıracacağı, bu hususların ise işletmeye endeksli payların cazibesini azaltacağı açıktır. Ağ etkisi teorisi için bkz. **Kahan, Marcel/Klausner, Michael**: *Standardization and Innovation in Corporate Contracting* (Or “The Economics of Boilerplate”), *Virginia Law Review*, Cilt 83, Sayı 4, 1997, s. 726.

edilmektedir<sup>30</sup>. Yine işletmeye endeksli payların şirketin tamamının zararlarından etkilenme bakımından bir farkı bulunmamakta, kendisine tekabül eden tasfiye payı da kural olarak sadece ilişkili olduğu birimle bağlantılı bir tasfiye neticesine göre değil şirketin tamamının tasfiyesi neticesine göre belirlenmektedir<sup>31</sup>. İşletmeye endeksli payların sahiplerine ilgili birimlerin yöneticilerini tayin etme ya da tasfiye halinde öncelikli durumda olma gibi haklar da tanınmamaktadır<sup>32</sup>. İşletmeye endeksli payların getirisi yönetim kurulunun kararlarına göre değişkenlik gösterme riskine maruz kalmakta<sup>33</sup>, uygulamada ise bu riskin denetimi amacıyla yönetim kurulunca çoğunlukla “sermaye payı komitesi” (*capital stock committee*) adı verilen çeşitli komiteler kurulduğu görülmektedir<sup>34</sup>.

İşletmeye endeksli paylar şirketin belli bir biriminin kazancından kaynaklanan kârın pay sahiplerine tahsisi için yegâne çözüm olarak görülmektedir<sup>35</sup>. Zira uygulamada aynı sonuca şirketin ilgili biriminin kuruluşta ayrı bir şirkette oluşturulması ya da daha sonra devri veya bölünme yoluyla bir iştirake aktarılması ve pay sahiplerinin de bu iştirake ortak olmalarının sağlanması suretiyle varıldığı gözlemlenmektedir. Bu yöntemler yerine işletmeye endeksli payların kullanılması ise çoğunlukla kazancın doğrudan tek bir tüzel kişide birleşmesi ve vergi yükümlülüklerinin tek bir seferde doğması görüşüyle açıklanmaktadır<sup>36</sup>. Yine ilgili birimini bir iştirakine devreden şirketin, bu iştirakteki paylarını halka arz etmesi neticesinde ilgili iştirakteki kontrolünü kaybetmesi riski de işletmeye endeksli pay tercihinin bir sebebi olarak belirtilmektedir<sup>37</sup>. Ancak işletmeye endeksli payların söz konusu alternatifler yerine tercihi konusunda getirilen açıklamaların tatmin edici olmadığı, zira imtiyazlı paylar yoluyla anılan riskin ortadan kaldırılabileceği ve vergi yükümlülüğünün tabi olunan vergi hukukuna göre lehe şekilde farklılık gösterebileceği dikkatten uzak tutulmamalıdır. Diğer taraftan bu pay türünün dezavantajlı yönü olarak ise, kâr hesabı açısından bağlı buldukları şirket biriminin malvarlığının şirket yönetiminin takdiriyle azaltılabilmesi

<sup>30</sup> Borek, s. 1120.

<sup>31</sup> Borek, s. 1120.

<sup>32</sup> Elder/Westra, s. 1.

<sup>33</sup> Harper/Madura, s. 94.

<sup>34</sup> In re Staples, Inc., 792 A.2d 934 (Del. Ch. 2001) (www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022).

<sup>35</sup> Bkz. Chemmanur, Thomas J./Paeglis, Imants: “Why Issue Tracking Stocks? Insights from a Comparison With Spin- Offs and Carve- Outs”, Applied Corporate Finance, Cilt 14, Sayı 2, 2001, s. 102-114.

<sup>36</sup> Kantor/Castle, s. 54.

<sup>37</sup> Elder/Westra, s. 3.



olasılığının yatırımcı nezdinde güvensizliğe sebep olması gösterilmektedir<sup>38</sup>. Yine bu payların vergi hukukunda ele alınış biçiminin zaman içinde farklılaşması ihtimalinin tercih edirlilik bakımından olumsuz etki yaratabileceği belirtilmektedir<sup>39</sup>. Tüm bu hususlar işletmeye endeksli payların piyasada yaygın şekilde kabul gören araçlar haline dönüşmesinin güç olduğunu göstermektedir.

## II. İŞLETMEYE ENDEKSİLİ PAYLARIN NİTELİKLERİNİN TTK BAKIMINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

### A. Genel Olarak

ABD hukukunda “*tracking stocks*” ya da “*targeted stocks*” olarak bilinen pay türünün Türkçeye “işletmeye endeksli pay” olarak tercüme edilmesi, bu payların TTK açısından hukuki niteliği bakımından yanıltıcı olabilmektedir<sup>40</sup>. Zira işletmeye endeksli payların tesisi için şirket bünyesinde kazanç sağlayan birden fazla birimin (*business unit*) bulunması gerekmele beraber, bu birimlerin TTK yönünden bir ticari işletme, şube veya iştirak konumundaki bir başka ticaret şirketi hüviyetinde olması zorunlu değildir<sup>41</sup>. Hatta ortada organizasyon bakımından bir şirket birimi dahi olmaksızın, paya tekabül edecek kârın sadece belirli coğrafi bölgelerden ya da belirli ürün veya hizmet gruplarından elde edilen kazançta göre hesaplanması dahi mümkündür<sup>42</sup>. Buna göre, payın endekslediği “işletme” aslında sadece

<sup>38</sup> Eckbo/Thorburn, s. 260.

<sup>39</sup> Borek, s. 1124.

<sup>40</sup> TTK Genel Gerekesi Par. 29’da kullanıldığı için bu çalışmada da anılan terminoloji benimsenmiştir.

<sup>41</sup> Türk hukukunda anonim şirketin kuruluşunda şirketin kendisinin tescilinin yapılması ancak şirkete ait ticari işletmenin ayrıca tescilinin gerçekleştirilmemesi, anonim şirketin esas sözleşmesi ve ticaret sicili kayıtlarında sadece işletme merkezinin yer almasına ve merkezin aynı zamanda bu şirketin tek ticari işletmesi olduğu varsayımına sebep olmaktadır. Zira tüzel kişiliği tesis eden tescil (TTK m. 355(1)) aynı zamanda ticari işletmenin de tescili etkisi doğurmakta, bunun haricindeki ticari işletmeler bakımından ise ticari işletmenin tescili yükümlülüğüne nedeniyle (TTK m. 18(1)) uygulamada ya başka bir ticaret şirketi kurulması ya şube tescili yapılması ya da kanuna aykırı olarak ticari işletmenin hiç tescil edilmemesi söz konusu olmaktadır (Bkz. Çelikboya, Kerem: Anonim Şirketin TTK m. 11 f. 3 Uyarınca Ticari İşletmesini Devretmesi, Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017, s. 177). Halbuki bir anonim şirketinin birden çok ticari işletmesi olması mümkün görülmektedir (Bkz. Tekinalp, Ünal: “Ticari İşletmenin TK m. 11(3)’e Göre Devrinde Borçların Hukuki Yazgısı”, 60. Yıl Armağanı, BTHAE, Ankara 2015, s. 3-17, s. 14 (Tekinalp, Yazgı)).

<sup>42</sup> Schick, Jeffrey J.: “Toward Transaction- Specific Standards of Directorial Fiduciary Duty in the Tracking- Stock Context”, Washington Law Review, Cilt 75, Sayı 4, 2000, s. 1368.

muhasebesel açıdan anlam ifade eden fiktif bir işletmedir. Benzer şekilde işletmeye endeksli payın bir şirketler topluluğunu teşkil eden şirketlerden ana şirkette bulunmasına karşın endeksli bulunduğu işletmenin yavru şirketlerden birisi olması halinde, bu defa payın getirisinin bir başka ticaret şirketine göre, yani yavru şirkete göre hesaplanması söz konusu olacaktır ki bu durum işletmeye endeksli payların tipik özelliklerindedir<sup>43</sup>.

O halde ilk olarak işletmeye endeksli pay terimindeki “işletme” kavramının benzer kavramlardan ayrıştırılması önem taşımaktadır. Genel olarak “işletme” kavramı, bir girişimci tarafından ekonomik çıkar sağlamak amacıyla emek ve sermayenin bağımsız şekilde bir araya getirilmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>44</sup>. Nitekim kavram Türkiye Finansal Raporlama Standartları 3 İşletme Birleşmeleri EK A kapsamında “doğrudan yatırımcılara veya diğer sahiplere, üyelere veya katılımcılara kâr payları, düşük maliyetler veya diğer ekonomik faydalar şeklinde bir getiri sağlamak amacı ile yürütülebilen veya yönetilebilen faaliyetler ve varlıklar bütünü” olarak açıklanmaktadır<sup>45</sup>. Ancak iktisaden işletme olarak nitelendirilen her birimin hukukun de bir işletme olduğundan söz etmek mümkün olmadığı gibi hukukun tüm alanları için geçerli tek bir işletme kavramından da söz edilememektedir<sup>46</sup>. Bu bağlamda TTK m. 11(1) hükmünde “ticari işletme” kavramının “esnaf işletmesi için öngörülen sınırı aşan düzeyde gelir sağlamayı hedef tutan faaliyetlerin devamlı ve bağımsız şekilde yürütüldüğü işletmedir” şeklinde tanımlandığı görülmekte, ticari işletmenin maddi ve gayri maddi unsurları içeren bir iktisadi değer olmakla beraber eşya hukuku bakımından bir hukuk objesi olmadığı gibi bir hukuk kişisi niteliğini de taşımadığı vurgulanmaktadır<sup>47</sup>. Öte yandan “esnaf” kavramının sermayeden fazla bedeni

<sup>43</sup> Haas, s. 2090.

<sup>44</sup> Arkan, Sabih: Ticari İşletme Hukuku, BTHAE, Ankara 2019, s. 26.

<sup>45</sup> Türkiye Finansal Raporlama Standartları 3 İşletme Birleşmeleri EK A, [https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/Türkiye%20Muhasebe%20Standartları/TMSTFRS2018Seti/TFRS/TFRS\\_3\\_2018.pdf](https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/Türkiye%20Muhasebe%20Standartları/TMSTFRS2018Seti/TFRS/TFRS_3_2018.pdf), E.T.: 12.06.2022.

<sup>46</sup> Bkz. Karahan, Sami: Ticari İşletme ve Tacir Kavramları ile İlgili 6102 sayılı Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2012, s. 8. Örneğin, ticari işletmenin merkez kavram olarak görüldüğü TTK rejiminde dahi TTK m. 58(1) hükmünde geçen “bilgi işletmesi” kavramından ne anlaşılması gerektiği tartışmalıdır (Baştürk, İhsan: Türk Ticaret Kanununda Bilgi Yoluyla Haksız Rekabetin Hukuki- Cezai Sonuçları, TAAD, Cilt 1, Sayı 6, 2011, s. 290).

<sup>47</sup> Ayhan, Rıza/Çağlar, Hayrettin/Özdamar: Mehmet: Ticari İşletme Hukuku, Yetkin Yayınları, Ankara 2021, s. 105. Ticari işletmenin hukuki niteliği hakkında değerlendirmeler için bkz. Arkan, s. 33-34.

çalışmaya dayandırılmış olması (TTK m. 15(1)), esnaf işletmesindeki iktisadi faaliyeti ticari işletmeden ayırmaktadır<sup>48</sup>. Diğer taraftan, örneğin 6585 sayılı Perakende Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun içerisinde perakende işletme (m. 3(1)(ı)), bayi işletme (m. 3(1)(c)) ve özel yetkili işletme (m. 3(1)(ğ)) gibi doğrudan “işletme” teriminin kullanıldığı başkaca kavramlara da yer verildiği görülmektedir. Yine 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’nun (“TBK”) “malvarlığının veya işletmenin devralınması” kenar başlıklı 202. maddesinin ticari işletme niteliğinde olmayan işletmeleri de kapsadığı kabul edilmektedir<sup>49</sup>. O halde iktisadi bakımdan “işletme” olarak değerlendirilen bir birimin hukuken bir “işletme” sayılabilmesi için bu birimin ilgili kanundaki işletme kavramı için belirlenen nitelikleri haiz olması aranmakta<sup>50</sup>, böylece iktisadi işletme ile hukuki işletme birbirinden ayrılmış olmaktadır. İşletmeye endeksli paylar yönünden ise “işletme” kavramı hukuken (herhangi bir düzenleme uyarınca) işletme niteliğini taşıyan bir birimin varlığını gerektirmediğinden burada hukuken fiktif bir işletmeden söz edilmekte<sup>51</sup> ve terimdeki işletme kavramı sadece TTK rejimindeki anlamıyla sınırlı kalmadan ve maddeten bir işletme aramaksızın her türlü faaliyetle ilişkilendirilebilmektedir<sup>52</sup>.

İkinci olarak, işletmeye endeksli paylar bir pay türü olarak sahiplerine pay sahipliği hakları temin ettiğinden, işletmeye endeksli payların yatırımcılar açısından güven ve öngörülebilirlik taşıyabilmesi için bunların korpo-

<sup>48</sup> Karahan, s. 7.

<sup>49</sup> Erdem, H. Ercüment: Türk Ticaret Kanunu ile İlgili Makaleler (2009-2016), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017, s. 311.

<sup>50</sup> “Buna göre ticari işletme bir işletme türü olmakla beraber her işletmenin bir ticari işletme olarak kabul edilmesi mümkün değildir.” (Aksın, S. Tark/Önder, Fahrettin M.: İkinci El Motorlu Kara Taşıtı Alım Satımı Yapan Gerçek Kişilerin Faaliyetlerinin Ticari İşletme Niteliğinin İncelenmesi, SDÜHFD, Cilt 12, Sayı 2, 2022, s. 1325)

<sup>51</sup> TTK bakımından hukuken fiktif durumdaki birimlerin ticaret siciline tesciline imkân sağlanması ihtimali, işletmeye endeksli paylara olan ihtiyacı ortadan kaldırmamaktadır. Mülga TTK döneminde ticari işletme veya şube niteliğinde olmayan birimlerin “merkeze bağlı ek işyerleri” olarak ticaret siciline tescil edildiği bilinmekle beraber, bunlar TTK döneminde ya şubeye dönüştürülmekte ya da kapatılmaktadır (bkz. Ek İşyerleri Hakkında Bilgilendirme Metni, <https://www.ito.org.tr/tr/hizmetler>, E.T.: 01/12/2022). Diğer taraftan, şubelerin kârının ve zararının merkeze ait olduğu dikkate alındığında (Kayış, Ferhat: Ticari İşletmede Şube Kavramı ve Şube Olmaya Bağlı Hüküm ve Sonuçlar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019, s. 102), fiktif birimin bir şubeye dönüştürülmesi veya günümüzde merkeze bağlı ek işyerlerinin tesciline tekrar imkân verilmesi halinde dahi şirketin bilanço kârı bakımından bir farklılık meydana gelmemektedir.

<sup>52</sup> Ticari işletmenin hukuki tanımında soyut bir faaliyetin değil de işletmenin maddeten varlığının arandığı yönünde bkz. Tekinalp, Yazgı, s. 5.

ratif manada geçerliliğe sahip olması gerekmektedir. Zira pay sahiplerine korporatif nitelikte hukuki koruma sağlayamayan bir pay türünün yatırımcılar tarafından tercih edilmesi mümkün görünmemektedir<sup>53</sup>. Bu yaklaşımla, Türk anonim şirketler hukukunda işletmeye endeksli payların oluşturulup oluşturulamayacağını tespit edebilmek için öncelikle TTK bağlamında hukuki nitelik itibarıyla hangi pay türüne tekabül ettiğinin, bu şekilde bir pay türü oluşturulmasının Kanunun emredici nitelikteki hükümlerini ihlal edip etmediğinin ve her hâlükârda bu payların özelliklerinin gerçekleşmesini olanaksızlaştıran özel hükümlerin bulunup bulunmadığının incelenmesi gerekmektedir. Neticede işletmeye endeksli payların kendisinden beklenen faydayı gösterebilmesi için kişileri bu paylar olmasaydı kurulmayacak olan bir ortaklığı kurmaya ve ayrıca yeni yatırımcıları şirkete yatırıma teşvik edebilecek bir hukuki güvenlik ve belirliliği sağlayabiliyor olmasının gerekli olduğu aşıkardır<sup>54</sup>.

İşletmeye endeksli paylar sahiplerine kâr payı bağlamında adi paylara nazaran daha yüksek tutarda semere sağlama amacı taşıdığından TTK rejimindeki “kâr payında imtiyazlı payları” anımsatmaktadır. Nitekim “imtiyazlı pay” kavramı, bir kısım payların sahiplerine diğer kısım payların sahiplerine nazaran bazı üstünlükler tanıyan payları ifade etmek üzere kullanılmaktadır<sup>55</sup>. TTK m. 478 ve m. 479 hükümleri uyarınca anonim şirketlerde imtiyazların; kâr payına, tasfiye payına, rüçhan hakkına ve oy hakkına ilişkin olmak üzere dört şekilde öngörülebildiği anlaşılmaktadır. Kanun’daki imtiyaz türlerinin tahdidî olarak değil örnek kabilinden sayıldığı kabul edildiğinden<sup>56</sup>, imtiyazlı pay oluşturulmasında uyulması zorunlu ilkelere riayet

<sup>53</sup> ABD’de işletmeye endeksli payların tarihsel süreçte öngörülen ilgi ivmesini koruyamamasının sebebinin ise bu pay türünün korporatif nitelikte yaratılmıyor olmasından değil şirket yönetim kurulunun işletmeye endeksli paylara ilişkin ticari menfaatleri korumasını temin edecek kuralların yetersizliğinden ileri geldiği belirtilmektedir (**Hansmann**, Henry: “Corporation and Contract”, American Law and Economics Review, Cilt 8, Sayı 1, 2006, s. 11).

<sup>54</sup> Örneğin işletmeye endeksli pay sahibi olarak kâr payı tahsil etmiş bir pay sahibinin TTK m. 512(1) dairesinde iade yükümlülüğü tehdidi altında kalacak olması başlı başına bu paylara yatırımdan caydırıcı bir etkidir.

<sup>55</sup> Pulaşlı’ya göre “bütün hukuk sistemlerinde imtiyazlar, sermayeye katılım oranına göre diğer paylara nazaran farklı üstün haklar ve ayrıcalıklar tanınması biçiminde ortaya çıkmıştır” (**Pulaşlı**, Hasan: Şirketler Hukuku Genel Esaslar, Adalet Yayınevi, Ankara 2022, s. 533). Örneğin Arslanlı imtiyazlı payları “Anonim şirkette rey, kâr ve iştirak payı gibi hususlarda diğer paylardan farklı haklara sahip olan ortaklık mevkiileri” olarak tanımlamaktadır (**Arslanlı**, Halil: “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği”, İÜHFİM, Cilt 23, Sayı 3-4, 1958, s. 255).

<sup>56</sup> Bkz. Yarg. 11. HD., T. 14.05.2019, E. 2017/4546 K. 2019/3753 (www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

etmek koşuluyla Kanun'da yer verilmeyen türde imtiyazları havi payların oluşturulması da olanaklı görülmektedir<sup>57</sup>. Ancak kanaatimizce işletmeye endeksli paylar kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkından çok kâr payına ilişkin kendine özgü bir imtiyaz türü niteliğindedir. Buna göre aşağıda anonim şirketlerde kâr payı ve kâr payında imtiyaz kavramları işletmeye endeksli paylar yönünden ele alınmaktadır.

### **B. Kâr Payı ve Kâr Payında İmtiyaz Kavramları**

TTK m. 331 uyarınca anonim şirketler kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konular için kurulabilmektedir. Uygulamada bir anonim şirketten söz edilebilmesi için kazanç sağlama ve pay sahiplerine paylaşırma gayesinin güdülmesi aranmakta, şirketin bütün organlarının kâr elde etmek ve paylaşırma amacına yönelmesi beklenmektedir<sup>58</sup>. Neticede anonim şirketlerde pay sahiplerini birbirlerine bağlayan en ciddi bağ maddi çıkarlardır. Bu çerçevede kâr payı, pay sahibinin şirkete koyduğu sermayenin semeresi<sup>59</sup>, bir başka deyişle şirket sermayesinin işletilmesi sonucunda elde edilen bir getiri olarak değerlendirilmektedir<sup>60</sup>. Nihayetinde anonim şirket açısından kâr şirketin faaliyeti sonunda o yılın kâr bakiyesi vermesi halinde şirketin bilançosunda ilgili kısma yazılan bir kalem niteliğinde iken, pay sahipleri bakımından ise servetlerine eklenecek yeni bir kazançtır<sup>61</sup>. Kâr payına ilişkin Kanun hükümleri vasıtasıyla bir taraftan özellikle şirket alacaklılarını korumak niyetiyle şirket malvarlığının kontrolsüz biçimde şirket tüzel kişiliğinin dışına aktarılması engellenirken<sup>62</sup>, diğer taraftan yatırımcı-

<sup>57</sup> **Besen**, Murat: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018, s. 71. Öğretide, kanunda tanınmayan bir hakkın bir kısım paylara tanınması ile yaratılacak imtiyaza örnek olarak, belli grup pay sahiplerine aylık mizanların gönderilmesi veya şirketin kiraladığı konutta kirasız kalabilme hakkı gibi hakların tanınması gösterilmektedir (**Poroy**, Reha/**Tekinalp**, Ünal/**Çamoğlu**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2019, s. 636- 637).

<sup>58</sup> Bkz. Yarg. 11. HD., T. 28.04.2015, E. 2015/994 K. 2015/5904 (www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

<sup>59</sup> **Sengir**, Turgut: “Anonim Ortaklıklarda Kâr Payı Hakkı”, BATİDER, Cilt 7, Sayı 1, 1973, s. 77.

<sup>60</sup> **Üçışık**, Güzin: “Anonim Ortaklıklarda Kar ve Kazanç Paylarının Geri Alınması”, İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 15, Sayı 1, 2016, s. 472.

<sup>61</sup> **Birsel**, Mahmut T.: Anonim Şirketler Hukukunda Kâr Kavramı C. 1, EÜM, İzmir 1973, s. 18 (Birsel, Kar).

<sup>62</sup> “Ancak anonim ortaklık kâr payı dağıtımında ortaklık malvarlığının korunması ilkesi gereği, Kanundan doğan sınırlamalara uymak zorundadır” (**Hacimahmutoğlu**, Sibel: Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri, BTHAE, Ankara 2006, s. 284). “Kâr payı dağıtılması, şirketin otofinansman imkanını

ların anonim şirketlere yatırım yapmalarını teşvik edecek dengeli bir mekanizma oluşturulmaya çalışılmaktadır<sup>63</sup>. Üstelik kâr payının anayasal mülkiyet hakkını ilgilendirir bir yönünün bulunması, konuya ilişkin düzenlemelerin hassasiyetle ele alınması gerektirmektedir<sup>64</sup>.

Kâr payı dağıtımını hükümleri yönünden “kâr payı” kavramı, “*net dönem kârı veya serbest yedek akçeler üzerinden ortaklara ve kâra katılan diğer kimselere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutarı*”<sup>65</sup> ifade etmektedir (TTK m. 509(2)). Kâr payı şirket yönetim kurulu tarafından usulünce düzenlenmiş ve genel kurul tarafından kabul edilmiş olan şirket bilançosuna göre hesaplanmaktadır (TTK m. 514). Yıllık kâr, yıllık bilançoya göre belirlenmektedir (TTK m. 508(2)). TTK m. 509(2) uyarınca kâr payı dağıtımına kaynaklık edebilecek bilanço kalemleri net dönem kârı ve serbest yedek akçeler olup, bu düzenleme emredici niteliktedir<sup>66</sup>. “Net dönem kârı” kavramı TTK içeriğinde tanımlanmamış olmakla beraber, kavramın yıllık bilançoya göre belirlenmiş yıllık kârdan geçmiş yılların zararlarının ve şirketin ödemekle yükümlü olduğu vergiler ve mali yükümlülüklerin düşülmesinden sonra kalan tutarı teşkil ettiği ifade edilmektedir<sup>67</sup>. Kâr payı dağıtılabilmesi için ilgili dönemde şirketin mutlaka kâr etmiş olması gerekmekte, şirket o dönem zarar da etmiş olsa zararların indirilmesinden sonra kalan serbest yedek akçelerden kâr dağıtımını yapılması mümkün görülmektedir<sup>68</sup>. Her durumda, genel kurul tarafından kârın dağıtımına karar verilmesi (TTK m. 408(2)(d)) zorunludur<sup>69</sup>.

*azalttığı gibi, şirket alacaklılarının alacaklarını tahsil etme gücünü de azaltma ihtimalini taşımaktadır” (Çelikboya, Kâr Payı, s. 36). Ayrıca bkz. Birsnel, Mahmut T.: Yargıtay Kararları Işığında Şirket Kârı konusunda Anonim Şirket ile Pay Sahibi Arasındaki Menfaat Çatışması, BTHAE, Ankara 1971, s. 8.*

<sup>63</sup> **Black**, Bernard S., et. al.: “General Principles of Company Law for Transition Economies”, Journal of Corporation Law, Cilt 24, 1999, s. 262.

<sup>64</sup> Bkz. **Sarıkaya**, Sinan: “Koronavirüs (COVID- 19) Salgını Sebebiyle Sermaye Şirketlerine Getirilen Kâr Dağıtım Sınırlaması”, BUHFD, Cilt 15, Sayı 193-194, 2020, s. 1298-1295.

<sup>65</sup> Bkz. Kâr Payı Avansı Dağıtım Hakkında Tebliğ (R.G. T. 09/08/2012 S. 28379), m. 4(1)(b).

<sup>66</sup> **Birsnel**, Kar, s. 60.

<sup>67</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 697.

<sup>68</sup> **Yanlı**, Veliye: “Yeni Ticaret Kanunu ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım”, BATİDER, Cilt 30, Sayı 1, 2014, s. 8.

<sup>69</sup> **Bozgeyik**, Hayri: “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım”, BATİDER, Cilt 20, Sayı 3, 2000, s. 152. Kâr payı hakkının pay sahipleri açısından bir vazgeçilmez hak mı yoksa müktesep ya da nispi müktesep hak mı olduğu tartışılmakla beraber, anonim şirketin her yıl elde ettiği kârın asgari bir oranını her halükârda pay sahiplerine dağıtma

Diğer taraftan, kural olarak her pay sahibi dağıtılacak kâr payına kendi payı oranında katılma hakkına sahip olup (TTK m. 507(1)), esas sözleşmede aksine hüküm bulunmaması halinde kâr payı pay sahibinin sermaye payı için yaptığı ödemelerle orantılı olarak hesap edilmektedir (TTK m. 508(1)). Bununla beraber, kâr payı hakkında imtiyaz tanınması olanaklıdır (TTK m. 507(2)). Kanunda anonim şirketlerde kâr payı imtiyazının hangi yöntemlerle tanınabileceğine yönelik özel bir hüküm yer almadığından, imtiyazın esas sözleşme ile istenilen şekilde belirlenebileceği ifade edilmektedir<sup>70</sup>. Ancak kâr payı imtiyazının her durumda TTK m. 478'deki sınırlamalar kadar Kanunun kâr payına ilişkin emredici hükümlerine de uygun olması gerekmektedir<sup>71</sup>. Yine imtiyazın TBK m. 27(1) genel hükmüne riayet etmesi ve esas sözleşmede belirlenecek olması nedeniyle TTK m. 340 hükmüne aykırı olmaması zorunludur.

TTK m. 478 hükmünde örneklendirilen imtiyaz türlerinden hareket edilerek hükmün imtiyaza ilişkin sınırları somutlaştırılabilmektedir. Bu çerçevede, öncelikle imtiyazın sadece oransallık ilkesinin geçerli olduğu pay sahipliği haklarında söz konusu olabileceği ve pay sahiplerinin mutlak eşitlikle yararlandığı haklara dair imtiyaz öngörülemeyeceği vurgulanmaktadır<sup>72</sup>. Örneğin genel kurula katılma, öneride bulunma, iptal davası açma gibi dava hakları ile inceleme, bilgi alma ve denetleme haklarında imtiyaz yaratılması mümkün bulunmamaktadır<sup>73</sup>. Diğer taraftan, imtiyazların her durumda esas sözleşmede öngörülmesi gerekmektedir (TTK m. 478(1), m. 339 (2)). Ayrıca imtiyazların konu ve kapsamını somutlaştırma, kanunun öngördüğü haklardan daha üstün bir hak tanıma, konu olarak kanundan veya esas sözleşmeden doğan bir pay sahipliği hakkına ilişkin olma, kural olarak (grup imtiyazı haricinde) imtiyazları paya tanıma ve kamu aleyhine imtiyaz tesis edilememe (TTK m. 478(4)) ilkelerine de uygun olması aranmaktadır<sup>74</sup>. Yine emredici hükümlere dayanan haklarda sahipleri aleyhine değişiklik yapılamayacaktır.

---

zorunluluğunun bulunmadığı kabul edilmektedir (**Yanlı**, s. 20). Nitekim öğretilerde kâr payı hakkı bir yönüyle vazgeçilmez hak olarak, diğer yönüyle ise esas sözleşme ve genel kurul kararına göre dağıtılabilen bir malvarlığı hakkı olarak değerlendirilmektedir (**Tekinalp/Poroy/Çamoğlu**, s. 696).

<sup>70</sup> **Besen**, s. 44.

<sup>71</sup> **Bilgeç**, Hakan: "Türk Hukukunda Anonim Şirketlerde Kâr Payında İmtiyaz", DEÜHFD, Cilt 21, Özel Sayı, 2019, s. 2339.

<sup>72</sup> **Bilgeç**, s. 2339.

<sup>73</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 636.

<sup>74</sup> **Besen**, s. 24-30.

İmtiyazın şekli ne olursa olsun kâra katılmada paydan başka bir ölçütün kabul edilemeyeceği, örneğin pay sahiplerinin şirketle yaptıkları işlemler veya şirkete verdikleri borçlar ya da teslim ettikleri mallar oranında kârdan yararlanmalarının mümkün olmadığı, bu yönde esas sözleşme hükümlerinin geçersiz olduğu vurgulanmaktadır<sup>75</sup>. Yine kâr hesaplama rejiminden ayrıklık sağlayan bir imtiyazın yaratılması, bilanço ilkeleri karşısında mümkün görülmemektedir<sup>76</sup>. Bilanço çıkarılmadan salt ticari defterlere bakılarak kâr hesaplanamamakta ve dolayısıyla buna göre bir dağıtım da yapılamamaktadır<sup>77</sup>. Neticede kâr payının pay sahipleri tarafından şirkete getirilen sermayenin semeresi olduğu dikkate alındığında<sup>78</sup>, bazı paylar için kâr payı hesaplamasında farklı yöntemler benimsenmesi aynı şirket içinde birbirinden farklı sermayelerin bulunduğu sonucunu doğurarak şirket sermayesinin bütünlüğünün ve bilançoda tamlık ilkesinin<sup>79</sup> görmezden gelinmesine sebebiyet verecektir. O halde kâr payı hesaplamasının bir imtiyaz konusu olması du-

<sup>75</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 698.

<sup>76</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 641; **Okuyucu Taftalı**, İpek: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Anonim Şirketlerde İmtiyaz, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018, s. 57.

<sup>77</sup> **Tekinalp**, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2020, s. 357 (Tekinalp, Sermaye).

<sup>78</sup> Bu husus kâr payından ilgili faaliyet dönemi içerisinde mevcut bulunan payların faydalanması kuralıyla belirginleşmektedir (TTK m. 508(1)), bkz. **Yüksel**, Sinan H.: "Kapalı Anonim Ortaklıklarda Yeni Payların Kâr Payına Hak Kazanmasında ve Kâr Payının Hesaplanmasında Zaman Unsuru", Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı 1, 2019, s. 393.

<sup>79</sup> Finansal tabloların ticari işletmenin tüm varlıklarını ve borçlarını, bütün gelir ve giderlerini doğru şekilde değerlendirilmiş olarak göstermesi zorunludur (TTK m. 72(1)). Bu doğrultuda, bilançoda tamlık ilkesi, yıllık bilançoda ilgili yıla ait tüm gelir ve giderlerin gösterilmesini gerektirmekte (TTK m. 78(1)(d) ve (e)) olup, kaydı gereken iş ve işlemlerin kayıt dışı bırakılmaması gereğini ifade eden muhasebede tamlık ilkesinden farklı olarak, aktif ve pasiflerin listesinin ne eksik ne de fazla olması gereğini ifade etmektedir. Dolayısıyla, bazı gelir ve giderlerin kâr ve zarar hesabına yansıtılmaması ya da bazı varlıkların bilançoda gösterilmemesi söz konusu olamamaktadır (**Üçışık, Güzin/Çelik**, Aydın, Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar, Yedek Akçeler ve Kâr Dağıtımı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018, s. 39). Bilançoda tamlık ilkesinin işlev itibarıyla gerek alacaklılar gerekse pay sahiplerini koruduğu, özellikle çeşitli giderlerin şişirilerek örtülü kazanç aktarımı gerçekleştirilmesinin ve hayali kâr açıklamalarının önüne geçerek hukuka aykırı kâr payı dağıtımına gidilmesini önlediği ifade edilmektedir (**Üçışık/Çelik**, s. 40). Nitekim TTK hükümleri ve ilgili muhasebe ilkelerine uygun düzenlenmemiş bilançoya göre tahakkuk eden kârın haksız kâr olduğu kabul edilmekte (**Üçışık**, s. 480) ve kârın dağıtımını anonim şirketin temel yapısı ve sermayenin korunması ilişkin olduğundan bu hususları koruyan bilançoda tamlık ilkesine ilişkin TTK hükümlerinin kesin emredici nitelikteki hükümlerden görülmesi gerekmektedir.



rumunda dahi hesaplamanın TTK m. 509(2) hükmünde gösterilen kaynaklara istinat etmesi zorunludur<sup>80</sup>.

### C. Kâr Payı ve Kâr Payında İmtiyaz Yönünden İşletmeye Endeksli Paylar

Uygulamada işletmeye endeksli payların getirisi bu payların muhasebel olarak bağlı buldukları fiktif birimin elde ettiği net kazancın belirli bir yüzdesi olarak ya da fiktif birim kazancına göre zamanla değişiklik gösterecek olan önceden belirlenmiş net bir parasal miktar üzerinden hesaplanmaktadır<sup>81</sup>. Bu çerçevede işletmeye endeksli paylara ilişkin bir imtiyaz bakımından ilk sorun, TTK m. 340 gereği esas sözleşmeye herhangi bir hesabi öngörülebilirlik veya uygulamaya yönelik belirlilik taşımayan bir imtiyazın yazılmasına izin verilmemesi olarak öne çıkmaktadır<sup>82</sup>. Zira imtiyazlı paylara ilişkin esas sözleşme hükümleri anonim şirketin tüzel kişilik kazanmasından itibaren artık nesnel kurallar niteliğini kazanacak hükümlerden olduğu (TTK m. 354(1)) ve esas sözleşmenin katılıma açık yapısı birlikte düşünüldüğünde<sup>83</sup>, yoruma mahal veren bir düzenlemenin esas sözleşmenin objektif norm niteliğini zedeleyeceği ve kişilerin güvenlerinin korunması

<sup>80</sup> İmtiyazlı paylar için kârın hesaplanmasında değişik kurallar uygulanamayacağı yönünde bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 641. Öğretideki baskın görüşün aksine, Çelikboya, sermayenin korunması ilkesine aykırı olmaması şartıyla kâr payı hakkında imtiyazın belirlenmesinde genel hükümlerden farklı bir hesap ölçüsüne göre imtiyaz oluşturulmasının, bu kapsamda şirketin net dönem kârının bileşenlerinin birinin üzerinde imtiyazın olanaklı olduğu görüşündedir (**Çelikboya**, Kâr Payı, s. 419).

<sup>81</sup> **Elder/Westra**, s. 4.

<sup>82</sup> İmtiyazın kapsamının tam ve şüpheye mahal vermeyecek şekilde belirtilmesi gerektiği yönünde bkz. **Akad**, Gül: Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, s. 11. Örneğin Akad, esas sözleşmeden net bir şekilde anlaşılabilir olması halinde şirketin performansına bağlı kâr payı imtiyazı öngörülebileceğini belirtmektedir (**Akad**, s. 11). Diğer yandan, Teoman'a göre "bir anonim ortaklığın ana sözleşmesinde tüm payların kârdan belirli bir oranda öncelikli olarak yararlanacakları yazılı olsa bile, bir, dört ya da on olarak belirlenebilecek oy hakkının aksine, burada bu yararlandırmanın fiilen nasıl gerçekleştirileceği belli olmayacaktır" (**Teoman**, Ömer: "Bir Anonim Ortaklıkta Payların Tümüne Yasada Öngörülenden Daha Fazla Hak Tanınması Ayrıcalık Yaratmak Anlamına Gelir mi?", **BATİDER**, Cilt 18, Sayı 3, 1996, s. 3).

<sup>83</sup> **Kırca**, İsmail/Şehirli Çelik, Feyzan Hayal/Manavgat, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1, BTHAE, Ankara 2013, s. 298. Esas sözleşmenin hukuki niteliğini açıklayan sözleşme görüşü, objektif norm görüşü ve karma görüş hakkında genel olarak bkz. **Hamamcıoğlu**, Esra: Aile Tipi Limited Şirketlerde Şirket Sözleşmesi, Yetkin, Ankara 2022, s. 24.

sorununu doğuracağı açıktır<sup>84</sup>. Üstelik esas sözleşme maddeleri nasıl yorumlanacağı konusunda TTK hükümlerinin suskun olmasına rağmen anonim şirketin temel yapısına uygun yorum yapma zorunluluğu<sup>85</sup>, işletmeye endeksli paylara dair esas sözleşme maddelerine geçerlilik sağlayacak türden bir yorum yapılmasına destek vermemektedir<sup>86</sup>. Nitekim TTK m. 32(2) gereği ticaret sicil müdürlüğüne esas sözleşmenin emredici hükümlere aykırı olup olmadığı ve Kanunun bulunmasını zorunlu olarak öngördüğü hükümlerinin incelenmesi sırasında da işletmeye endeksli payları düzenleyen bir imtiyaz hükmünün Kanunun emredici hükümlerine aykırı olduğu veya üçüncü kişiler üzerinde yanlış izlenim uyandırabileceği kanaatine varılması gerekecektir (TTK m. 32(3)).

Diğer taraftan, TTK rejimindeki emredici hükümler gereği imtiyazın konusu olan kâr şirket bilançosuna göre oluşmak zorundadır. Üstelik şirket bilançosunun usulüne göre hazırlanmaması veya kanuna aykırı kâr payı dağıtımına karşı tedbirlerin alınmaması şirket yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu doğuracağından<sup>87</sup>, sırf işletmeye endeksli payları hayata geçir-

<sup>84</sup> Çelikboya da imtiyaz esas sözleşmede belirgin biçimde (içerik olarak) ortaya konulmamış ise payların imtiyazlı kabul edilmemesi gerektiği görüşündedir (**Çelikboya**, Kâr Payı, s. 418). Gürbüz Usluel ise esas sözleşmede kâr payı imtiyazının yönteminin belirlenmediği hallerde kümülatif, tekrar katılsız kârda imtiyaz tanınması yönteminin benimsenmesinin uygun olacağını belirtmektedir (**Gürbüz Usluel**, Aslı E.: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kar Payı Alma Hakkı, BTHAE, Ankara 2016, s. 177). Esas sözleşmede belirlenecek imtiyaza ilişkin somut yöntemin sınırını TBK m. 27 ve TMK m. 2 dürüstlük kuralının oluşturduğu yönünde bkz. **Gürbüz Usluel**, s. 167.

<sup>85</sup> **Tekinalp**, Sermaye, s. 124. Şirket sözleşmelerinin tüm hükümlerinin objektif yoruma tabi tutulmasının zorunlu olmadığı, hükmün niteliği ve somut olayın durumuna göre subjektif yorum kriterlerinin tercih edilebileceği yönünde bkz. **Hamamcıoğlu**, s. 30. Ayrıca bkz. **Karahmetoğlu**, İsmail Özgün: Anonim Şirket Esas Sözleşmesinin Yorumlanması, Adalet Yayınevi, Ankara 2021.

<sup>86</sup> İşletmeye endeksli payların temel yapıya aykırılığına işaret etmesi bakımından TTK m. 331 hükmü önemlidir. Zira anonim şirketin birden fazla işletme konusu olsa da organizasyonun tamamı için odaklanılan bir ekonomik amaç bulunmakta, şirketin bir biriminin menfaatinin diğer birimin menfaatiyle çatışması halinde şirketin tamamı dikkate alınarak organizasyonun bütününün menfaatine göre karar verilmektedir. Dolayısıyla, işletmeye endeksli payların şirketin tamamı için ortak bir ekonomik amacın varlığı olgusuna zarar verici bir yönü bulunduğu iddia edilebilecektir. Pay sahiplerinin oy haklarını kullanarak somutlaştırdıkları ve çoğu halde şirket veya diğer pay sahiplerinin menfaatleri ile çatışan şahsi menfaatleri, işletmeye endeksli payların tesisiyle aslında korporatif düzlemde yeni bir meşruiyet kazanmakta, bu da şirkette tek ve nihai bir ekonomik amaca yönelik bir "*affectio societatis*" varlığını daha da zayıflatmaktadır.

<sup>87</sup> **Eroğlu**, Muzaffer/Özdemir, Duygu Demirel: "Türk Ticaret Kanunu Geçici Madde 13 Hükmü ile Anonim Şirketlerin Kar Payı Dağıtım Kararlarının Sınırlandırılması", DEÜHFD, Cilt 22, Sayı 2, 2020, s. 797.

mek için fiktif (farklı) bilanço kullanılması mümkün değildir<sup>88</sup>. Zira kâr dağıtımı bilançoda tamlık ilkesi uyarınca hazırlanacak bilançoya göre şirketin faaliyetinin tamamından elde ettiği kârdan ve TTK m. 509(2) hükmünün gösterdiği kaynaklardan gerçekleştirilecektir. Örneğin işletmeye endeksli payların ilişkilendirildiği fiktif birim ilgili seneyi kazançlı geçirmiş bulunsa da şirketin genelinde zarar edilmesi nedeniyle bilançoda kâr gözükmemesi halinde, varsa serbest yedek akçelerin kullanımı olasılığı dışında işletmeye endeksli paylara dağıtılabilecek herhangi bir kâr bulunmayacaktır<sup>89</sup>. Yine bir sonraki sene bu defa işletmeye endeksli payların endeksli olduğu fiktif birim zarar etse ancak şirketin diğer birimlerindeki yüksek kazanç sebebiyle bilançoda kâr bulunsa, bu defa işletmeye endeksli payların da TTK m. 357 gereği diğer paylar gibi şirket kârından yararlandırılması gerekecektir<sup>90</sup>. Aksi halde o sene için işletmeye endeksli payların kâr payı hakkından yoksun paylar olarak muamele edilmeleri söz konusu olur ki kârdan yoksun payların

<sup>88</sup> Dağıtılabılır kâr bulunmadığı halde bilançonun ilgili kaleminde gözüken bir meblağın kâr olarak dağıtılmasına dair imtiyaz geçerli olmayacağı gibi, doğup doğmayacağını bilmeden önceden kâr dağıtımı taahhüt edilmesi şeklindeki imtiyaz da geçerli olmayacaktır (**Karahan**, Sami: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması, Kazancı, İstanbul 1991, s. 126).

<sup>89</sup> İtalyan hukukunda uygulandığı haliyle işletmeye endeksli paylara kâr dağıtımını ancak şirketin tamamından elde edilmiş ve pay sahiplerinin tamamına dağıtılabilecek kârın mevcut bulunması halinde gerçekleştirilebilmektedir (**Ventoruzzo**, Marco: "Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition", Texas International Law Journal, Cilt 40, 2004, s. 123).

<sup>90</sup> İşletmeye endeksli payların kâr payının hesabı açısından diğer paylara nazaran gösterdiği farklılığın bir imtiyaz halini alabileceğinden söz edilebilmesi için bu payların adi paylara nazaran imtiyaz şeklinde bir üstünlüğe sahip olduklarının da ortaya konulabilmesi gerekmektedir. Burada üstünlükten kasıt paylar arasında bir hiyerarşik üstünlük değil, daha fazla pay sahipliği haklarının sağlanmasıdır (TTK m. 478 Madde Gereğesi). Örneğin, payların hamiline veya nama yazılı olması, pay sahiplerince getirilen sermayenin aynı ya da nakdi olması, ihraç tarihindeki veya değerindeki farklılıklar gibi hususlar imtiyaz olarak kabul edilmemektedir (**Özer**, Şeref: Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylara İlişkin Yeni Düzenlemeler ve Anonim Ortaklık Kavramının Kamu Hukuku Süjesi mi Yoksa Özel Hukuk Süjesi mi Olduğu Sorunu, SPK Yeterlilik Etüdü, SPK, Ankara 2011, s. 7). Oysa işletmeye endeksli payların her zaman adi paylara nazaran bir üstünlük sağlayamayacakları açık olduğundan, bunların imtiyaz kavramıyla ilişkilendirilmesi eleştiriye açıktır. Zira işletmeye endeksli paylara tekabül edebilecek kâr miktarı payın endeksli olduğu birimin performansına göre yıldan yıla düşüş ya da artış gösterebilmekte ve bazı zamanlarda şirketin tamamının performansına göre kâr miktarı belirlenecek olan adi paylara isabet edecek kâr miktarından az bir kâr payına konu olabilmektedir.

oluşturulması mümkün değildir<sup>91</sup>. Oysa işletmeye endeksli payların ilişkili buldukları fiktif birimde kâr oluşmadıkça, şirketin tamamı kâr elde etse dahi işletmeye endeksli payın kâr payına hak kazanmaması gerekmektedir<sup>92</sup>. O halde TTK rejimi işletmeye endeksli payların özelliklerinin imtiyaz öngörülmesi yoluyla gerçekleştirilmesine cevaz vermemektedir. İşletmeye endeksli paylara varlık tanımak muradıyla sadece mezkûr kanun hükümlerin değiştirilmesi akla gelebilecek ise de aşağıda incelenen diğer TTK hükümleri ortada yapısal bir uyumsuzluk olduğunu ortaya koymaktadır.

### III. İŞLETMEYE ENDEKSİLİ PAYLARIN ANONİM ŞİRKET HÜKÜMLERİ ÇERÇEVESİNDE GEÇERLİLİĞİNE İLİŞKİN DİĞER SORUNLAR

#### A. Emredici Hükümler İlkesi

“Emredici Hükümler” kenar başlığını taşıyan TTK m. 340, “*Esas sözleşme, bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir. Diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğururlar*” düzenlemesini getirmektedir. Anılan madde ile anonim şirket esas sözleşmesine yazılabilecek olan hususların kapsamının kanun koyucu tarafından sınırlanmış olmasının sebebini üçüncü kişilerin, şirketin ve şirket ortaklarının menfaatlerinin korunması düşüncesi oluşturmaktadır. TTK m. 340 hükmü, TTK hükümlerini esas sözleşme açısından kural olarak emredici niteliğe büründürmektedir<sup>93</sup>. Ancak maddenin kapsamı öğretide tartışma konusudur<sup>94</sup>. Bu hususta baskın görüş dairesinde, esas sözleşmede düzenlenebilecek hususların sadece kanun hükmünün lafzından değil, hükmün lafzından sapabilme imkânının anlaşılmadığı hallerde hükmün yorum-

<sup>91</sup> Bkz. **Veziroğlu**, Cem: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021, s. 402 Dn. 249. TTK m. 521 dairesinde esas sözleşmeyle kâr payının kaldırılması yönünde düzenleme yapılabileceği yönünde bkz. **Helvacı**, Mehmet: “21. Yüzyılda Anonim Ortaklığa İlişkin Düşünceler ‘Tüzel Kişiyeye ve Bir Örnek Olarak Kar Payı Kavramına Belki Olması Gereken Farklı Bir Bakış’”, Tüzel Kişilik Pencerelerinden Anonim Ortaklık Sempozyumu (Ed. Karagöz, Havva vd.), İstanbul 2021, On İki Levha Yayıncılık, s. 12-13.

<sup>92</sup> **Borek**, s. 1115.

<sup>93</sup> **Eminoğlu**, Cafer/**Altıntaş**, Berrin Dalgıç: “Türk Ticaret Kanunu’nun 340. Maddesi: Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğünün Sonu mu?”, ERÜHFD, Cilt 9, Sayı 2, 2014, s. 5.

<sup>94</sup> **Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat**, s. 158-168. Bu konuda öğretideki tartışmaların bir değerlendirmesi için bkz. **Ayoğlu**, s. 26-32.

lanmasından elde edilecek anlamdan da çıkartılabileceği kabul edilmektedir<sup>95</sup>. Yine bir konu tahdidî şekilde düzenlenmediği sürece bunun hakkında tamamlayıcı esas sözleşme maddeleri kararlaştırılabilmektedir<sup>96</sup>. Dolayısıyla, bir esas sözleşme hükmü kanun hükmünü onun anlamına uygun bir biçimde daha ayrıntılı şekilde düzenliyor ise TTK m. 340 hükmüne aykırılıktan söz edilememektedir<sup>97</sup>.

TTK m. 340 sebebiyle esas sözleşme ile TTK hükümlerinde öngörülenden farklı bir kâr tanımı yapılması mümkün görülmemektedir<sup>98</sup>. Üstelik kâr payına ilişkin hükümler kamu düzenine ilişkin olup<sup>99</sup>, özellikle TTK m. 508(2) ve m. 509(2) hükümlerinin ne lafzından ne de amacından herhangi bir sapma imkânı çıkarılabilmektedir. Dolayısıyla, işletmeye endekli payların özelliklerinin gerektirdiği kâr payı hesaplama ve dağıtım şeklinin bir esas sözleşmesel kâr payında imtiyaz olarak düzenlenmesi TTK m. 340 hükmü uyarınca olanaklı değildir. Diğer taraftan, esas sözleşme ile ihtiyarî yedek akçe ayrılmasına müsaade edilebildiği ve bunların özgülenme amacı ile harcanma yolları da belirlenebildiğine göre (TTK m. 521), şirketin belirli bir fiktif biriminin kârına tekabül edecek tutarı şirketin genel kârından ayırarak isteğe bağlı yedek akçe olarak biriktirmesi ve bunları sadece işletmeye endekli pay türünde öngördüğü pay grubuna serbest yedek akçelerden kâr payı dağıtımını şeklinde sağlaması söz konusu olabilecektir<sup>100</sup>. Ancak isteğe bağlı yedek akçelerin ayrılması pay sahibinin kâr payı hakkının ihlaline ya da sermayenin korunması ilkesinin gerçekleşmesine engel olmamalıdır.<sup>101</sup> Bir grup pay sahibine bir kâr payı imtiyazı gibi isteğe bağlı yedek akçelerden kâr payı dağıtımını yapılırken diğer grup pay sahiplerine bu kaynaktan hiçbir surette kâr payı dağıtılmamasına ilişkin bir esas sözleşme düzenlenmesi, pay sahiplerinin bir kısmının bir kanuni kâr payı kaynağından tamamen yoksun

<sup>95</sup> **Karasu**, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Yetkin, Ankara 2015, s. 49.

<sup>96</sup> Yarg. 11. HD., T. 07.07.2015, E. 2014/15813 K. 2015/8851 (www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

<sup>97</sup> **Karasu**, s. 62.

<sup>98</sup> **Poroy**, Reha/**Tekinalp**, Ünal/**Çamoğlu**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku II, Vedat, İstanbul 2019, s. 174 (**Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II), s. 186.

<sup>99</sup> Bkz. **Birsel**, Kar, s. 62. Nitekim TTK Geçici Madde 13 hükmü de kâr payı dağıtımının kamu düzeniyle ilgisine işaret etmektedir.

<sup>100</sup> “Şirketin isteği ile ayrılan yedek akçeler, anonim ortaklıklar tarafından oto finansman, reklam, araştırma geliştirme, rekabet, amortisman, yenileme gibi çeşitli maksatlara yönelik olarak kullanılabilir, ayrıca kâr dağıtımını amacına tahsis edilebilir.” (**Üçışık/Çelik**, s. 252).

<sup>101</sup> Bkz. **Üçışık/Çelik**, s. 255.

bırakılması anlamına gelecektir ki bu durum TTK m. 507(2) ve 509(2) karşısında TTK m. 340 hükmüne aykırılık teşkil edecektir<sup>102</sup>. Ayrıca serbest yedek akçelerin şirket menfaatine kullanılması zorunluluğu<sup>103</sup>, bu şekilde bir kullanımı olanaksızlaştırmaktadır.

### B. Tasfiye Payı

Tasfiye, bir süreç olarak anonim şirketin sona ermesi ile başlamakta ve ticaret unvanının ticaret sicilinde terkinin ile tamamlanmaktadır<sup>104</sup>. Ancak sırf tasfiye haline girilmiş olması pay sahiplerine tasfiye sonucunda kalan şirket malvarlığı üzerinde bir alacak hakkı vermemektedir<sup>105</sup>. Tasfiye sürecinde, şirketin borçları ödendikten sonra pay sahiplerine ilk olarak pay bedelleri iade edilmekte, daha sonra ise kalan şirket varlığı dağıtılmaktadır (TTK m. 543(1)). Dolayısıyla “tasfiye payı” kavramı şirketin sona ermesi ve tasfiye neticesinde borçları ödendikten ve pay bedelleri geri verildikten sonra kalan şirket varlığının pay sahipleri arasında bölüşülmesiyle pay sahibine isabet eden payı ifade etmektedir (TTK m. 543(1)). TTK m. 507(1) uyarınca, anonim şirketin sona ermesi halinde her pay sahibi tasfiye sonucunda kalan tutara payı oranında katılma hakkına sahiptir. Bu çerçevede, şirketin sona ermesi halinde iktisadi bakımdan pay yatırımcılarının yatırımlarının son getirisi olarak görülmekte olan tasfiye payı hakkında işletmeye endeksli paylar özelinde imtiyaz tanınıp tanınmayacağına ayrıca tespit edilmesi önem taşımaktadır<sup>106</sup>.

İşletmeye endeksli paylar, tıpkı adi ve imtiyazlı paylar gibi anonim şirketin sermayesini temsil etmektedir<sup>107</sup>. Dolayısıyla, kural olarak işletmeye

<sup>102</sup> Kâr dağıtımının hangi kaynaktan yapıldığının pay sahiplerinin kâr payı hakkına katılma hakkı bakımından bir etkisi olmadığı yönünde bkz. **Çelikboya**, Kar Pâyi, s. 191.

<sup>103</sup> **Çelikboya**, Kâr Payı, s. 195.

<sup>104</sup> **Coşgun**, Özlem Karaman: Anonim Şirketin Tasfiyesi, Adalet, Ankara 2015, s. 20. Anonim şirketlerin tasfiyesi konusunda bkz. **Kervankıran**, Emrullah: Anonim Şirketleri Tasfiyesi, Seçkin Yayıncılık, İstanbul 2022; **Karahan**, Sami: Anonim Şirketlerde Tasfiye, Mimoza Yayınları, Konya 1998.

<sup>105</sup> **Kervankıran**, s. 116.

<sup>106</sup> “Çünkü nasıl yıllık kâr bir faaliyetin sonucu ise, tasfiye artığı da ortaklığın bütün faaliyetinin sonucudur.” (**Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 641). Uygulamada işletmeye endeksli paylara isabet edecek tasfiye payının, bunların endekslendiği işletmeye göre hesaplanmasının söz konusu olduğu örnekler bulunmaktadır, bkz. **Greene**, Edward F. et. al.: U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets 12th Edition, Aspen Publishing, New York 2017, s. 689.

<sup>107</sup> Bkz. **Robinson**, David T.: “Strategic Alliances and the Boundaries of the Firm”, Review of Financial Studies, Cilt 21, Sayı 2, 2009, s. 654.

endeksli payların sahiplerine de tasfiye payının isabet edeceği şüphesizdir<sup>108</sup>. Bununla beraber, tasfiye payının tamamen kaldırılması, sınırlanması veya tasfiye payında imtiyaz öngörülmesi mümkün olup, esas sözleşmeye bu yönde konulacak hükümlerin emredici hükümler ilkesine aykırılık teşkil etmeyeceği vurgulanmaktadır<sup>109</sup>. Tasfiye payı için sözleşme özgürlüğü sınırları içerisinde TTK rejiminde yer alandan farklı bir oranın kullanılabilmesi ve bu şekilde tasfiye payı imtiyazı yaratılabileceği belirtilmektedir<sup>110</sup>. Bu doğrultuda işletmeye endeksli paylar açısından sadece bağlı buldukları fiktif birimin artığı varlıkların ilgili işletmeye endeksli payın tasfiye payı olarak dikkate alınacağına esas sözleşmeyle belirlenmesi ilk bakışta mümkün gözükmemektedir. Bununla beraber, esas sözleşmede öngörülebilirlik ve belirlilik taşımayan hükümlere yer verilemeyecek olması işletmeye endeksli payların özelliklerinin tasfiye payı imtiyazına yansıtılmasına engel olmaktadır.

### C. Genel Kurul Kararlarının Butlanı Yönünden

Kâr payı dağıtımına ilişkin genel kurul kararı bir hukuki işlemdir<sup>111</sup>. Şirket genel kurulu kârın dağıtılmasına karar verirken kârın ödenme yöntemi ve zamanını kararlaştırabileceği gibi (TTK m. 409(1)) bu konuda şirket yönetim kurulunu da yetkilendirebilmektedir<sup>112</sup>. Ancak kâr payına ilişkin alınacak genel kurul kararının içeriği itibariyle TBK m. 27 dairesinde kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusunun imkânsız olmaması gerekmektedir<sup>113</sup>. Genel kurul kararlarının butlanına dair TTK m. 447 hükmü TBK m. 27 karşısında bir özel hüküm olmakla beraber, kararların geçerliği bağlamında TBK m. 27 de mezkûr özel hükümde sayılan hallerin sınırlı sayıda olmaması nedeniyle halen uygulama alanını sürdürmektedir<sup>114</sup>. Yine TTK m. 340 uyarınca Kanundaki

<sup>108</sup> Borek, s. 1111.

<sup>109</sup> Coşgun, s. 242.

<sup>110</sup> Coşgun, s. 245.

<sup>111</sup> Bkz. Moroğlu, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017, s. 11.

<sup>112</sup> Üçışık, s. 479.

<sup>113</sup> Yarg. HGK., T. 02.04.2014, E. 2013/1048 K. 2014/430 (www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

<sup>114</sup> Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 596; Pulaşlı, Hasan: “Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Sakatlığı ve Müeyyidesi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 17 Sayı 1- 2, 2013, s. 896 (Pulaşlı, Müeyyide). Ancak TTK m. 447 karşısında TBK m. 27 hükmünün uygulama alanını hangi yönlerden göstereceği tartışmalıdır, bkz. Tekinalp, Ünal: “Emredici Hükümler Açısından Genel Kurul Kararlarının İptali ve Butlanı

hükümlerin emredici olması aksine sözleşme yapılamama açısından değerlendirildiğinden ve bu hükümler butlana neden olma açısından emredici kabul edilmediğinden, TTK m. 447 ve TBK m. 27 anlamında emredici hükümler haricinde kalan TTK hükümlerine aykırılık halinde söz konusu kararın TTK m. 445 uyarınca iptal edilebilirlik kapsamında incelenmesi gerekmektedir<sup>115</sup>.

TTK m. 447 hükmünde genel kurul kararlarının butlan halleri düzenlenmiş olup, özellikle (1) pay sahibinin genel kurula katılma, asgari oy, dava ve kanundan kaynaklanan vazgeçilmez nitelikteki haklarını sınırlandıran veya ortadan kaldıran (m. 447(1)(a)), (2) pay sahibinin bilgi alma, inceleme ve denetleme haklarını, kanunen izin verilen ölçü dışında sınırlandıran (m. 447(1)(b)), (3) anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan kararlar (m. 447(1)(c)) batıldır. TTK m. 447(1)(c) hükmü, pay sahiplerinin anonim şirketin borçlarından sorumlu tutulamamaları (TTK m. 329) sebebiyle, şirket alacaklılarının temel güvencesini şirket malvarlığının oluşturduğu kabulü yansıtmaktadır. Genel kurulun kâr dağıtım kararının sınırlarını çizen kanun hükümlerinin ve TTK m. 509 hükmünün sermayenin korunması ilkesi dairesinde öngörülmüş emredici hükümlerden olduğu değerlendirilmektedir<sup>116</sup>.

Anonim şirketlerde kâr dağıtımı ile ilgili her genel kurul kararının peşinen geçerli, batıl ya da iptal edilebilir olduğu söylenemez<sup>117</sup>. Ancak kâr dağıtım kararı ile ihlal edilen kanun hükmünün doğrudan sermayenin korunması ilkesi ile ilişkili olduğu hallerde butlan söz konusu olmaktadır<sup>118</sup>. Anonim şirketin öngörülmüş olması halinde işletmeye endeksli paylara yönelik kâr payı dağıtımı her durumda bir genel kurul kararıyla somutlaşa-

Sorunu”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 12, Sayı 2, 2013, s. 16 (Tekinalp, Butlan).

<sup>115</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 597.

<sup>116</sup> **Üçışık/Çelik**, s. 313; **Eroğlu/Özdemir**, s. 783.

<sup>117</sup> **Gürbüz Usluel**, s. 77.

<sup>118</sup> **Gürbüz Usluel**, s. 72-73. Bkz. **Tekinalp, Ünal**: “Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2010, s. 1682. Burada genel kurul kararının geçerliliğinin eşit işlem ilkesi yönünden de değerlendirilmesi düşünülebilecek ise de varılan netice bakımından eşit işlem ilkesinin belirleyici olmayacağı değerlendirilmektedir, bkz. III. D. Başlık. Örneğin, Yağmur, esas sözleşmenin kâr payının hesaplanmasına ilişkin olarak kanun koyucunun belirlediği sınırlar dahilinde özel bir düzenleme içermesinin eşit işlem ilkesine aykırı olmayacağı görüşünde olduğunu ifade etmekte, örnek olarak ise kâr payının hesaplanmasında sermaye taahhütlerinin ne kadarının yerine getirildiğinin dikkate alınmamasına ilişkin düzenleme yapılabileceğini göstermektedir (**Yağmur**, Setenay: Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2020, s. 143).



cak olup, bu genel kurul kararı ise TTK m. 447(1)(c) hükmüne aykırılık sebebiyle batıl olacaktır<sup>119</sup>. Zira işletmeye endeksli paya tekabül eden kâr payı dağıtımının dayanağı genel kurul kararı, dağıtımın kaynağı yıllık bilançoda görünen net dönem kârı ve serbest yedek akçelere göre yapılmış bir hesaplama göre pay sahibinin payı oranında katıldığı bir alacak olmayacağından, anonim şirketin temel yapısı kadar sermayenin korunması ilkesini de ilgilendirmesi bakımından kesin emredici nitelikteki TTK m. 72, 507, 508(2) ve 509(2) hükümlerine aykırı olacaktır<sup>120</sup>. Benzer şekilde, şirketin kendi isteğiyle ayırdığı yedek akçeler diğer pay sahiplerinin kârdan pay alma hakkını etkileyeceğinden, işletmeye endeksli paylara kâr dağıtımını bunlar üzerinden de sağlanamayacaktır.

#### **D. Eşit İşlem İlkesi**

TTK rejiminde pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulacakları kanuni bir ilke olarak kabul edilmiştir (m.357). Bu şekilde çoğunluk kuralının kötüye kullanımının engellenmesi amaçlanmıştır<sup>121</sup>. Ancak eşit işlem ilkesi genel kurula katılma, bilgi alma ve inceleme ile dava hakları gibi kullanılabilmesi için tek paya sahip olmanın dahi yeterli olduğu pay sahipliği hakları bakımından uygulama alanı bulunmamakta olup, bu türden haklarda zaten kanun gereği mutlak eşitlik ilkesi geçerlidir<sup>122</sup>. Dolayısıyla eşit işlem ilkesi oy, kara ve tasfiyesi bakiyesine katılım gibi oransallık ilkesinin geçerli olduğu pay sahipliği hakları bakımından etki taşımaktadır<sup>123</sup>. Mezkûr ilkeyi ihlal eden yönetim kurulu kararlarının batıl olduğu TTK m. 391(1)(a) hükmünde düzenlenmiş olup, kanunda belirtilmemekle beraber eşit işlem ilkesine aykırı genel kurul kararlarının da duruma göre butlanının tespitinin istenebileceği ifade edilmektedir<sup>124</sup>. Eşit işlem ilkesinin ihlali sonucunda zarara uğrayan pay sahibinin bu nedenle gördüğü zararın tazminini yönetim kurulu üyelerinden talep hakkı bulunduğu ve bunun doğrudan zarar niteliğinde olduğu belirtilmektedir<sup>125</sup>.

<sup>119</sup> Ayrıca bkz. **Sarıkaya**, s. 1283.

<sup>120</sup> COVID- 19 nedeniyle yürürlüğe koyulan TTK Geçici Madde 13 hükmü, kâr payı dağıtımının ekonomik kamu düzeniyle ilgisini göstermesi ve somutlaştırması bakımından çarpıcı bir örnektir.

<sup>121</sup> **Pulaşlı**, s. 401. Eşit işlem ilkesi konusunda bkz. **Yıldız**, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin Yayıncılık, İstanbul 2004.

<sup>122</sup> **Kırca**, İsmail: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2022, s. 66.

<sup>123</sup> **Kırca**, s. 66.

<sup>124</sup> **Tekinalp**, Sermaye, s. 355.

<sup>125</sup> **Çamoğlu**, Ersin: Limited Ortaklıklar Hukukunun Temel İlkeleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2020, s. 186.

Genel kurul kararları çerçevesinde oransallık ilkesinin geçerli olduğu pay sahipliği hakları açısından eşit işlem ilkesinin nisbi şekilde uygulandığı ve kanunun imtiyazlı paylara cevaz verdiği dikkate alındığında, kâr payında yapılacak farklılaştırmanın mutlaka eşit işlem ilkesine aykırı olmayacağı kabul edilmektedir<sup>126</sup>. Zira eşit işlem ilkesi aynı hukuki konumda olanlara farklı kâr payı ödenmesini yaptırma bağlamaktadır. Oysa işletmeye endeksli paylara isabet eden kâr payı imtiyaz sebebiyle ortaya çıktığından, bu imtiyazın geçerli kabul edildiği bir durumda eşit işlem ilkesinin ihlal edildiğinden söz edilmesi mümkün olamamaktadır. İmtiyazın geçerli kabul edilmediği bir durumda ise zaten işletmeye endeksli payların TTK hükümlerine uygunsuzluğu bakımından belirleyici olan eşit işlem ilkesi olmamaktadır. Eşit işlem ilkesinin bazı konular için esas sözleşmeye konulacak bir hükümlerle bertaraf edilmesinin mümkün olmaması bir yana<sup>127</sup>, işletmeye endeksli paylara ilişkin imtiyazın geçerliliği hususunda eşit işlem ilkesine aykırılıktan önce bu imtiyazın Kanun'un imtiyaza olanak sağlayan hükümleri ile emredici hükümler ilkesine aykırılığı sorununa öncelik tanınması gerekmektedir<sup>128</sup>.

Uygulamada işletmeye endeksli paylar özelinde eşit işlem ilkesi yönetim kurulunun şirket ve işletmeye endeksli payların ilişkilendirileceği fiktif birim kârını etkileyecek ticari kararları neticesinde oluşan şirket içi durum açısından önem taşıyabilecektir. Örneğin şirket yönetim kurulu, diğerlerine nazaran daha kârlı olan fiktif işletmelerden birinin sağladığı kazançlar nedeniyle daha fazla biriken akçelerin veya fonların sermayeye çevrilmesi sırasında (TTK m. 462(1)) işletmeye endeksli payların sahiplerinin artan sermayeye daha çok katkı verdikleri gerekçesiyle daha çok bedelsiz paya hak kazandıklarını iddia etmelerine mahal vermeyecek bir finansal planlama yapmak ve bu konuda genel kurula gerekli önerilerde bulunmakla yükümlü hale gelmektedir<sup>129</sup>. Bu bakımdan işletmeye endeksli payların varlığının pay

<sup>126</sup> Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s. 142, 146.

<sup>127</sup> Kırca, s. 68.

<sup>128</sup> “İmtiyazlı payların söz konusu olduğu durumlarda ise kanaatimizce imtiyaza olanak sağlayan kanun hükümleri eşit işlem ilkesine göre *lex specialis* statüsünde olacaktır.” (Eminoğlu, Cafer: “Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından ‘Eşit Şartlarda Eşit İşlem’ İlkesi”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, 2015, s. 84)

<sup>129</sup> İşletmeye endeksli payların varlığı şirkette birden çok ve birbirinden ayrı değerlendirilen sermayeler bulunduğu anlamına gelmemekte, şirketin ticari kararları çerçevesinde getirisi farklılaşan birimlerin ortaya çıkması veya çıkarılması durumuna dayanmaktadır. Bu bakımdan pay sahiplerinin sermayeye katkılarının sadece paylarının endekslediği birimin sermayeye getirisi bakımından ölçülmesi hakkaniyetli de görünmemektedir. Niha-

sahipliğinden kaynaklı haklar bakımından şirketin tüm pay sahiplerinin menfaatleri arasında çatışma veya hakkaniyet yönünden endişe doğurmasının önlenmesi için şirket yönetim kurulunun menfaatleri dengeleyici bir rol üstlenmesi gerekmektedir. Zira yönetim kurulunun her şeyden önce şirket tüzel kişiliğinin çıkarlarını koruması gerekmektedir<sup>130</sup>. Fiiliyatta ise işletmeye endeksli pay sahibinin kâr payı hakkı haricinde diğer paylara sağlanan pay sahipliğinden kaynaklı haklarda farklı bir muamele görmesini gerektiren bir sebep zaten bulunmadığından, yönetim kurulunun işletmeye endeksli paya dair esas sözleşmede yazılı imtiyaza riayet etmesi halinin yine eşit işlem ilkesine aykırılık yaptırımından önce bu imtiyazın Kanun'un imtiyazlara olanak sağlayan kanun hükümlerine ve emredici hükümler ilkesine uygunsuzluğunun değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

#### **IV. İŞLETMEYE ENDEKSLİ PAYLARLA ULAŞILMAK İSTENEN AMACA UYGUN BAŞKA HUKUKU KURUMLAR BULUNUP BULUNMADIĞI SORUNU**

##### **A. Genel Olarak**

İşletmeye endeksli pay ihraç etmek isteyen ancak bunu kâr payında imtiyazlı pay tesisi yoluyla gerçekleştiremeyen bir kapalı anonim şirketin bu amacına benzer özellikler taşıyan başka araçlarla ulaşım ulaşamayacağı hususunun TTK uyarınca düzenlenmiş menkul kıymetler üzerinden değerlendirilmesi gereklidir<sup>131</sup>. Zira TTK rejiminde aynı sonucu sağlayan başkaca araçların bulunması halinde işletmeye endeksli paylara cevaz verilip verilmeyeceği meselesi önemini yitirecektir. Bu kapsamda işletmeye endeksli payların özelliklerinin bir intifa senedinde öngörülmesi veya borçlanma araçları üzerinden gerçekleştirilmesi seçenekleri aşağıda ele alınmaktadır.

##### **B. İntifa Senedi Olarak Öngörülmesi**

İntifa senetleri TTK içerisinde “Menkul Kıymetler” bölüm başlığı altında düzenlenmiş, böylece menkul kıymet nitelikleri açıkça ortaya konul-

---

yetinde şirketin aksi ticari kararlarla sonraki dönemlerde bu defa başka birimler yoluyla sermayeye getiri sağlayacak yedek akçe veya fonların birikmesine neden olması mümkündür. Diğer taraftan, özellikle işletmeye endeksli payın bir iştirake endekslediği hallerde söz konusu yedek akçe veya fonların nasıl oluşacağı tartışmaya açıktır.

<sup>130</sup> Yağmur, s. 74.

<sup>131</sup> Bu çalışma halka açık olmayan (kapalı) şirketler hakkında olduğu için sermaye piyasası mevzuatına özgü sermaye piyasası araçları değil, TTK sistemine özgü araçlar üzerinden bir inceleme yapılmıştır.

muştur<sup>132</sup>. Kapalı anonim şirketlerde intifa senetlerine ilişkin temel ilkelere TTK m. 502 ve m. 503 hükümlerinde yer verilmekle beraber, Kanun'un başka maddelerinde de intifa senetlerine (örneğin, m. 140(5), m. 348, m. 584, m. 587, m. 661) ilişkin ifadeler bulunmaktadır. Öğretide ise intifa senetlerinin intifa hisse senedi, kurucu intifa senedi, adi intifa senedi ve katılma intifa senedi olarak dört türünün bulunduğu belirtilmekte ve her bir türün özellikleri ayrı değerlendirilmektedir<sup>133</sup>. İşletmeye endeksli payların özelliklerine intifa senetleri vasıtasıyla ulaşıp ulaşılamayacağına ilişkin değerlendirme açısından ise intifa senetlerinin sahiplerine sağladığı hakların ve bunların sahibi olabilecek kişilerin incelenmesi yeterlidir.

Bir kavram olarak intifa senetleri TTK m. 503 hükmü vasıtasıyla "sahiplerine net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma ya da yeni çıkarılacak payları alma hakkı sağlayan senetler" şeklinde tanımlanabilmektedir. İntifa senetleri, esas sermayenin herhangi bir bölümünü temsil etmedikleri gibi<sup>134</sup>, bir borçlanma senedi niteliğinde de değillerdir<sup>135</sup>. Esas sözleşmeyle öngörülmesine rağmen şirketle bu katılma hakkının sahibi arasında bir ortaklık ilişkisi doğmamaktadır<sup>136</sup>. TTK m. 503 metninde intifa senetlerinin pay sahipliği hakları ihtiva edemeyeceği ilkesi konulduktan sonra esasında birer pay sahipliği hakkı olan kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı ve rüçhan hakkını içerebileceği belirtilmiş, bu anlamda intifa senetleri sahiplerinin pay sahipliğine ilişkin haklardan ancak maddede sayılanlarından faydalanabileceği ve bunların haricindeki haklardan istifade edemeyeceği gösterilmiştir<sup>137</sup>. Ancak öğretide intifa senedi sahiplerine denetleme ve bilgi almaya ilişkin imkânların sağlanmasının olanaklı olduğu vurgulanmaktadır<sup>138</sup>.

İntifa senetleri sadece "şirketle ilgili olanlar lehine" olmak kaydıyla, kuruluşta veya esas sözleşme değiştirilerek sonradan çıkartılabilmektedir.

<sup>132</sup> **Şahin**, Murat: "Türk Ticaret Kanunu'nda İntifa Senetlerine İlişkin Yenilikler: Eski ve Yeni Döneme Dair Tartışmaların Değerlendirilmesi", İzmir Barosu Dergisi, Cilt 86, Sayı 2, 2021, s. 107.

<sup>133</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 178.

<sup>134</sup> **Teoman**, Ömer: "Sermaye Piyasasının Bir Aracı Olarak Katılma İntifa Senetleri", *Tüm Makalelerim Cilt I- II (1971-2001)*, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012, s. 1117 (Teoman, İntifa Senetleri).

<sup>135</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 174.

<sup>136</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, S. 173.

<sup>137</sup> **Teoman**, Ömer: Sermaye Piyasası Kurulunun Tebliğine Göre Katılma İntifa Senetleri, *Tüm Makalelerim Cilt I- II (1971- 2001)*, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012, s. 575 (Teoman, Tebliğ).

<sup>138</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 188.

TTK m. 502(1) hükmünde “şirketle ilgili olan” kişiler “bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri”, “alacaklılar” veya “bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar” şeklinde örneklendirilmiştir. Dolayısıyla anonim şirketin herhangi bir üçüncü kişi lehine intifa senedi ihraç etmesi mümkün olmayıp, bu kişilerin çevresi eskiden ya da şimdi şirketle ilgili bulunanlarla sınırlıdır<sup>139</sup>. “Bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar” açısından ortak paydanın “mağduriyet” unsuru olduğu<sup>140</sup> ve bu senetlerin ilgililere yaptıkları fedakârlıklar karşılığında verildiği ifade edilmektedir<sup>141</sup>. Yine TTK m. 502(1) son cümlesinde TTK m. 348 hükmüne yapılan yollamayla ilk bakışta intifa senetlerinin nakit karşılığı çıkarılmayacağı yani bedelsiz olabileceği akla gelse de kural olarak kapalı anonim şirketlere de uygulanan VII- 128.1 sayılı Pay Tebliği (“Tebliğ”) m. 36-43 hükümleri uyarınca nakit karşılığı intifa senedi (katılma intifa senedi) çıkarılmasının mümkün olduğu görülmektedir<sup>142</sup>. Yine Tebliğ m. 36 hükmüyle, katılma intifa senetlerini TTK m. 502(1) hükmü aksine şirketle ilgili olmayan kişilerin de edinebileceği gösterilmektedir.

İntifa senetlerinin işletmeye endeksli payların özelliklerini taşıyamasının sebebi bu senetlerin sahiplerinin faydalanacağı kârın tıpkı pay sahiplerinin faydalanacağı kâr ile aynı olmasından kaynaklıdır. Bir başka ifadeyle, intifa senetlerinin bağlı olacağı kârın kaynağı ile payların bağlı olduğu

<sup>139</sup> Teoman, Tebliğ, s. 575.

<sup>140</sup> Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 185.

<sup>141</sup> İmregün, Oğuz: “Anonim Ortaklıklarda İntifa Senetleri”, Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan, İÜHF, İstanbul 1978, s. 445-462, s. 459.

<sup>142</sup> SPK m. 2(1) hükmü uyarınca “halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu kanun kapsamı dışındadır”. Ayrıca Tebliğ m. 2(2) hükmüne göre “halka açık olmayan ortaklıkların mevcut paylarının veya bu ortaklıklarca sermaye artırımını yoluyla çıkarılacak payların halka arz edilmeksizin satışı bu Tebliğ hükümlerine tabi değildir”. Dolayısıyla, halka açık olmayan (kapalı) anonim ortaklıkların halka arz edilmemekle beraber pay haricindeki sermaye piyasası araçlarını ihracı 6362 sayılı Kanun kapsamındadır (Yanlı, Veliye: “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları”, BATİDER, Cilt 32, Sayı 3, 2016, s. 10 (Yanlı, Yatırım Sözleşmesi)). Nitekim Tebliğ m. 2(1)(h) hükmünde pay benzeri menkul kıymetlerin ihracının Sermaye Piyasası Kurulu iznine bağlı olduğu belirtilmiş, ayrıca “pay benzeri menkul kıymetler” kavramı “sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetler” olarak tanımlanmış (m. 4(1)(r)) ve “katılma intifa senedi” bir pay benzeri menkul kıymet olarak değerlendirilmiştir (m. 4(1)(k)). Dolayısıyla, halka açık olmayan (kapalı) anonim şirketlerde intifa senetlerinin 6362 sayılı Kanun kapsamında ele alınması gereği ikincil mevzuatla somutlaştırılmıştır. Benzer yönde bkz. Hamamcıoğlu, s. 479.

kârın kaynağı aynıdır ve intifa senetleri için ayrı bir bilanço veya ayrı ölçü ve oranlar uygulanamaz<sup>143</sup>. Bu durum intifa senetlerine isabet edecek kârın bir fiktif birimin kârıyla ilişkilendirilmesi yolunun intifa senetlerinde de açık olmadığını ortaya koymaktadır. Nitekim intifa senetlerinin bir türü olan kurucu intifa senetleri için dağıtılabilecek kâr mevcut ise ancak şirkette kâr dağıtılmaması kararlaştırılmış olsa bile, bunlara kâr payının verilebileceğine ilişkin TTK m. 348(3) hükmü bu yaklaşımı teyit etmektedir. Uygulamada intifa senetlerinin ihracıyla birlikte buna bağlı olarak akdedilen borçlar hukuku sözleşmeleri ile intifa senedi sahiplerine bazı özel haklar verildiği görülmekle beraber<sup>144</sup>, bu sözleşmelerin korporatif nitelikte uygulanabilirliği bulunmamaktadır. Sonuç olarak intifa senetleri yoluyla işletmeye endeksli paylarla ulaşılmak istenen amacın elde edilmesi mümkün görünmemektedir.

### C. Borçlanma Aracı Olarak Öngörülmesi

Bir kavram olarak “borçlanma araçları”, menkul kıymetlerdendir<sup>145</sup>. Kanunda borçlanma araçlarının çeşitleri sınırlanmamıştır<sup>146</sup>. Borçlanma araçlarına ilişkin genel kurallar TTK m. 504-506 hükümlerinin yer aldığı “borçlanma senetleriyle alma ve değiştirme hakkını içeren menkul kıymetler” başlıklı ayırmda ele alınmaktadır. TTK hükümlerine göre tahvil, finansman bonusu, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dahil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetler kural olarak genel kurul kararıyla çıkarılabilmektedir (m. 504(1)). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (“SPK”) m. 2(1) hükmü gereği kapalı anonim şirketlerin de tabi bulunduğu VII- 128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği (“BAT”) ise<sup>147</sup>; tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve Sermaye Piyasası Kurulu’na borçlanma aracı olduğu kabul

<sup>143</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 186.

<sup>144</sup> Bkz. Yarg. 13. HD., T.22.10.2007, E. 2007/9800 K. 2007/12239 (www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

<sup>145</sup> Nitekim yürürlükteki SPK ikincil mevzuatında borçlanma araçlarının “menkul kıymet” yollamasıyla tanımlandığı görülmektedir, bkz. III- 35/A.2 Kitle Fonlaması Tebliği m. 4(1)(n).

<sup>146</sup> **Aydoğan**, Gökhan: “Anonim Şirketlerde Menkul Kıymet İhraç Kararları”, BATİDER, Cilt 33, Sayı 4, 2017, s. 249.

<sup>147</sup> BAT hükümlerinin halka açık olmayan anonim şirketlerin halka arz etmeksizin borçlanma araçları ihracına uygulanamayacağı yönünde karşı görüş için bkz. **Sadıkzade**, Abulfaz: “Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Borçlanma Araçları (Senetleri) ile Borçlanmanın Sınırı”, Anonim Ortaklıkta Mali Hükümler (Ed. Mehmet Helvacı vd.), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021, s. 7.

edilecek sermaye piyasası araçlarını “borçlanma araçları” kapsamında değerlendirmektedir (m. 3(1)(c)). Buna göre, bir kapalı anonim şirketin borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma araçları “finansman bonusu” (m. 3(1)(b)), vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma araçları ise “tahvil” (m. 3(1)(m)) olarak tanımlanmaktadır.

BAT m. 16 uyarınca tahvillere kârdan pay verilmesi olanağının bulunması, tahvillerin işletmeye endeksli payların özelliklerini taşıyabilecek bir araç olarak kullanılması ihtimalini gündeme getirmektedir<sup>148</sup>. Bununla beraber, tahvile kârdan verilecek payın hesaplanmasında dikkate alınacak şirket kârı pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı kaynak ve hesaplamasına farklı bir düzen getirmemektedir (BAT m. 16(3) ve 16(4)). Yani tahvilin getirisi olan kârın işletmeye endeksli paylardaki gibi bir fiktif birim kârına endekslenmesi imkânı bulunmamaktadır. Ayrıca tahvil sahibi, şirkete verdiği ödünç karşılığında faiz ve vadesinde ana para alacaklısı olarak görülmekte, bu alacağının belirli olduğu ve herhangi bir koşula da bağlı olmadığı ifade edilmektedir<sup>149</sup>. Dolayısıyla, işletmeye endeksli paylar ile amaçlananın anılan borçlanma araçlarıyla gerçekleştirilmesi mümkün değildir.

## SONUÇ

Kanaatimizce işletmeye endeksli payların Türk anonim şirketler hukuku nezdinde bir imtiyazlı pay türü olarak değerlendirilmesi uygun olmalıdır. Bu payların adi ve başkaca imtiyazlı pay türlerinden farkı ise sahibine şirketin tamamının kârı yerine şirketin sadece bir veya birden fazla fiktif biriminin kârına katılma olanağı vermesidir. İşletmeye endeksli paylar yeni ekonominin gereksinimlerini karşılayıcı bir rol üstlenerek tek bir tüzel kişi çatısı altında birden çok gayri maddi iktisadi değere yatırım yapmak isteyen kişinin bir araya gelmesine ve değerlerin konsolidasyon içinde sürdürülmesine olanak sağlaması açısından faydalı görülmektedir. Bununla beraber, işletmeye endeksli payların Türk hukukunda korporatif nitelikte meydana getirilmesi mümkün değildir<sup>150</sup>. Zira TTK rejiminde anonim şirketlerde kârın

<sup>148</sup> Tahvillerin ödünç sözleşmesi temeline dayandığı ve bu kapsamda kara iştirâkli (kara katılnmalı) tahvillerin bir sonuca katılnmalı ödünç (tüketim ödünçü) sözleşmesi niteliğinde olduğu yönünde bkz. **Çatakoğlu**, Buket: “Tahvillere Sağlanan Kâr Payı Hakkı ve Hak Sahiplerinin Korunması”, MÜHFHAD, Cilt 22, Sayı 3, 2016, s. 717.

<sup>149</sup> **İmregün**, s. 447.

<sup>150</sup> Alman hukukuna ilişkin benzer değerlendirme için bkz. **Schnorbus**, York: “Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American

kaynaklarına ve hesaplanmasına ilişkin kuralların emredici nitelikte olması ve genel kayıt içeren hükümler şeklinde (yoruma elverişli) kaleme alınmamış olmaları, işletmeye endeksli payların karakteristik özelliklerinin Kanun hükümleriyle uyumsuzluğuna sebep olmaktadır. Benzer şekilde, TTK hükümleri uyarınca intifa senetleri ve borçlanma araçları yoluyla işletmeye endeksli payların karakteristik özelliklerini taşıyan bir aracın yaratılıp yaratılmayacağı sorusuna da olumsuz yanıt verilmektedir. Zira söz konusu araçlar da Kanun'un kâr payına ilişkin kurallarına karşı bağışık değildir.

Her ne kadar boşta kalan veya potansiyeline ulaşamayan girişim fikirlerinin ve ortaklıkların sayısının azaltılabilmesi adına işletmeye endeksli payların tesisine olanak sağlayacak bir mevzuat altyapısının oluşturulmasına ihtiyaç bulunduğu ileri sürülebilecek ise de bu konuda olumlu yanıt verilmeden önce işletmeye endeksli payların TTK hükümleri ile uyumsuzluğunun giderilmesi için tanınacak kanuni istisnaların doğurabileceği sakıncaların da dikkate alınması gerekmektedir. Bu çerçevede işletmeye endeksli paylara cevaz verecek istisnaların menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını artıracak açıktır<sup>151</sup>. Yine bu yönde istisnaların kanun koyucu tarafından somutlaştırılmış olan mevcut menfaatler dengesini bozacağı da izahtan varestedir. Neticede işletmeye endeksli paylara kâr dağıtımını kısıtlı altında yapılabilecek dağıtımlar özellikle şirket tüzel kişiliği açısından devamlılık, pay sahipleri açısından kâr payı hakkının korunması ve alacaklılar açısından alacakların tahsilatı konusunda kontrolsüz bir risk yaratacaktır. Bu doğrultuda, Türk hukuku bakımından işletmeye endeksli paylarla hedeflenenin SPK rejimine tabi sermaye piyasası araçları veya kurumları yoluyla sağlanmasının daha uygun bir çözüm olacağını değerlendirilmekteyiz. İşletmeye endeksli payların sahibine sağladığı farklılaştırılmış kâr payı hakkının bu payın yatırımcısının şirketten getiri talebinin özel şekilde karşılanmasının bir yöntemi olarak öne çıktığı ve bu hakkının yatırım teşviki amacıyla sınırlı şekilde kurgulandığı hatırlandığında, yatırımcı beklentisinin sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde tanınan araçlara veya kurumlara yönlendirilmesinin yürürlükteki mevzuat sebebiyle en uygun yaklaşım olduğu açıktır.

---

Financial Innovations?", University of Pennsylvania Journal of International Law, Cilt 22, Sayı 3, 2001, s. 541-634.

<sup>151</sup> İşletmeye endeksli payların karakteristik özelliklerinin bilgi asimetrisi (*information asymmetry*) ve vekalet sorunu (*agency problem*) açısından ek riskler yarattığı yönünde bkz. **Harper/Madura**, s. 91.



## KAYNAKÇA

### *Kitaplar*

- Akad**, Gül: Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013.
- Arkan**, Sabih: Ticari İşletme Hukuku, BTHAE, Ankara 2019.
- Ayhan**, Rıza/**Çağlar**, Hayrettin/**Özdamar**, Mehmet: Ticari İşletme Hukuku, Yetkin Yayınları, Ankara 2021.
- Ayoğlu**, Tolga: Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018.
- Besen**, Murat: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018.
- Birsel**, Mahmut T.: Yargıtay Kararları Işığında Şirket Kârı konusunda Anonim Şirket ile Pay Sahibi Arasındaki Menfaat Çatışması, BTHAE, Ankara 1971.
- Birsel**, Mahmut T.: Anonim Şirketler Hukukunda Kâr Kavramı C. 1, EÜM, İzmir 1973 (Birsel, Kâr).
- Çamoğlu**, Ersin: Limited Ortaklıklar Hukukunun Temel İlkeleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2020.
- Coşgun**, Özlem Karaman: Anonim Şirketin Tasfiyesi, Adalet, Ankara 2015.
- Çelikboya**, Kerem: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021 (Çelikboya, Kâr Payı).
- Erdem**, H. Ercüment: Türk Ticaret Kanunu ile İlgili Makaleler (2009-2016), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017.
- Engin**, B. İlkay/**Atamer**, Yeşim M.: Serozan Medeni Hukuk Genel Bölüm Kişiler Hukuku, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2022.
- Greene**, Edward F. et. al.: U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets 12th Edition, Aspen Publishing, New York 2017.
- Gürbüz Usluel**, Aslı E.: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kar Payı Alma Hakkı, BTHAE, Ankara 2016.
- Hacımahmutoğlu**, Sibel: Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri, BTHAE, Ankara 2006.
- Kayış**, Ferhat: Ticari İşletmede Şube Kavramı ve Şube Olmaya Bağlı Hüküm ve Sonuçlar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019.

- Karahan**, Sami: Anonim Şirketlerde Tasfiye, Mimoza Yayınları, Konya 1998.
- Karahan**, Sami: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması, Kazancı, İstanbul 1991.
- Karahmetoğlu**, İsmail Özgün: Anonim Şirket Esas Sözleşmesinin Yorumlanması, Adalet Yayınevi, Ankara 2021.
- Karasu**, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Yetkin, Ankara 2015.
- Kervankıran**, Emrullah: Anonim Şirketleri Tasfiyesi, Seçkin Yayıncılık, İstanbul 2022.
- Kırca**, İsmail/Şehirali Çelik, Feyzan Hayal/Manavgat, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1, BTHAE, Ankara 2013.
- Kırca**, İsmail: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2022.
- Moroğlu**, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017.
- Okucu Taftalı**, İpek: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Anonim Şirketlerde İmtiyaz, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018.
- Poroy**, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar Hukuku II, Vedat, İstanbul 2019 (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II).
- Poroy**, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2019.
- Pulaşlı**, Hasan: Şirketler Hukuku Genel Esaslar, Adalet Yayınevi, Ankara 2022.
- Solomon**, Lewis D./Weiss, Elliot J./Schwartz, Donald E./Bauman, Jeffrey D.: Corporations Law and Policy, West Group, St. Paul 1998.
- Üçışık**, Güzin/Çelik, Aydın: Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar, Yedek Akçeler ve Kâr Dağıtımı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018.
- Veziroğlu**, Cem: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021.
- Yağmur**, Setenay: Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2020.
- Yıldız**, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin Yayıncılık, İstanbul 2004.

**Makaleler**

- Aksın, S. Tarık/Önder, Fahrettin M.:** İkinci El Motorlu Kara Taşıtı Alım Satımı Yapan Gerçek Kişilerin Faaliyetlerinin Ticari İşletme Niteliğinin İncelenmesi, SDÜHFD, Cilt 12, Sayı 2, 2022, s. 1317-1347.
- Arslanlı, Halil:** “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği”, İÜHFMD, Cilt 23, Sayı 3-4, 1958, s. 248-290.
- Aydoğan, Gökhan:** “Anonim Şirketlerde Menkul Kıymet İhraç Kararları”, BATİDER, C. 33, S. 4, 2017, s. 231-267.
- Baştürk, İhsan:** Türk Ticaret Kanununda Bilişim Yoluyla Haksız Rekabetin Hukuki- Cezai Sonuçları, TAAD, Cilt 1, Sayı 6, 2011, s. 279-320.
- Bilgeç, Hakan:** “Türk Hukukunda Anonim Şirketlerde Kâr Payında İmtiyaz”, DEÜHFD, C. 21, Özel Sayı, 2019, s. 2323-2356.
- Black, Bernard S., et. al.:** “General Principles of Company Law for Transition Economies”, Journal of Corporation Law, Cilt 24, 1999, s. 190-293.
- Borek, Charles A.:** “Corporate Taxation’s Square Peg: An Analysis of Possible Solutions to the Problem of Characterizing “Tracking Stock” for Tax Purposes”, Catholic University Law Review, Cilt 43, 1994, s. 1107-1125.
- Bozgeyik, Hayri:** “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım”, BATİDER, Cilt 20, Sayı 3, 2000, s. 117-156.
- Bond, Stephen R./Cummins, Jason G.:** “The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions”, Brookings Papers on Economic Activity, Sayı 1, 2000.
- Chemmanur, Thomas J./Paeglis, Imants:** “Why Issue Tracking Stocks? Insights from a Comparison With Spin- Offs and Carve- Outs”, Applied Corporate Finance, Cilt 14, Sayı 2, 2001, s. 102-114.
- Conway, James D.:** “The USX Tracking Stock “Spin- Off”: A Case of Split Personality”, The Tax Magazine, Cilt 69 Sayı 6, 1991, s. 383-389.
- Çoştan, Hülya:** “İtalyan Şirketler Hukukunun ve 2003 tarihli İtalyan Sermaye Şirketleri Hukuku Reformunun Genel Hatları”, BATİDER, Cilt 24, Sayı 4, 2008, s. 179-214.
- Çatakoğlu, Buket:** “Tahvillere Sağlanan Kâr Payı Hakkı ve Hak Sahiplerinin Korunması”, MÜHFHAD, Cilt 22, Sayı 3, 2016, s. 711-734.

- Çelikboya**, Kerem: “Anonim Şirketin TTK m. 11 f. 3 Uyarınca Ticari İşletmesini Devretmesi”, Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017.
- Eckbo**, Espen/**Thorburn**, Karin S.: “Corporate Restructuring”, *Foundations and Trends in Finance*, Cilt 7, Sayı 3, 2013, s. 159-288.
- Elder**, John/**Westra**, Peter: “The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements”, *Journal of Economics and Finance*, Cilt 24, Sayı 1, 2000, s. 36-55.
- Eminoğlu**, Cafer/**Altıntaş**, Berrin Dalgıç: “Türk Ticaret Kanunu’nun 340. Maddesi: Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğünün Sonu mu?”, *ERÜHFD*, Cilt 9, Sayı 2, 2014, s. 1-26.
- Eroğlu**, Muzaffer/**Özdemir**, Duygu Demirel: “Türk Ticaret Kanunu Geçici Madde 13 Hükmü ile Anonim Şirketlerin Kar Payı Dağıtım Kararlarının Sınırlandırılması”, *DEÜHFD*, Cilt 22, Sayı 2, 2020, s. 749-806.
- Faugerolas**, Laurent: “Equity Tracking Securities- The Alcatel Experience”, *International Business Lawyer*, Cilt 29, Sayı 6, 2001, s. 254-257.
- Giudici**, Paolo/**Agstner**, Peter: “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)”, *European Business Organization Law Review*, Sayı 20, 2019, s. 597-632.
- Haas**, Jeffrey J.: “Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness”, *Michigan Law Review*, Cilt 94, Sayı 7, 1996, s. 2089-2177.
- Hansmann**, Henry: “Corporation and Contract”, *American Law and Economics Review*, Cilt 8, Sayı 1, 2006, s. 1-19.
- Harper**, Joel T./**Madura**, Jeff: Sources of Hidden Value and Risk Within Tracking Stock, *Financial Management*, Cilt 31, Sayı 3, 2002, s. 91-109.
- Helvacı**, Mehmet: “21. Yüzyılda Anonim Ortaklığa İlişkin Düşünceler ‘Tüzel Kişiyeye ve Bir Örnek Olarak Kar Payı Kavramına Belki Olması Gereken Farklı Bir Bakış’”, *Tüzel Kişilik Penceresinden Anonim Ortaklık Sempozyumu* (Ed. Havva Karagöz/Beril Özcanlı/Seda Palanduz), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021, s. 3-17.
- İmregün**, Oğuz: “Anonim Ortaklıklarda İntifa Senetleri”, Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan, İÜHF, İstanbul 1978, s. 445-462.

- Kantor, Brian/Castle, Jarrod:** “Tracking Stocks- An Alternative to Unbundling for the South African Group”, *Investment Analysts Journal*, Cilt 29, Sayı 51, 2000, s. 49-56.
- Karahan, Sami:** Ticari İşletme ve Tacir Kavramları ile İlgili 6102 sayılı Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, Cilt 18, Sayı 2, 2012, s. 3-10.
- Kahan, Marcel/Klausner, Michael:** Standardization and Innovation in Corporate Contracting (Or “The Economics of Boilerplate”), *Virginia Law Review*, Cilt 83, Sayı 4, 1997, s. 713-770.
- Mantysaari, Petri:** *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Vol III: Funding, Exit and Takeovers*, Springer, Heidelberg 2010.
- Memiş, Tekin:** Aile Anayasası ve Şirketler Hukuku, *Beykent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 4, Sayı 8, 2018, s. 271-286.
- Pollman, Elizabeth:** “Startup Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, Cilt 168, Sayı 1, 2019, s. 155-221.
- Pulaşlı, Hasan:** “Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Sakatlığı ve Müeyyidesi”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 17, Sayı 1-2, 2013, s. 885 898 (Pulaşlı, Müeyyide).
- Robinson, David T.:** “Strategic Alliances and the Boundaries of the Firm”, *Review of Financial Studies*, Cilt 21, Sayı 2, 2009, s. 649-681.
- Sarıkaya, Sinan:** “Koronavirüs (COVID- 19) Salgını Sebebiyle Sermaye Şirketlerine Getirilen Kâr Dağıtım Sınırlaması”, *BUHFD*, Cilt 15, Sayı 193-194, 2020, s. 1298-1295.
- Sadıkxzada, Abulfaz:** “Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Borçlanma Araçları (Senetleri) ile Borçlanmanın Sınırı”, *Anonim Ortaklıkta Mali Hükümler* (Ed. Helvacı, Mehmet vd.), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021, s. 1-23.
- Sengir, Turgut:** “Anonim Ortaklıklarda Kâr Payı Hakkı”, *BATİDER*, Cilt 7, Sayı 1, 1973, s. 77-86.
- Schick, Jeffrey J.:** “Toward Transaction- Specific Standards of Directorial Fiduciary Duty in the Tracking- Stock Context”, *Washington Law Review*, Cilt 75, Sayı 4, 2021, s. 1365-1398.
- Schnorbus, York:** “Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations?”,

University of Pennsylvania Journal of International Law, Cilt 22, Sayı 3, 2001, s. 541-634.

**Şahin**, Murat: “Türk Ticaret Kanunu’nda İntifa Senetlerine İlişkin Yenilikler: Eski ve Yeni Döneme Dair Tartışmaların Değerlendirilmesi”, İzmir Barosu Dergisi, Cilt 86, Sayı 2, 2021, s. 105-161.

**Tekinalp**, Ünal: “Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2010, s. 1681-1699.

**Tekinalp**, Ünal: “Ticari İşletmenin TK m. 11(3)’e Göre Devrinde Borçların Hukuki Yazgısı”, 60. Yıl Armağanı, BTHAE, Ankara 2015, s. 3-17 (Tekinalp, Yazgı).

**Tekinalp**, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2020 (Tekinalp, Sermaye).

**Tekinalp**, Ünal: “Emredici Hükümler Açısından Genel Kurul Kararlarının İptali ve Butlanı Sorunu”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 12, Sayı 2, 2013, s. 13-18 (Tekinalp, Butlan).

**Teoman**, Ömer: “Sermaye Piyasasının Bir Aracı Olarak Katılma İntifa Senetleri”, Tüm Makalelerim Cilt I- II (1971- 2001), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012, s. 1117-1120 (Teoman, İntifa Senetleri).

**Teoman**, Ömer: “Sermaye Piyasası Kurulunun Tebliğine Göre Katılma İntifa Senetleri”, Tüm Makalelerim Cilt I- II (1971- 2001), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012, s. 575-588 (Teoman, Tebliğ).

**Teoman**, Ömer: “Bir Anonim Ortaklıkta Payların Tümüne Yasada Öngörülenden Daha Fazla Hak Tanınması Ayrıcalık Yaratmak Anlamına Gelir mi?”, BATİDER, Cilt 18, Sayı 3, 1996, s. 1-6.

**Üçışık**, Güzin: “Anonim Ortaklıklarda Kar ve Kazanç Paylarının Geri Alınması”, İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 15, Sayı 1, 2016, s. 469-504.

**Ventoruzzo**, Marco: “Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition”, Texas International Law Journal, Cilt 40, 2004, s. 113-156.

**Yanlı**, Veliye: “Yeni Ticaret Kanunu ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım”, BATİDER, Cilt 30, Sayı 1, 2014, s. 5-32.

**Yanlı**, Veliye: “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları”, BATİDER, Cilt 32, Sayı 3, 2016, s. 5-34 (Yanlı, Yatırım Sözleşmesi).

**Yüksel**, Sinan H.: “Kapalı Anonim Ortaklıklarda Yeni Payların Kâr Payına Hak Kazanmasında ve Kâr Payının Hesaplanmasında Zaman Unsuru”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı 1, 2019, s. 381-415.

### **Tezler**

**Kılıç**, Fatoş: Kurumlar Vergisi Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Birleşme ve Bölünme, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2006.

**Mildon**, Yasemin: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Korporatif Düzlem ile Bağlantılı Paralel Yargılamalar, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2020.

**Özer**, Şeref: Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylara İlişkin Yeni Düzenlemeler ve Anonim Ortaklık Kavramının Kamu Hukuku Süjesi mi Yoksa Özel Hukuk Süjesi mi Olduğu Sorunu, SPK Yeterlilik Etüdü, SPK, Ankara 2011.

### **İnternet Kaynakları**

İTO Ek İşyerleri Hakkında Bilgilendirme Metni, <https://www.ito.org.tr/tr/hizmetler>, E.T.: 01/12/2022.

TBMM Mevzuat Bilgi Sistemi, <https://mevzuat.tbmm.gov.tr/mevzuat/faces/sorgu>, E.T. 28.02.2021).

T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı 11. Kalkınma Planı (2019- 2023) m. 450.5, ([https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/11/ON\\_BIRINCI\\_KALKINMA-PLANI\\_2019-2023.pdf](https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/11/ON_BIRINCI_KALKINMA-PLANI_2019-2023.pdf), E.T.: 12.06.2021).

The Tracking Stock Idea Goes into Retirement at G.M., The New York Times, 10.04.2003, <https://www.nytimes.com/2003/04/10/business/satellite-empire-market-place-tracking-stock-idea-goes-into-retirement-gm.html>, E.T. 28.02.2021.

Türkiye Finansal Raporlama Standartları 3 İşletme Birleşmeleri EK A ([https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/Turkiye%20Muhasebe%20Standartları/TMSTFRS2018Seti/TFRS/TFRS\\_3\\_2018.pdf](https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/Turkiye%20Muhasebe%20Standartları/TMSTFRS2018Seti/TFRS/TFRS_3_2018.pdf), E.T.: 12.06.2022).

Rekabet Kurumu, Terimler Listesi, Platform Ekonomileri, (<https://www.rekabet.gov.tr/tr/Sayfa/yayinlar/rekabet-terimleri-sozlugu/terimler-listesi?icerik=462fd214-1178-4b46-996a-8e7278249b2e>, E.T. 06.06.2021).

***Mahkeme Kararları***

In re Staples, Inc., 792 A.2d 934 (Del. Ch. 2001)  
(www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022).

Klang v. Smith's Food and Drug Centers, Inc., 702 A. 2d 150 (Del. 1997)  
(www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022).

Solomon v. Armstrong 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999)  
(www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022).

Solomon v. Armstrong, 747 A. 2d 1098 (Del. Ch. 1999)  
(www.westlaw.com, E.T.: 16.06.2022).

Yarg. 13. HD., T. 22.10.2007, E. 2007/9800 K. 2007/12239  
(www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

Yarg. HGK., T. 02.04.2014, E. 2013/1048 K. 2014/430  
(www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

Yarg. 11. HD., T. 07.07.2015, E. 2014/15813 K. 2015/8851  
(www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

Yarg. 11. HD., T. 28.04.2015, E. 2015/994 K. 2015/5904  
(www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).

Yarg. 11. HD., T. 14.05.2019, E. 2017/4546 K. 2019/3753  
(www.lexpera.com.tr, E.T.: 16.06.2022).