

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ANONİM ŞİRKETLERDE GÖLGE PAY (PHANTOM STOCK)
SÖZLEŞMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Gizem KÜÇÜK

Ankara, 2025

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ANONİM ŞİRKETLERDE GÖLGE PAY (PHANTOM STOCK)
SÖZLEŞMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Gizem KÜÇÜK

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Murat GÜREL

Ankara, 2025

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ANONİM ŞİRKETLERDE GÖLGE PAY (PHANTOM STOCK) SÖZLEŞMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Murat GÜREL

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

1-Prof. Dr. Aynur YONGALIK

2-Doç. Dr. Murat GÜREL

3-Dr. Öğr. Üyesi İbrahim BEKTAŞ

Tez Savunması Tarihi

22.05.2025

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE,

Doç. Dr. Murat GÜREL danışmanlığında hazırladığım “Anonim Şirketlerde Gölge Pay (Phantom Stock) Sözleşmesi (Ankara, 2025)” adlı yüksek lisans tezimdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

03.06.2025

Gizem KÜÇÜK

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışması, TÜBİTAK tarafından 2210-A Yurt İçi Yüksek Lisans Burs Programı kapsamında elde edilen burs ile tamamlanmıştır. Kuruma bu tez çalışmasındaki destekleri için teşekkürlerimi arz ederim.



İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR CETVELİ.....	vii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETLERDE GÖLGE PAY SÖZLEŞMESİNİN TEMEL ESASLARI

I. Gölge Pay Sözleşmesinin Tanımı ve İlgili Kavramlar	4
A. Gölge Pay Sözleşmesi.....	4
B. İlgili Kavramlar	8
1. Genel Olarak.....	8
2. Gölge Pay Planı	8
3. Gölge Pay.....	10
4. Tahsis Tarihi ve Tahsis Değeri	12
5. Hak Kazanma Dönemi ve Hak Kazanma Tarihi	15
6. Değerleme Tarihi	16
7. Dönüştürme Tarihi.....	19
8. İfa Zamanı.....	19
9. Mali Hakkın Kaybedilmesine Yol Açan Sebepler ve Mali Hakkın Kaybedilmesine Yol Açan Sebeplerin Ortadan Kalkması.....	22
10. İstirdat Hükümleri.....	25
II. Hukuk Düzenlerindeki Yeri ve Tarihçesi	27
A. Türk Hukuku.....	27
B. ABD Hukukunda	29
III. Terminoloji Sorunu.....	30
A. Sorunun Ortaya Konulması	30
1. Kavramı Karşılıklı Amacıyla Kullanılan Terimler	30
a) Genel Olarak.....	30
b) ABD Hukukunda	30
c) Türk Hukukunda.....	32
2. Kullanılan Terimlerin Sebep Olduğu Olumsuzluklar.....	33
a) Terim-Kavram Uyumsuzluğu Yaratması	33
(1) Pay/Hisse Terimi	33
(2) Opsiyon Terimi.....	34

b) Muhataplarında Olumsuz İntiba Yaratması.....	35
c) Kavram Karmaşasına Sebep Olması	35
B. Terim Önerisi.....	36
IV. İşlevleri	37
A. Genel Olarak.....	37
B. Ekonomik İşlev	38
1. Nitelikli İş Gücünü Elinde Tutarken Maliyet Unsurunu Ötelemek.....	38
2. Hak Sahibinin Malvarlığında Azaltıcı Etki Doğurmamak	39
C. Sosyal İşlev	40
1. Şirket Başarısını Artırmak Konusunda Teşvik Sağlamak ve Bu Başarıyı Ödüllendirmek	40
2. Şirket Menfaatleri ile Doğrudan Bağ Kurmak.....	41
D. Hukuki İşlev.....	42
1. Şirket Düzenini Korumak	42
2. Usuli Yükü Engellemek.....	45
E. Diğer İşlevler	46
V. Benzer Sonucu Doğuran Kavramlarla Karşılaştırılması.....	49
A. Genel Olarak.....	49
B. İntifa Senetleri	49
1. Adi ve Kurucu İntifa Senedi	49
2. Katılma İntifa Senedi	53
C. İşçilere Özel Pay Opsiyonu/Opsiyon Sözleşmesi.....	56
D. Kazanç Payı	58
E. Pay Üzerinde İntifa Hakkı	61
F. Pay Benzeri Menkul Kıymetler	62

İKİNCİ BÖLÜM

GÖLGE PAY SÖZLEŞMESİNİN TEMEL YAPISI VE KURULUŞU

I. Temel Yapı	66
A. Unsurlar	66
1. Genel Olarak.....	66
2. Olumlu Unsur	66
a) Gölge Pay Sağlanması	66
(1) Tahsis Aşaması	66
(2) Unsurları	68
(a) Kurgusallık	68
(i) Nakdi Değersizlik	68

(ii) Devredilemezlik.....	69
(b) Sınırlı Özdeşlik	70
b) Mali Hak Sağlanması.....	71
(1) Kavram	71
(2) Türleri	73
(3) Koşula Bağlılık	76
c) Hizmet Karşılığını Oluşturması.....	79
3. Olumsuz Unsur	80
B. Özellikler	85
1. Esneklik	85
2. Uzun Vadeye Bağlılık.....	86
3. Korporatif Etki Doğurmama.....	87
4. Malvarlığının Korunması İlkesi ile Sıkı İlişki İçerisinde Olması.....	92
II. Kuruluş	100
A. Taraflar	100
1. Taraf Sıfatını Haiz Olabilen Kişiler.....	100
a) Gölge Pay Sahibi	100
b) Gölge Pay Sağlayan.....	104
2. Taraflar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği	107
a) Genel Olarak.....	107
b) Gölge Pay Sözleşmesinin Hizmet Görülen Şirket-Gölge Pay Sahibi Arasında Akdedilmesi Halinde	108
(1) İfanın Nakit Ödeme Şeklinde Gerçekleştirilmesinin Öngörüldüğü Haller.....	108
(a) Sonuca Katılma Unsuru	108
(b) Sonuca Katılma Unsurunun Sağladığı Hukuki Nitelik.....	110
(c) İş Görme Unsuru ve Bu Unsurun Sağladığı Hukuki Nitelik	117
(2) İfanın Pay Temini Şeklinde Gerçekleştirilmesinin Öngörüldüğü Haller	118
c) Gölge Pay Sözleşmesinin Pay Sahipleri/Diğer Şirketler- Gölge Pay Sahibi Arasında Akdedilmesi Halinde	122
B. Şekil.....	123
C. Dayanak Yetki	127
1. Genel Olarak.....	127
2. Esas Sözleşme Kaydı.....	128
a) Zorunlu Kayıt.....	128
(1) Uygulanacak Hükmün Tespiti	128
(2) Zorunluluk Olup Olmadığının Değerlendirilmesi	130
b) İhtiyari Kayıt.....	133

3. Organ Kararı	138
a) Genel Olarak	138
b) Yönetim Kurulu Üyeleri	138
(1) Yetkili Organ	138
(2) Yetki Devri Yasağı	139
(3) Toplantı ve Karar Yeter Sayısı	141
(4) Oydan Yoksunluk	141
(a) Genel Kurul Toplantısı	141
(b) Yönetim Kurulu Toplantısı	143
c) Yöneticiler ve İşçiler	143
(1) Yetkili Organ	143
(2) Yetki Devri	145
(3) Toplantı ve Karar Yeter Sayısı	148

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GÖLGE PAY SÖZLEŞMESİNDE İFA

I. İfa Koşulları	149
A. Genel Olarak	149
B. Süreye Dayalı Koşullar	152
C. Performansa Dayalı Koşullar	155
D. Şirketin Yapısal Durumuna Dayalı Koşullar	158
E. İş Görme Sözleşmesinin Son Bulma Şekline Dayalı Koşullar	162
F. Kâr Dağıtılmasına Dayalı Koşullar	165
1. Genel Olarak	165
2. Dağıtılabılır Kârın Olması	167
3. Genel Kurul Kararı	168
II. İfanın Tarafları	169
A. İfa Borçlusu	169
B. İfa Alacaklısı	170
III. İfa Konusu	172
A. Edim Türleri	172
1. Nakdi Ödeme	172
2. Pay Temini	173
a) Dönüştürme İşlemi	173
b) İfa Şekli	175
(1) Pay Devri	175

(2) Sermaye Artırımı	181
(a) Uygulanacak Sermaye Artırım Türü	181
(b) Sermaye Artırımına Başvurulabilmesine İlişkin Ön Koşullar	183
(c) Sermaye Artırım Usulü	187
c) Pay Bedeli	195
(1) Gölge Pay Sözleşmesini İşlevsizleştirme Tehlikesi	195
(2) İşlevsizliğin Bertaraf Edilmesine Uygun İşlemler	197
(a) Finansal Destek	197
(b) Alacak Hakkının Sermaye Olarak Getirilmesi	200
(3) İşlevsizliğin Bertaraf Edilmesine Uygun Olmayan İşlem	201
3. Gölge Pay Temini	202
B. Düzenlenme Şekilleri	203
1. Karma Düzen	203
2. Seçimlik Düzen	204
IV. İfa Tutarı	207
A. Genel Olarak	207
B. Gölge Pay Değerinin Hesaplanması	207
1. Değer ve Değerleme Kavramları	207
2. Referans Alınan Değer	209
3. Değer Türleri	213
4. Değerleme Zamanı	217
C. Gölge Pay Sayısının Hesaplanması	219
D. Gölge Payın Şirket ve Payda Meydana Gelen Değişikliklere Uyarlanması	220
E. Nihai İfa Tutarının Hesaplanması	224
1. Payın Değerini Talep Hakkı	224
a) Tam Değer Alacağı	224
b) Değer Artış Alacağı	225
2. Kârdan Pay Alma Hakkı	226
V. İfa Zamanı	232
SONUÇ	237
KAYNAKÇA	247
ÖZET	290
ABSTRACT	291

KISALTMALAR CETVELİ

A.G.	Aktiengesellschaft
A.Ş.	Anonim Şirket
A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği	Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik
ABD	Ankara Barosu Dergisi
aşağ.	Aşağıda
AÜEHFD	Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi
AÜHFD	Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
Bakanlık	Ticaret Bakanlığı
BATİDER	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BAÜHFD	Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
BBLJ	Berkeley Business Law Journal
Bkz.	Bakınız
BMEYD	Banka- Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi
BÜHFD	Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
C.	Cilt
C.B.	Cumulative Bulletin
Cal. Code Regs.	California Code of Regulations
Cal. Lab. Code	California Labor Code
Case W. Rsrv. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CEO	Chief Executive Officer
CFR	The Code of Federal Regulations

CO Rev. Stat.	Colorado Revised Statutes
Co.	Company
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
Çev.	Çeviren
D.	Dönem
DC Code	District of Columbia Code
DEÜHFD	Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
Devlet Memurları Kanunu	657 sayılı Devlet Memurları Kanunu
DİK	2886 sayılı Devlet İhale Kanunu
dn.	Dipnot
DÜHFD	Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
E.	Esas
E.T.	Erişim Tarihi
EBYÜ-HFD	Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
Edr.	Editörler
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
eSPK	2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
eTTK	6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu
F. Supp.	Federal Supplement
FMLA/CFR	Family and Medical Leave Act
FMV	Fair Market Value (Adil Piyasa Değeri)
Ga.	Georgia Reports
GİPAD	Girişimcilik İnovasyon ve Pazarlama Araştırmaları Dergisi

GPD	Gölge Pay Değeri
GPP	Gölge Pay Planı
GSÜHFD	Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakóltesi Dergisi
GÜHFD	Gazi Üniversitesi Hukuk Fakóltesi Dergisi
HBV-HFD	Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakóltesi Dergisi
HD	Hukuk Dairesi
HGK	Hukuk Genel Kurulu
HHFD	Hacettepe Hukuk Fakóltesi Dergisi
HMK	6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
IMF	International Monetary Fund
Inc.	Incorporated
IRS/USC	Internal Revenue Code
İHFM	İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakóltesi Mecmuası
İİK	2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu
İzin Tebliği	Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ
Jr.	Junior
K.	Karar
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
LHD	Legal Hukuk Dergisi
LLC	Limited Liability Company
m.	Madde
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu

MÜHF-HAD	Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
Mük.	Mükerrer
N./No.	Numara
N.J. Stat.	New Jersey Statutes
Nat.	National
Ohio St.	Ohio State Reports
OGÜİİBFD	Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Yabancı Personel İstihdamı Yönetmeliği	Doğrudan Yabancı Yatırımlarda Yabancı Uyruklu Personel İstihdamı Hakkında Yönetmelik
RG	Resmî Gazete
S.	Sayı
s.	Sayfa
S. Rpt No.	Senate Report Number
S.D. Tex.	Southern District of Texas
SİHD	Sicil İş Hukuku Dergisi
SMU Law Review	Southern Methodist University Law Review
SPK	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.	Tarih
TAAD	Türkiye Adalet Akademisi Dergisi
TBK	6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TFM	Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi
Tit.	Title
TMK	4721 sayılı Türk Medeni Kanunu

TMS 24 Hakkında Tebliğ	İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 24) Hakkında Tebliğ
TSY	Ticaret Sicil Yönetmeliği
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
U.S.	United States
v.	Versus
VÖNG	Vergi Öncesi Net Gelir
VUK	213 sayılı Vergi Usul Kanunu
Wis. 2d.	Wisconsin Reports, Second Series
WP	Working Paper
yuk.	Yukarıda

GİRİŞ

Günümüzde şirketler, yalnızca pay sahiplerinin menfaatini gözeten yapılar olmaktan çıkmış ve yöneticilerin, yönetim kurulu üyelerinin, çalışanların da ekonomik menfaatlerini temin eden çok aktörlü bir yapı haline gelmiştir. Bu değişim, klasik mali hak sağlama yöntemlerinden uzaklaşılmasını ve pay sahipleri dışındaki kişilerin de şirket ile bağ kurmalarını sağlamaya yönelik çeşitli araçların kullanılmasını zorunlu kılmıştır. Bu da pay bazlı mali hak sağlama yöntemlerinin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Ancak bu kişilere pay temin etmek, pay sahiplerinin menfaatleri ile çatıştığından aynı sonucu pay sahiplerinin menfaatlerini ihlal etmeden sağlamaya yönelik yeni yöntemlere ihtiyaç duyulmuştur. Gölge pay sözleşmeleri, şirket ve pay performansı üzerinden pay sahipliği sıfatı kazandırmaksızın pay sahipliğinin sağladığı ekonomik menfaatlere benzer bir konum yarattığından pay bazlı mali hak sağlama yöntemlerine alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Bu özgün yöntem ABD hukukunda doğmuş ve giderek Kıta Avrupası'na yayılmıştır. Ancak söz konusu yöntemin bu hukuk sistemlerinde yaygınlaşması, 1990'lardan itibaren kademeli bir şekilde gerçekleşmiştir. Türk hukukunda girişim şirketlerinin yaygınlaşması ile ivme kazanan gölge pay sözleşmeleri, öğretide sınırlı bir yer bulmuş ve fakat yargı kararlarına konu olmamıştır. Dolayısıyla gölge pay sözleşmeleri, Türk hukuku bakımından büyük oranda belirsiz bir kavramdır.

Gölge pay sözleşmeleri, şirket veya pay değerine ya da paylara isabet eden kâr payı tutarına endeksli olarak ve tahsis edilen farazi paylar üzerinden yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere ve işçilere mali hak sağlanmasını konu almaktadır. Bir anlamda farazi olarak pay sahipliği konumunun ekonomik kopyası yaratılmaktadır. Her ne kadar korporatif düzlemde bir etki yaratmasa da gölge pay sözleşmeleri, şirketler hukuku ile yakın ilişki içerisindedir. Özellikle malvarlığının korunması ilkesi, sözleşmenin kurulması ve ifası aşamaları birçok belirsizlik barındırmaktadır. Bu sözleşmenin şirket yapısı içerisindeki yeri, malvarlığının korunması ilkesi karşısındaki konumu, sağladığı

haklar, pay sahipliği sıfatı doğurup doğurmadığı, ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilme şekli gibi birçok soru, henüz Türk hukukunda açık bir şekilde cevaplandırılmış değildir. Bu çalışma, anılan soruları hedef alarak Türk hukuk öğretisine katkı sunmayı hedeflemektedir. Ancak çalışma konusunun birçok hukuk disiplini ile ilgilendiren geniş boyutu sebebiyle kapsamının şirketler hukuku ile sınırlandırılması gerekli görülmüştür. Dolayısıyla iş hukuku, borçlar hukuku, milletlerarası özel hukuk disiplinlerine özgü sorunlar bu çalışmada incelenmeyecektir. Anonim şirketler hukukunun halka kapalı ve halka açık şirketler açısından farklı boyutları olması ve bir anlamda bu şirket türlerinin iki farklı hukuk disiplini oluşturması sebebiyle çalışmanın hacmini artırmamak amacıyla yalnızca esas sermaye sistemini benimseyen halka kapalı şirketler açısından bir inceleme gerçekleştirilecektir. Bununla birlikte sorunlar, özel kanunlara tabi olan şirket tipleri (*örneğin bankalar, finansal kiralama şirketleri gibi*) açısından ayrı bir inceleme konusu yapılmayacak ve çalışma, TTK¹ hükümleri özelinde halka kapalı şirketler üzerine oluşturulacaktır. Çalışmanın Türk hukuku açısından uygulama ve öğreti birliğini sağlayabilmek adına ABD hukukuna tabi şirketler tarafından uygulanan gölge pay sözleşmeleri ve gölge pay planlarından temin edilen hükümler ile ABD hukukundaki akademik çalışmalar birlikte ele alınacaktır. Türk hukukundaki uygulama örneği ve akademik çalışma sayısının sınırlı olması sebebiyle ABD hukuku ile karşılaştırmalı bir inceleme yapılmaya çalışılacaktır.

Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde gölge pay sözleşmesinin Türk hukukuna tanıtılması amaçlanmıştır. Bu bölümde gölge pay sözleşmelerinin hukuk düzenlerindeki yeri ve tarihçesi, amaçları açıklanacak; Türk hukukunda hali hazırda kullanılan ve benzer sonuçları doğuran birtakım kavramlarla karşılaştırması yapılacaktır. Nihayetinde Türk hukuku bakımından yeni bir kavram olan gölge pay sözleşmelerine ilişkin uygulama ve öğreti ekseninde terminolojik problemler, ABD hukuku da esas

¹ RG, 14.02.2011, S. 27846.

alınarak değerlendirilecektir. İkinci bölüm ise gölge pay sözleşmesinin temel yapısı ile kuruluşuna ayrılacaktır. Bu bölümde uygulamadan temin edilen örneklerden de yararlanılarak sağladığı haklar ile özellikleri ekseninde gölge pay sözleşmesinin temel yapısı hakkındaki belirsizlik giderilmeye çalışılacaktır. Daha sonra gölge pay sözleşmesinin tarafları, şekli ve kuruluşu için şirket içinde gerçekleştirilmesi gereken işlemler incelenecektir. Üçüncü bölüm ise bu sözleşme ile tanınan mali hakların ifasına ayrılacak ve ifanın kim tarafından gerçekleştirileceğı, ifa konusunu hangi edimin oluşturacağı, ifa tutarının hesaplanma şekli ile ifanın ne zaman gerçekleştirileceğı konularına temas edilmeye çalışılacaktır. Çalışma, tespit ve önerilerimizi içeren sonuç bölümü ile sona erdirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETLERDE GÖLGE PAY SÖZLEŞMESİNİN TEMEL ESASLARI

I. Gölge Pay Sözleşmesinin Tanımı ve İlgili Kavramlar

A. Gölge Pay Sözleşmesi

Uzun vadeli kazanç sözleşmesi olarak nitelendirilebilecek gölge pay sözleşmesi² (*phantom stock agreement*)³, gölge pay sahibinin hizmetleri karşılığında⁴ sağlanan gölge pay ile bunun üzerinden hesaplanan⁵ mali hakların dayanağını oluşturan ve dolayısıyla her iki tarafa borç yükleyen karakterde bir hukuki işlemdir⁶. Tipik bir gölge pay

² Bu yönde bkz. **GARNER**, Brian A.: “Phantom Stock Plan”, Black Law Dictionary, St. Paul 2015, s. 971.

³ Gölge pay sözleşmesinin genel yapısına dair uygulama örneği için bkz. “Bu sözleşme; gölge pay menfaatini plan uyarınca düzenler. Her gölge pay, burada belirtilen performans ve hizmet koşullarının yerine getirilmesine ve sözleşmede yer alan diğer hüküm ve koşullara bağlı olarak payla ilgili sözleşmesel bir hakkı temsil eder. Hak sahibine [] adet süreye bağlı gölge pay (‘Süreye Bağlı Gölge Pay’) ve [] adet performansa bağlı gölge pay (‘Performansa Bağlı Gölge Pay’) tahsis edilir. Bu sözleşmenin amaçları doğrultusunda ‘planlanan hak kazanma tarihi’, (i) [] ve (ii) şirketin 30 Eylül [] tarihinde sona eren mali yılı için form 10-K yıllık raporunu sunduğu tarihten erken olanı anlamına gelir... Komitenin kontrol değişikliğinin gerçekleşmesini takiben ödenebilir hâle gelen gölge payların nakit ödeme ile ifasına karar vermemesi hâlinde söz konusu gölge paylar, pay (veya madde 7 uyarınca yapılan bir uyarılama veya bu menfaatin bir halefi şirket tarafından üstlenilmesi sebebiyle gölge payların ilgili olduğu diğer özkaynaklar) ile ifta edilir. Komitenin gölge payların nakit olarak ödenmesine karar vermesi halinde ödenecek nakit tutar için bir payın (veya madde 7 uyarınca yapılan bir uyarılama sebebiyle gölge payların ilgili olduğu diğer herhangi bir öz sermayenin) gölge paylar üzerinde mali hak kazanıldığı tarihteki adil piyasa değeri esas alınır... Gölge paylar, hak sahibine ifa sözleşme hükümlerine uygun olarak pay karşılığı yapılmadıkça ve yapılamaz kadar, hak kazanılmış olsun ya da olmasın, herhangi bir kâr payı veya kâr payı eşdeğeri alma veya bunları avans olarak elde etme ya da paya ilişkin oy hakkı dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere pay sahibi olarak bir hak vermez.” **IES HOLDINGS INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁴ Bu yönde bkz. **LEVAL**, Pierre N./**SCHULZE**, Richard P. Jr. (Edr.): “Phantom Stock Plans”, Harvard Law Review, C. 76, S. 3, 1963, s. 627; **LEE**, Julie Y./**CRAWFORD**, W.E./**GRATIAS**, P.O.: “Deferred Compensation in the Wake of the 1986 Federal Budget”, Canadian Tax Journal, C. 34, S. 2, 1986, s. 441; **ROSEN**, Corey: “Basic Issues in Plan Design”, Beyond Stock Options, Oakland 2005, s. 10.

⁵ Bu yönde bkz. **CHEEKS**, James: How to Compensate Executives, Homewood 1982, s. 79; **KAY**, Ira T.: CEO Pay and Shareholder Value: Helping the U.S. Win the Global Economic War, Florida 1997, s. 133.

⁶ Gölge payın sözleşmesel kaynaklı olduğu yönünde bkz. **SAMPSON**, D. Kyle: “The Fiduciary Duties of Corporate Directors to ‘Phantom’ Stockholder”, The University of Chicago Law Review, C. 62, S. 3, 1995, s. 1286-1287; **SNARR**, Brian B.: “International Phantom Stock”, Equity-Based Compensation for Multinational Corporations, Oakland 2000, s. 159; **MELBINGER**, Michael S.: Executive Compensation, Chicago 2004, s. 150; **DRAKE**, Dwight: Business Planning: Closely Held Enterprises, St. Paul 2011, s. 453; **MOYNIHAN**, Daniel: “Long-Term Incentive Compensation in Private Companies and Business Units”, Understanding Executive Compensation, Arizona 2012, s. 89; **GÜNAY**, Yavuz Selim: Hukuki Yönleriyle Girişimciliğin Finansmanı ve Girişim Sermayesi (Venture Capital), İstanbul 2024, s. 103. Ayrıca bkz. “Gölge sermaye, genellikle kabul edildiği üzere, işverenin sermayesinin ekonomik özelliklerini taşıyan teminatsız bir sözleşmesel haktır.” H Control Holdings LLC et al. v. Antin Infrastructure Partners S.A.S. et al., Court of Chancery of the State of Delaware, 2023-0283-KSJM, 29.05.2023 (Justia, E.T. 21.04.2025).

sözleşmesinin işleyişi şu şekildedir: Tahsis tarihi itibarıyla⁷ belirli işçilere, yöneticilere veya yönetim kurulu üyelerine⁸ şirket paylarının kurgusal bir kopyasını oluşturan birimler⁹ veya diğer bir anlatımla farazi paylar¹⁰ tanınır. Şirket payları ile belirli yönlerden benzer karakteristiğe sahip olan¹¹ ve gölge pay olarak da adlandırılan bu birimler karşılığında nakdi bir bedel talep edilmez¹². Daha sonra hak kazanma koşullarının gerçekleşmesinin beklendiği hak kazanma dönemi¹³ başlar. Hak kazanma koşullarının gerçekleşmesi ile payın değerini talep hakkı ve/veya kârdan pay alma hakkı olarak adlandırılabilir¹⁴ asıl ücrete ek nitelikteki mali hak(lar) doğar¹⁵. Mali hakların doğması sonrasında ise bu hakların değerinin tespiti aşaması başlar. Buna göre değerlendirme tarihi¹⁶ itibarıyla mali hakların değerinde esas alınacak gölge payın değeri ve şirketin kâr

⁷ Tahsis tarihi hakkında bkz. aşağı. Birinci Bölüm, I, B, 4.

⁸ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

⁹ Bu yönde bkz. **SCHUSTER**, Jay: Management Compensation in High Technology Companies, Lexington 1984, s. 95; **FRISCH**, Robert A.: ESOP: The Ultimate Instrument in Succession Planning, New York 2001, s. 234; **BRISCOE**, Dennis/**SCHULER**, Randall/**TARIQUE**, Ibraiz: International Human Resource Management, New York 2012, s. 305.

¹⁰ Bu yönde bkz. **SHERMAN**, Bruce Leslie: Executive Compensation in U.S. Business Firms, The School of Government and Business Administration of the George Washington University, Unpublished Master Thesis, Washington 1972, s. 42; **KANUNGO**, Rabindra N./**MENDONCA**, Manuel: Compensation: Effective Reward Management, Toronto 1997, s. 239; **JOHNSON**, Claude E./**LIFESHEY**, Deborah: "Employment Agreements", Executive Compensation, San Diego 2004, s. 321; **JAMISON**, Robert W.: S Corporation Taxation, Chicago 2007, s. 75; **MARTOCCHIO**, Joseph J.: Employee Benefits, New York 2011, s. 362; **POZA**, Ernesto J./**DAUGHERTY**, Mary S.: Family Business, Ohio 2014, s. 407; **DALTON**, Michael A./**DALTON**, James F.: Retirement Planning and Employee Benefits, Los Angeles 2017, s. 654.

¹¹ Bu yönde bkz. **EISENBERG**, Melvin Aron: Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials, New York 2000, s. 663; **RYTERBAND**, Daniel J.: "Executive Stock Options", Executive Compensation, San Diego 2004, s. 84. Ancak öğretilerde gölge payın pay ile eşdeğer özellikler gösterdiği yönünde açıklamalara da yer verilmektedir. Bu yönde bkz. **OVERMAN**, Dean L.: "Registration and Exemption from Registration of Employee Compensation Plans Under the Federal Securities Laws", Vanderbilt Law Review, C. 28, S. 3, 1975, s. 461; **DEFUSCO**, Richard A./**ZORN**, Thomas S./**JOHNSON**, Robert R.: "The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making", Financial Management, C. 20, S. 1, 1991, s. 38; **DEMİRKAN**, Senem: Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999, s. 13; **RİFAAT**, Sarah Y.: "It's Payback Time or Is It: An Argument to Apply Universal Heightened Standards to All Employee Stock-Based Individual Account Programs in the Post-Enron Era and Why Sarbanes-Oxley's Preventive Measures do not Adequately Protect Employee Investor Interests", Pepperdine Law Review, C. 32, S. 3, 2005, s. 682.

¹² Bu yönde bkz. **MOYNIHAN**, s. 89-90.

¹³ Hak kazanma dönemi hakkında bkz. aşağı. Birinci Bölüm, I, B, 5.

¹⁴ Bu mali haklar konusunda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 1, b, 2.

¹⁵ Hak kazanma koşullarının mali hakların doğuşunu sağladığı yönünde bkz. **RAY**, George E./**WILLIAM**, Bret N.: Financial Incentives for Corporate Executives: Wealth-Building Programs and Techniques, New Jersey 1976, s. 172; **ALDEN**, Judith E./**AKRESH**, Murray S.: "Using Equity to Compensate Executives", Executive Compensation, Washington 2002, s. 100; **MELBINGER**, s. 157; **BUCKWOLD**, Bill/**KITUNEN**, Joan: Canadian Income Taxation Planning and Decision Making, Ontario 2016, s. 100.

¹⁶ Değerleme tarihi hakkında bkz. aşağı. Birinci Bölüm, I, B, 6.

performansının¹⁷ tespiti yapılır. Tespitin şirketle ilgili mali göstergeler (*şirket değeri, pay değeri, kâr payı alacağı gibi*) üzerinden yapılması¹⁸ sebebiyle mali hakların değeri de şirket paylarına endeksli olarak hesaplanır¹⁹. Bu şekilde hesaplanan mali hakların değeri, tarafların anlaşmasına göre vadeye bağlı olarak veya vade olmaksızın²⁰ ifa alacaklısına ödenir. Bu ödeme, nakdi şekilde ve/veya istisnaen²¹ de olsa dönüştürme işlemi²² ile bu değer kaç adet paya denk olduğu tespit edilerek²³ o sayıda payın ifa alacaklısına temini suretiyle yapılır²⁴. Bu sayede kişiler, ifa konusunu payın oluşturduğu haller saklı olmak

¹⁷ Mali hakların değerinin gölge pay değeri ile şirketin kâr payı performansı üzerinden belirlendiği yönünde bkz. MENDELSON, Littler: National Employer, C. 3, New York 2008, s. 1848.

¹⁸ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2.

¹⁹ Bu yönde bkz. MCDANIEL, Paul R./MCMAHON, Martin J. Jr./SIMMONS, Daniel L./ABREU, Alice G.: Federal Income Taxation: Cases and Materials, New York 2004, s. 920.

²⁰ Bu yönde bkz. ALDEN/AKRESH, s. 100.

²¹ Gölge pay sözleşmesinin genellikle nakdi ödemeye dayalı olarak düzenlendiği yönünde bkz. BACHELDER, Joseph E. III.: "Executive Compensation after the Tax Reform Act of 1969", Taxes-The Tax Magazine, C. 48, S. 11, 1970, s. 673; KONZ, Gerald K.: "Phantom Stock Compensation Plans", Taxes-The Tax Magazine, C. 56, S. 6, 1978, s. 322; SCHUSTER, s. 96; KROLL, Arthur H.: Compensating Executives: Drafting and Managing Tax-Advantaged Arrangements, Chicago 1998, s. 59; RAY, Russ: "Phantom Stock: Deferred Compensation without Ownership", Journal of Deferred Compensation, C. 7, S. 1, 2001, s. 31; MELBINGER, s. 6; MORRISON, Helen H./BUBNOVICH, Nick/STRUVE, Robin: "Phantom Stock and Stock Appreciation Rights", Beyond Stock Options, Oakland 2005, s. 44; BLACHMAN, Gary D.: "Phantom Stock Plans: Are They Really That Spooky?", Employee Benefit Plan Review, C. 78, S. 1, 2024, s. 14. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. "Her bir gölge pay, bir payın gölge pay üzerinde mali hak kazanıldığı ve kaybedilemez hale geldiği tarihteki adil piyasa değerinin hak sahibine ödenmesi suretiyle (madde 10'a göre stopaja tabi olarak) itfa edilecektir." MARVEL ENTERTAINMENT INC.: Performance-Based Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10, 30.09.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

²² Dönüştürme işlemi hakkında bkz. aşağı. Birinci Bölüm, I, B, 7.

²³ Bu tespit için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, a.

²⁴ Gölge pay sözleşmesinde ifanın nakdi ödeme ve/veya şirket paylarının temini suretiyle gerçekleşebileceği yönünde bkz. BACHELDER, s. 673; KONZ, s. 322; SCHUSTER, s. 96; CARY, William L./EISENBERG, Melvin Aron: Cases and Materials on Corporations, Westbury 1995, s. 477; KROLL, s. 60; OVERTON, Bruce: Executive Compensation Answer Book, New York 1998, s. 7:20; ALDEN/AKRESH, s. 100; SMILEY, Robert W. Jr./GILBERT, Ronald J./BINNS, David M./LUDWIG, Ronald L./ROSEN, Corey M.: Employee Stock Ownership Plans: ESOP Planning, Financing, Implementation, Law and Taxation, C. 2, La Jolla 2007, s. 33-23; ROSEN, Corey: "Phantom Stock and SARs in S Corporation ESOP Companies", S Corporation ESOPs, Oakland 2008, s. 140; LITTELL, David A./TACCHINO, Kenn Beam/SCHNEIDER, Paul J.: Planning for Retirement Needs, Bryn Mawr 2009, s. 16.31; WILLIAM, T. Allen/KRAAKMAN, Reinier: Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, New York 2016, s. 346, dn. 2. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. "Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, sahipleri tarafından madde 5'e uygun olarak nakde, paya veya her ikisine birden dönüştürülebilir." SANDERSON FARMS INC.: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

üzere pay temini²⁵ veya bu yönde bir taahhüt olmaksızın²⁶ ve buna bağlı olarak paydan kaynaklanan hak ve imtiyazları elde etmeksizin²⁷ paya bağlı ekonomik menfaatler edinir²⁸. Diğer bir anlatımla gölge pay sözleşmesi, çoğunlukla pay yerine bu payların değerine dayalı bir prim sağlar²⁹. Mali hakların değerinin paya dönüştürülmesi halinde ise bu sonuçlar, ifa tarihine kadar olan dönemde meydana gelir³⁰. İfa tarihi ile birlikte ise pay temini gerçekleştiğinden bu andan itibaren gölge pay sözleşmesi üzerinden değil, pay üzerinden ekonomik menfaatler elde edilir. Kanaatimizce mali hakların pay temini suretiyle ifası, gölge pay sözleşmesinin işçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesine (*employee stock option/option agreement*)³¹ yaklaşmasını sağlamakta ve bu sözleşmenin özgün karakterini zedelemektedir.

Özetle gölge pay sözleşmesi ile farazi bir senaryo oluşturulmaktadır. Buna göre hak sahipleri; pay sahibi olarak³², hak sahiplerine sağlanan kurgusal birimler de pay

²⁵ Bu yönde bkz. **SCHUSTER**, s. 104; **CLARK**, Robert Charles: Corporate Law, Boston 1986, s. 208; **ROSE**, Michael D./**CHOMMIE**, John C.: Federal Income Taxation, St. Paul 1988, s. 288; **GOMEZ-MEIJIA**, Luis R./**WENBOURNE**, Theresa M.: "Strategic Design of Executive Compensation", Compensation and Benefits, Washington 1989, s. 3-256; **KAY**, CEO Pay, s. 133; **HAMILTON**, Robert W.: Cases and Materials on Corporations, St. Paul 1998, s. 772; **FRISCH**, s. 234; **SCHNEIDER**, Paul J.: Executive Compensation, Bryn Mawr 2011, s. 2.69; **LENER**, Josh/**HARDTMON**, Felda/**LEAMON**, Ann: Venture Private Capital Equity, New Jersey 2012, s. 549.

²⁶ Bu yönde bkz. **CORNWALL**, Jeffrey R./**VANG**, David O./**HARTMAN**, Jean M.: Entrepreneurial Financial Management: An Applied Approach, New York 2016, s. 188.

²⁷ Bu yönde blz. **ALDEN/AKRESH**, s. 100; **MELBINGER**, s. 154.

²⁸ Bu yönde bkz. **LEVAL/SCHULZE**, s. 619; **BECKER**, Benjamin M./**TILLMAN**, Fred: The Family Owned Business, Chicago 1978, s. 86; **KONZ**, s. 320; **KUBICZKY**, Stephen: "Executive Benefit Programs in Corporate Acquisitions and Dispositions", Real Property, Probate and Trust Journal, C. 20, S. 4, 1985, s. 1060; **MILLER**, Alan: "Executive Compensation", Corporate Controller's Manual, Boston 1987, s. 29A-8; **SAMPSON**, s. 1275; **MUIR**, Dana: "Groundings of Voice in Employee Rights", Vanderbilt Journal of Transnational Law, C. 36, S. 2, 2003, s. 493; **LEVITT**, Harry/**GARDINER**, Bill: "Phantom Stock Plans: A Viable Alternative to Restricted Stock?", Compensation & Benefits Review, C. 36, S. 4, 2004, s. 19; **MELBINGER**, s. 154; **BRISCOE/SCHULER/TARIQUE**, s. 305; **MOYNIHAN**, s. 89.

²⁹ Bu yönde bkz. **MELBINGER**, s. 150.

³⁰ Bu husus, sözleşmelerde de açıkça vurgulanmaktadır. Birçokları yerine bkz. "Gölge paylar, pay cinsinden bir ödeme için teminatsız ve finanse edilmemiş bir hakkı temsil eder. Bu hak, sözleşme ve planda belirtilen hüküm, koşul ve kısıtlamalara tabidir. Buna göre yönetim kurulu üyesi, gölge paylar üzerinde mali hak kazanılana ve varsa paylar şirket tarafından ihraç edilene ve komite tarafından seçilen bir devir acentesi veya başka bir saklama kuruluşu nezdinde yönetim kurulu üyesinin hesabına yatırılana kadar gölge pay bakımından pay sahibi sıfatıyla hiçbir hakka sahip olmaz." **FOREST OIL CORP.**: Phantom Stock Unit Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.4, 30.06.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. aşağı. Birinci Bölüm, V, C.

³² Bu yönde bkz. **BECKER/TILLMAN**, s. 143; **HERMAN**, Edward S.: Corporate Control, Corporate Power, Cambridge 1981, s. 353; **FISHNER**, Stanley: Costing for Negotiated Government Contracts,

olarak varsayılmaktadır³³. Böylece payın ekonomik olarak pay sahibine sağladığı bazı haklar, gölge pay sözleşmesinde ifa alacaklısına sözleşmesel olarak tanınmaktadır.

B. İlgili Kavramlar

1. Genel Olarak

Gölge pay sözleşmesi, karmaşık bir yapıya sahiptir. Çünkü bu sözleşmenin yürürlük tarihi ile sona erme tarihi arasında hak ve borçların doğumu, muaccel hale gelmesi veya sona ermesi gibi birçok aşama bulunmakta ve her aşamanın başlangıç ve sona erme tarihleri, farklı terimlerle ifade edilmektedir. Sağlanan hakların hesap yönteminin diğer mali hak yöntemlerine nazaran farklılık göstermesi³⁴ ise bu karmaşıklığı daha da derinleştirmektedir. Bu aşamaları kesin bir şekilde ayırabilmek, tarafların hak ve yükümlülüklerine etki eden dönemleri tespit edebilmeyi sağlar. Sağlanan hakların hesap yöntemi belirleyebilmek de bu hakların değerine etki eden faktörlerin belirlenmesine hizmet eder. Dolayısıyla bu hususları açıklığa kavuşturmak, sözleşmenin net bir yapıya kavuşturulması açısından önemlidir. Dolayısıyla çalışmanın ilerleyen bölümlerinde gerçekleştirilecek tartışmalar için temel oluşturmak amacıyla gölge pay sözleşmesi ile ilgili belirli temel kavramların tanımlanması gereklidir.

2. Gölge Pay Planı

Gölge pay sağlayanın şirket olduğu gölge pay sözleşmeleri akdedilmeden önce şirket tarafından tek taraflı olarak çoğunlukla³⁵ bir gölge pay planı (*phantom stock plan*)

Vienna 1986, s. 71; HAMILTON, Robert W.: Corporations, St. Paul 1992, s. 487; CANAN, Michael J./MITCHELL, William D.: Employee Fringe and Welfare Benefit Plans, Eagen 2005, s. 368; LITTELL/TACCHINO/SCHNEIDER, s. 16.30; CARTANO, David J.: Taxation of Compensation and Benefits, Chicago 2010, s. 625; CORNWALL/VANG/HARTMAN, s. 188.

³³ Bu yönde bkz. MILLER, s. 29A-9; BLATTMACHR, Jonathan G.: Wealth Preservation and Protection for Closely-Held Business Owners (and Others), Washington 1993, s. 39.

³⁴ Gölge pay sözleşmesinde mali hakların hesaplanma yöntemi hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV.

³⁵ Aksi hallere de rastlanmaktadır. Bkz. “Gölge pay menfaati ve bu kapsamda sağlanan gölge paylar, bağımsız ve münferit bir tahsis niteliğindedir; önceki, mevcut veya gelecekteki herhangi bir SGRP pay bazlı ücretlendirme planı kapsamında sağlanmamıştır, bu planlara tabi değildir ve bu planlar tarafından düzenlenmemektedir.” SPAR GROUP INC.: Phantom Stock Grant and Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.11, 31.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

da düzenlenmektedir. Bu planda; akdedilecek çok sayıda gölge pay sözleşmesinin genel esasları tespit edilir³⁶. Öyle ki bir gölge pay sözleşmesinde yer alması beklenen koşullar, soyut ve kişiselleştirilmemiş bir şekilde bu belgede yer alır. Örneğin bir gölge pay sözleşmesinde kişiye kaç adet gölge pay sağlanacağına ilişkin madde yer almaktayken bu planda kişilere sağlanabilecek azami gölge pay sayısı hükme bağlanmaktadır³⁷. Keza hak kazanma dönemi, sözleşmedeki gibi somut bir tarih olarak belirlenmemekte yalnızca bu tarihin kim tarafından tespit edileceği somutlaştırılmaktadır³⁸. Dolayısıyla akdedilecek sözleşmelerin genel çerçevesi, bu plan ile çizilmektedir. Bu sayede kişiler, sözleşmeye taraf olma ihtimallerinin olup olmadığı ve taraf olmaları durumunda kendilerine sağlanacak menfaatlere ilişkin koşullar ve prosedürler konusunda genel anlamıyla bilgi sahibi olabilmektedir. Örneğin işçilerle gölge pay sözleşmesi akdedileceği, ödemelerin ne kadar sürede ve ne şekilde gerçekleştirileceği, hak kazanma dönemi gibi. Planın düzenlenmesi sonrasında ise kişilerle bu plana dayanılarak gölge pay sözleşmeleri akdedilmektedir. Plandaki esaslar, tarafların ihtiyaçlarına göre bu sözleşmelerle somutlaştırılmaktadır³⁹. Bu, Türk hukukunda gölge pay sözleşmesinin dayanak yetkisini

³⁶ Bu konuda örnekler için bkz. **ALION SCIENCE & TECHNOLOGY CORP.**: Alion Science and Technology Corporation Phantom Stock Plan, 8-K (Current Report) EX-10.58, 28.11.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **FUEL SYSTEMS SOLUTIONS INC.**: 2011 Phantom Stock Option Plan, 8-K (Current Report) EX-10, 14.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **IBERIABANK CORP.**: Iberiabank Corporation 2014 Phantom Stock Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 17.02.2014 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁷ Bu yönde bkz. “Komite, bu plan kapsamında madde 6.7’de belirtilen düzenlemelere tabi olarak 1.000.000 adet gölge payın ihracına yetkilidir.” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁸ Bu yönde bkz. “Yönetim kurulu, hak sahibine gölge pay tahsis edilmesi kararıyla birlikte gölge paylara uygulanacak hak kazanma tarihini de belirler.” **GLOBAL WATER RESOURCES INC.**: Global Water Resources, Inc. Phantom Stock Unit Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.20, 19.01.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁹ Bu husus, gölge pay planlarında da açıkça vurgulanmaktadır. Bkz. “Şirket ve hak sahibi, madde vi kapsamında bir menfaat sağlanacağı zaman burada öngörülen hususların her birini ve komitenin uygun olduğuna karar verebileceği ilave hususları ortaya koyan bir gölge pay sözleşmesi imzalar.” **FUEL SYSTEMS SOLUTIONS INC.**: 2011 Phantom Stock Option Plan, 8-K (Current Report) EX-10, 14.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Her menfaat, yöneticinin onaylayacağı ve plan ile tutarsız olmayan hüküm ve koşulları içeren bir menfaat sözleşmesi ile somutlaştırılır.” **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.**: Director Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.18.12, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

oluşturan organ kararına benzetilebilir. Ancak organ kararı alınmasındaki zorunluluk⁴⁰, burada kural olarak bulunmamaktadır. Dolayısıyla şirketler, gölge pay planı akdetmeksizin de gölge pay ilişkisi içerisine girebilir. Bununla birlikte gölge pay planı düzenlenmesi, kural olarak gölge pay sözleşmesi akdedilmesine yönelik bir zorunluluk doğurmaz.

Gölge pay planı ile herhangi bir yükümlülük altına girilmemektedir. Gölge pay sahibi ile gölge pay sağlayanın taahhüt altına girmesi, ancak gölge pay sözleşmesinin akdedilmesi ile olur⁴¹. Çünkü sözleşme tarafının kim olacağı, kaç adet gölge pay sağlanacağı gibi hususlar sözleşme akdedilmesine kadar belirsizliğini korumaktadır.

3. Gölge Pay

Gölge pay, gölge pay sözleşmesi ile sağlanan farazi birimleri ifade etmektedir. Bu farazi birimler, çeşitli açılardan şirket payları ile benzer özellikler gösterse de⁴² teknik

⁴⁰ Bu yönde bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, C, 3.

⁴¹ Bu yönde örnek için bkz. “Planın kabulü ya da yönetim kurulu veya yöneticinin herhangi bir işlemi, kişiye bir menfaat veya başka herhangi bir hak tanındığı şeklinde yorumlanamaz. Ancak yönetici tarafından usulüne uygun şekilde yetkilendirilmiş ve şirket adına imzalanmış bir gölge pay sözleşmesi veya buna ilişkin bir değişiklik ile açıkça düzenlenmiş olması hâlinde ve yalnızca söz konusu belgede açıkça belirtilen kapsam ve koşullar çerçevesinde hak kazanılır.” **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.:** Alion Science and Technology Corporation Performance Shares and Retention Phantom Stock Plan, POS AM (Post-Effective Amendment) EX-10.41, 24.01.2015 2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Opsiyonlar, yalnızca yönetim kurulu ve/veya komitenin yetkilendirmesiyle tanınabilir. Hak sahibine plan kapsamında opsiyon tahsis edildiğinin kabul edilebilmesi için opsiyonun yazılı olarak, süresinde ve usulüne uygun şekilde yönetim kurulu ve/veya komitenin yetkili bir üyesi ya da şirketin bir yetkilisi ile hak sahibi tarafından imzalanmış ve teslim edilmiş olması gerekmektedir. Bu şekilde taraflar arasında bir sözleşme kurulmuş olur.” **IBEX Ltd.:** Ibex Global Solutions (Philippines) Inc. Amended & Restated Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.29, 30.06.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴² Bu yönde bkz. **KORNFIELD**, Irving J.: “Corporations: Employee Stock Option Plans. Insuring That the Corporation will Receive the Contemplated Benefits”, California Law Review, C. 49, S. 2, 1961, s. 373, dn. 4; **MOYNAHAN**, John K.: “Equity-Related Executive Compensation”, Tax Executive, C. 25, S. 1, 1972, s. 33; **OVERMAN**, s. 461; **RAY/WILLIAM**, s. 171; **LEE/CRAWFORD/GRATIAS**, s. 441; **DEFUSCO/ZORN/JOHNSON**, s. 38; **HENDERSON**, Richard I.: Compensation Management: Rewarding Performance, New Jersey 1994, s. 520; **CARY/EISENBERG**, s. 477; **SAMPSON**, s. 1277; **DEMİRKAN**, s. 13; **ALDEN/AKRESH**, s. 100; **RIFAAT**, s. 682; **GARNER**, “Phantom Stock Plan”, s. 971.

anlamda pay değildir⁴³. Bu benzerlik, mali hakların hesaplanması ile sınırlı olup⁴⁴ hakların paydan doğması gibi karakteristik bir benzerlik bulunmamaktadır. Burada şirket paylarının kâğıt üzerinde⁴⁵ ve fakat fiilen herhangi bir paya karşılık gelmeyen birer kopyası oluşturulmaktadır. Gölge pay, bir hak ölçü birimidir⁴⁶. Dolayısıyla hiçbir maddi veya gayri maddi varlığa karşılık gelmeyen gölge payın bir nakdi değeri olmadığı⁴⁷ gibi devredilmesi de olanaklı değildir⁴⁸.

Burada şirket ile işçi arasında bir sözleşme imzalanarak işçinin şirkete kattığı değere karşılık işçiye her ay beş çeyrek altının TL karşılığı kadar bir nakdi ücret ödenmesine benzer bir durum bulunmaktadır. Bu örnekte de işçiye hiçbir şekilde çeyrek altının fiziki olarak teslimi söz konusu değildir. Altınların değeri ve sayısı üzerinden farazi olarak bir hesaplama yapıp ücretin nakdi değerinin belirlenmesi durumu mevcuttur. İşte gölge pay sözleşmesi, buradaki sözleşmeye karşılık gelirken gölge pay da

⁴³ Gölge payın pay olmadığı yönünde bkz. **CARY/EISENBERG**, s. 477; **EISENBERG**, s. 663; **SNARR**, Brian B.: “The Phantom Stock Alternatives”, The Stock Options Book, Oakland 2001, s. 253; **FERBER**, Kenneth S.: Corporation Law, New Jersey 2002, s. 77; **BYGRAVE**, William D./**ZACHARAKIS**, Andrew: Entrepreneurship, New Jersey 2008, s. 213; **CARTANO**, s. 625; **BRAVENEC**, Lorence L./**SINGER**, S. R.: Federal Taxation for Organizations and Their Owners, Chicago 2013, s. 29. Aynı yönde bkz. “*Bu tanımlar, gölge payın işçi tarafından elde tutulan pay olmadığını açıkça ortaya koymaktadır.*” James O’Shea v. OMI Holdings Inc., et al, U.S. Court of Appeals for the Eleventh Circuit, No. 21-14428, 24.07.2023 (Justia, E.T. 21.04.2025); “*...gölge pay, pay değildir.*” In Re Enron Corp. Securities, Derivative & ERISA, U.S. District Court for the Southern District of Texas, 284 F. Supp. 2d 511, 16.10.2003 (Justia, E.T. 21.04.2025).

⁴⁴ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, b.

⁴⁵ Bu yönde bkz. **AUSTER**, Rolf: Personal Financial Planning, Chicago 1998, s. 357; **JAMISON**, s. 75.

⁴⁶ Bu yönde bkz. **COHEN**, Jerome B./**ROBBINS**, Sidney M.: The Financial Manager, New York 1966, s. 945; **WESTIN**, Richard A.: “Phantom Stock”, 1996-97 Tax Dictionary, Boston 1996, s. 443; **JOHNSON**, Calvin H.: “Stock Compensation: The Most Expensive Way to Pay Future Cash”, SMU Law Review, C. 52, S. 2, 1999, s. 444; **MCDANIEL/MCMAHON/SIMMONS/ABREU**, s. 920. Aynı yönde bkz. “*Gölge pay, yalnızca bu sözleşme kapsamında ödenecek tutarları ölçmek için kullanılan bir araçtır.*” **BSB BANCORP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁷ Bu yönde bkz. **ORAN**, Daniel: “Phantom Stock”, Oran’s Dictionary of the Law, New York 2008, s. 395; **MOYNIHAN**, s. 89. Aynı yönde bkz. **JUSTIA LEGAL DICTIONARY**: “Phantom Stock Plan” (<https://dictionary.justia.com/phantom-stock-plan>, E.T. 21.04.2025); **MERRIAM-WEBSTER.COM LEGAL DICTIONARY**: “Phantom Stock Plan” (<https://www.merriam-webster.com/legal/phantom%20stock>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁸ Bu yönde bkz. **CLARK**, s. 208; **ORAN**, s. 385; **DOERNBERG**, Richard L./**ABRAMS**, Howard E./**LEATHERMAN**, Don A.: Federal Income Taxation of Corporations and Partnerships, New York 2014, s. 550. Aynı yönde bkz. **JUSTIA LEGAL DICTIONARY**: “Phantom Stock Plan” (<https://dictionary.justia.com/phantom-stock-plan>, E.T. 21.04.2025); **MERRIAM-WEBSTER.COM LEGAL DICTIONARY**: “Phantom Stock Plan” (<https://www.merriam-webster.com/legal/phantom%20stock>, E.T. 21.04.2025);

buradaki altının işlevini görmektedir. Altın üzerinden hesaplanan mali hak ise gölge pay sözleşmesi ile sağlanacak mali hakka karşılık gelir.

Yapılan tanımlarda zaman zaman gölge pay sözleşmesi ile gölge pay kavramları iç içe geçmekte ve bu iki kavram arasındaki ayrımın sağlanmasında güçlük yaşanmaktadır. Zira öğretide mali haklar ile yönetsel hakların paydan doğması gibi⁴⁹ gölge pay üzerinden hesaplanan mali hakların da gölge paydan doğduğu ifade edilebilmektedir⁵⁰. Kanaatimizce bu, yalnızca gölge pay sözleşmesi ile kurulan varsayımsal yapının açıklanması niteliğindedir. Öyle ki gölge paya pay iması yapılmakta ve gölge pay sözleşmesi geri planda bırakılmaktadır. Ancak gölge pay sözleşmesi ile gölge pay arasındaki ayrımın tam anlamıyla açıklığa kavuşturulması açısından belirtmek gerekir ki hem gölge pay hem de gölge pay üzerinden hesaplanan mali haklar, gölge pay sözleşmesinden kaynaklanmaktadır. Gölge pay, yalnızca endeks işlevi görür⁵¹. Taraflar arasında zımni dahi olsa bir gölge pay sözleşmesi yoksa gölge pay üzerinden hesaplanacak bir mali hak da söz konusu olmaz.

4. Tahsis Tarihi ve Tahsis Değeri

Gölge pay sözleşmesiyle hak sahibine gölge pay tahsis edilmektedir. Bu işlemin gerçekleştirildiği tarih ise tahsis tarihi (*grant date, date of grant, award date, date of award*) olarak adlandırılır⁵². Gölge pay, maddi veya gayri maddi bir varlığa karşılık

⁴⁹ Bu yönde bkz. **ANSAY**, Tuğrul: Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 1982, s. 225; **İMREGÜN**, Oğuz: Anonim Ortaklıklar, İstanbul 1989, s. 290.

⁵⁰ Bu yönde ifadeler kullanan yazarlar için bkz. **CRYSTAL**, Graef S.: Financial Motivation for Executives, New York 1970, s. 202; **FRENCH**, Derek: “*Phantom Stock Plan*”, Dictionary of Payroll Terms, London 1992, s. 83; **KAY**, Ira T.: Value at the Top: Solutions to the Executive Compensation Crisis, New York 1992, s. 85.

⁵¹ Gölge payın endeks işlevi gördüğü yönünde bkz. **TRIMBLE**, Henry W. Jr.: “Executive Compensation-Corporate Considerations”, Tax Executive, C. 13, S. 1, 1960, s. 12; **WESTIN**, s. 443.

⁵² Bu yönde bkz. “*Menfaat*, hak sahibine gölge pay tahsis edilmesini ifade eder... ‘Tahsis tarihi’, hak sahibine komite tarafından bir menfaatin tanındığı tarihi ifade eder.” **ANCHOR MUTUAL SAVINGS BANK**: Anchor Mutual Savings Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.4, 24.10.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Menfaat*, plan kapsamında yapılan gölge pay tahsisidir... ‘Tahsis tarihi’, ilgili gölge pay sözleşmesinde belirtildiği üzere hak sahibine menfaatin tanındığı tarihi ifade eder.” **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.**: Alion Science and Technology Corporation Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-4.24, 31.03.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Menfaat*, gölge pay sağlanması anlamına

gelmediğinden ve dolayısıyla devredilemediğinden⁵³ bu işlem, bir tasarruf işlemi değildir⁵⁴. Nitekim tahsis işlemi, tek başına gölge pay sağlayanın malvarlığının aktifinde bir değişiklik yaratmamaktadır⁵⁵.

Tahsis tarihinin sözleşmelerde özel olarak gösterilmesinin çeşitli gerekçeleri bulunmaktadır. Buna göre tahsis tarihi, hak kazanma tarihinin belirlenmesinde veya mali hakların değerinin hesaplanmasında⁵⁶ başlangıç tarihi olarak dikkate alınabilmektedir. Örneğin bir sözleşmede hak kazanma tarihi, tahsis tarihini takip eden üç yıl sonrasına denk gelen tarih olarak kararlaştırılmıştır⁵⁷:

“3. ve 4. maddelerde aksi belirtilmedikçe; hak sahibinin tahsis tarihinden hak kazanma tarihine kadar hizmete devam etmesi koşuluyla tahsis tarihinin üçüncü yıl dönümünde (‘Hak Kazanma Tarihi’) Gölge Payların %100’ü üzerinde mali hak kazanılır.”

Bununla birlikte mali hakların değerinde esas alınmak üzere gölge paylara tahsis tarihinde farazi bir değer de biçilebilmektedir. Söz konusu değer ise tahsis değeri (*grant*

gelir... ‘Tahsis tarihi’, hak sahibine menfaatin sağlandığı tarih anlamına gelir.” **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.**: 2012 Phantom Stock Plan, 8-K (Current Report) EX-10.19.15, 16.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁵³ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, a, ii.

⁵⁴ Tasarruf işleminin konusunu başkasına devredilebilen şeylerin oluşturduğu yönünde bkz. **İNAN**, Ali Naim: Borçlar Hukuku Genel Hükümler Ders Kitabı, Ankara 1984, s. 69.

⁵⁵ Tasarruf işleminin bu işlemi gerçekleştiren tarafın malvarlığının aktifine etki ettiği yönünde bkz. **TUNÇOMAĞ**, Kenan: Türk Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, C. 1, Ankara 1976, s. 138; **İNAN**, s. 68; **TEKİNAY**, Selahattin Sulhi/**AKMAN**, Sermet/**BURCUOĞLU**, Haluk/**ALTOP**, Atilla: Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 1993, s. 46; **FURRER**, Andreas/**MULLER-CHEN**, Markus/**ÇETİNER**, Bilgehan: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2022, s. 40; **EREN**, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2024, s. 179.

⁵⁶ Tahsis tarihinin mali hakların değerinin belirlenmesinde esas alındığı yönünde bkz. **CRYSTAL**, s. 202; **KAY**, Executive Compensation, s. 85.

⁵⁷ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **COMMScope INC.**: Employee Phantom Stock Agreement (With Related Dividend Equivalent Rights), 8-K (Current Report) EX-10.3, 14.12.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

price, award value, strike price) olarak anılır⁵⁸. Bu husus sözleşmelerde şu şekilde yer alabilmektedir⁵⁹:

“SFI, tahsis tarihi itibarıyla hak sahibine burada belirtilen hüküm ve koşullara tabi olarak yönetim kurulunun onay ve talimatıyla pay başına ... \$ değerinde (‘Tahsis Değeri’) ... adet SFI gölge payı (‘Gölge Pay’ veya duruma göre ‘Menfaat’) sağlar.”

Tahsis tarihi, genellikle sözleşmede açık bir şekilde gösterilir⁶⁰. Ancak bu tarihin dolaylı yoldan belirtildiği örneklerle de rastlanabilmektedir. Örneğin bir sözleşmede tahsis tarihinin açıkça belirtilmesi yerine sözleşmedeki hükümlerin işçi tarafından kabulü ile tahsisin sağlanması öngörülmüş ve bu anlamda dolaylı yoldan sözleşmenin taraflarca imzalandığı tarihin tahsis tarihi olması benimsenmiştir⁶¹:

“Gölge pay, işçinin bu belgede mutabık kalması üzerine sağlanır.”

Her iki uygulamada da tahsis tarihi, -tespit edebildiğimiz kadarıyla- sözleşmenin hüküm doğurmaya başladığı tarihi ifade eden yürürlük tarihi (*effective date*) ile paralellik gösterir şekilde düzenlenmektedir⁶²:

⁵⁸ Birçokları yerine bkz. “‘Tahsis değeri’, gölge payın tahsis tarihinde komite tarafından belirlenen değerini ifade eder.” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2003 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁵⁹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SANDERSON FARMS INC.**: Form of Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁶⁰ Birçokları yerine bkz. “Tahsis tarihi: Şubat 21, 2012” **SOLUTIA INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-K/A (Annual Report) EX-10.43, 31.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁶¹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **LONE PINE RESOURCES INC.**: Form of Phantom Stock Unit (Rsu Award) Agreement for Canadian Employee Grantees (Cash Only), S-1/A (Registration Statement) EX-10.19, 03.05.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁶² Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. “Bu gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), 9 Şubat 2016 tarihli Tadil Edilmiş ve Yeniden Düzenlenmiş 2006 Pay Teşvik Planı’nın (‘Plan’) hüküm ve koşullarına dayalı olarak bir Delaware şirketi olan (‘Şirket’) IES Holdings, Inc. (eski unvanı: Integrated Electrical Services, Inc.) ile Matthew Simmes (‘Hak Sahibi’) arasında 50.000 adet gölge pay için 3 Aralık 2021 tarihi (‘Tahsis Tarihi’) itibarıyla geçerli olmak üzere akdedilmiştir.” **IES HOLDINGS INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 31.03.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “‘Tahsis tarihi’ komitenin hak sahibine gölge pay sağladığı yürürlük tarihi anlamına gelir.” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

“Gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), merkezi Houston, Teksas’ta bulunan bir Delaware şirketi olan Spectra Energy Corp (‘Şirket’) ile ... (‘Hak Sahibi’) arasında ... (‘Tahsis Tarihi’) itibarıyla akdedilmiştir.”

5. Hak Kazanma Dönemi ve Hak Kazanma Tarihi

Gölge pay sahibi, ancak belirli koşulların gerçekleşmesi üzerine mali hak sahibi konumuna gelmektedir⁶³. Bu anlamda gölge pay sahibi, tahsis tarihinde henüz alacak hakkı sahibi olmadığı gibi hak sahibi olup olamayacağı da belirsizdir. Tahsis tarihi itibarıyla yalnızca mali hakların doğması halinde bu hakların değerlerinin hesabında esas alınacak olan azami gölge pay sayısı ve tahsis değeri tanımlıdır.

Mali hakların doğumu için süre, performans, iş görme sözleşmesinin sona erme şekli gibi birçok ölçüt üzerinden hak kazanma koşulu kararlaştırılabilmektedir⁶⁴. Bu koşulların gerçekleştiği ve dolayısıyla mali hakların doğduğu tarih, hak kazanma tarihi (*vesting date*) olarak anılmaktadır⁶⁵. Tahsis tarihinden hak kazanma tarihine kadar geçen süre ise hak kazanma dönemini (*vesting period*) oluşturur⁶⁶. Bu dönemde gölge pay sahibi, herhangi bir hakkın alacaklısı konumunda değildir⁶⁷.

Tahsis tarihinin aksine hak kazanma tarihi genellikle belirsizdir. Örneğin bir sözleşmede standart hak kazanma programı dışında belirli olayların da doğrudan hak

⁶³ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

⁶⁴ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I.

⁶⁵ Bu yönde bkz. “‘Hak kazanma tarihi’, menfaat sözleşmesinin 3(a) maddesinde belirtildiği üzere gölge pay menfaatine konu payların bir kısmına ilişkin hakların tamamen kazanılacağı tarihi ifade eder.” **BENCHMARK ELECTRONICS INC.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.9, 31.12.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “‘Hak kazanma tarihi’, hak sahibinin plan kapsamında bir ödeme almaya hak kazandığı tarihi ifade eder.” **CHAPARRAL ENERGY LLC**: Chaparral Energy Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.22, 30.09.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁶⁶ Birçokları yerine bkz. “Hak kazanma dönemi, tahsis tarihi ile birinci hak kazanma tarihi arasındaki, birinci hak kazanma tarihi ile ikinci hak kazanma tarihi arasındaki ve ikinci hak kazanma tarihi ile üçüncü hak kazanma tarihi arasındaki süreyi ifade eder.” **LORAL SPACE & COMMUNICATIONS INC.**: Phantom Stock Appreciation Rights Agreement Relating to Space Systems/Loral, Inc, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁶⁷ Bu yönde bkz. **LEE/CRAWFORD/GRATIAS**, s. 441. Aynı yönde bkz. “Hak sahibi, gölge paylar üzerinde mali hak kazanılana kadar gölge paylar ile ilgili herhangi bir ödeme alma hakkına sahip değildir.” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

kazanma sebebi oluşturacağı belirtilmiştir. Bu olayların gerçekleşip gerçekleşmeyeceği veya ne zaman gerçekleşeceği belirsiz olduğundan bu sözleşmede hak kazanma tarihinin net olmadığı ifade edilebilir⁶⁸:

“Hak sahibinin şirket ve/veya bağlı şirketlerindeki hizmetinin maluliyeti sebebiyle sona ermesi halinde işten ayrılma tarihinde gölge paylar üzerinde derhal ve tam olarak mali hak kazanılır.”

Dolayısıyla bu tarihin açık bir şekilde sözleşmede belirtilmesi genellikle beklenemez. Sözleşmede yalnızca hangi olayların gerçekleşmesinin hak kazanma tarihini açıklığa kavuşturacağı yer alır. Bu koşulların gerçekleştiği tarih itibarıyla hak kazanma tarihi de netlik kazanır. Ancak özellikle süreye bağlı koşullarda hak kazanma tarihinin tahsis tarihi gibi önceden hesaplanabilmesi olanaklı olabilmektedir. Örneğin bir sözleşmede hak kazanma tarihi, hak sahibinin hak kazanma dönemi boyunca işçi sıfatına sahip olmasına bağlı olarak tahsis tarihi üzerinden açıkça saptanmıştır⁶⁹:

“Hak kazanma tarihleri. Hak sahibinin sözleşme kapsamında sağlanan gölge paylardaki menfaati, sözleşmenin 4. maddesi saklı kalmak kaydıyla, işçi olması ve tahsis tarihinden hak kazanma tarihine kadar da sürekli olarak işçi kalması koşuluyla tahsis tarihinin birinci yılında gölge payların üçte biri ve tahsis tarihinin ikinci ve üçüncü yılının her birinde (her yıl ‘hak kazanma tarihi’) gölge payların ilave üçte biri bakımından kazanılır.”

6. Değerleme Tarihi

Gölge pay sözleşmesinde hak kazanma koşullarının gerçekleşmesi ve bunun sonucunda gölge pay sahibinin mali hak kazanması ile hak kazanma dönemi son bulur.

⁶⁸ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SOLUTIA INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-K/A (Annual Report) EX-10.43, 31.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁶⁹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **PARKER DRILLING CO.**: Phantom Stock Unit Award Incentive Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.7, 31.12.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

Bu aşamadan sonra gölge pay sahibinin elde edeceği ifa tutarının belirlenmesi gerekir. Söz konusu tutar ise gölge payın sayısı ve değeri üzerinden hesaplanmaktadır⁷⁰. Dolayısıyla ifa tutarının hesaplanabilmesi, gölge pay değerinin tespitini zorunlu kılmaktadır.

Her ne kadar gölge paya tahsis tarihinde bir değer biçilse de bu değer, mali hakların hesabında tek başına yeterli olmayıp bir başlangıç değeri işlevi görür⁷¹. Gölge payın nihai değerinin de belirlenmesi gerekir. Bu değer belirlendiği tarih ise değerlendirme tarihi (*determination date, valuation date*) olarak adlandırılmaktadır⁷². Mali hakkın tam değer alacağı olması halinde doğrudan bu değer üzerinden bir hesaplama yapılırken⁷³ değer artış alacağına bu değer ile tahsis değeri arasındaki fark üzerinden belirleme gerçekleştirilmektedir⁷⁴.

⁷⁰ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, A.

⁷¹ Tahsis değerinin başlangıç değeri olduğu yönünde bkz. **CRYSTAL**, s. 202; **KAY**, Executive Compensation, s. 85.

⁷² Bu yönde bkz. “‘Gölge pay’, hak sahibine tahsis edilen ve adi bir payın ibra tarihindeki adil piyasa değerine eşit tutarda nakit ödeme alma hakkı veren birimi ifade eder...’Değerleme tarihi’, şirketin adi paylarının adil piyasa değerinin belirlendiği tarihtir.” **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.**: Alion Science and Technology Corporation Phantom Stock Plan, 8-K (Current report) EX-10.57, 28.11.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “‘Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, menfaatin nakit değeri ile itfa edilir. Bu tutar, tahsis değeri ile payın değerlendirme tarihindeki defter değeri arasındaki farka eşittir.’” **SALISBURY BANCORP INC.**: Phantom Stock Appreciation Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “‘Tahsis edilen her birim, sözleşme ve plan uyarınca şirketin adi bir payının (‘Pay’) değerlendirme tarihindeki adil piyasa değerine eşit tutarda nakit ödeme alma hakkını temsil eder.’” **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Performance Award Agreement for Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁷³ Bu yönde bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 1, a. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “‘Hak sahibi, üzerinde mali hak kazanılan her bir gölge pay için gölge payın vade değerine eşit olan nakit bir tutara hak kazanır.’” **NATIONAL TECHNICAL SYSTEMS INC.**: National Technical Systems, Inc. 2006 Long-Term Incentive Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 31.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁴ Bu yönde bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 1, b. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “‘Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, tahsis değeri ile payın değerlendirme tarihindeki defter değeri arasındaki farka eşit olan menfaatin nakit değerinin ödenmesiyle itfa edilir.’” **SALISBURY BANCORP INC.**: Phantom Stock Appreciation Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

Değerleme tarihi, genellikle ya hak kazanma tarihi ya da bu tarihe yakın bir tarih⁷⁵ olarak belirlenmektedir⁷⁶. Örneğin;

“Gölge payların değeri, şirket paylarının kapak sayfasında belirtilen hak kazanma tarihindeki kapanış değerine göre hesaplanır.”

şeklinde kurgulara rastlanabilmektedir⁷⁷. Ancak hak kazanma tarihinden bağımsız bir tarihin değerlendirme tarihi olarak kararlaştırıldığı sözleşmeler de bulunur. Örneğin bir sözleşmede değerlendirme tarihi, hak kazanma tarihinden bağımsız şekilde her yılın 1 Ocak günü olarak belirlenmiştir⁷⁸:

“Değerleme tarihi, her yılın 1 Ocak günü ile kontrol değişikliğinden hemen önceki ayın son gününü ifade eder.”

Hak kazanma tarihi ile değerlendirme tarihi arasında bağ kurulmadığı hallerde gölge payın o tarihteki değerinin; esas alınan tarihin özelliğine göre farklı terimlerle adlandırılması tercih edilebilmektedir. Örneğin bir sözleşmede vade, değerlendirme tarihi olarak belirlenmiş ve değerlendirme sonucunda belirlenecek değer de vade değeri olarak adlandırılmıştır⁷⁹:

“Hak sahibi, üzerinde mali hak kazanılan her bir gölge pay için gölge payın vade değeri ile çarpımına eşit bir tutara hak kazanır.”

⁷⁵ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “‘Değerleme tarihi’, hak kazanma tarihinden hemen önceki ayın son gününü ifade eder.” **PEAPACK GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Peapack-Gladstone Financial Corporation 2024 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁶ Gölge payların değerinde referans alınan pay değerinin hak kazanma tarihi veya bu tarihe yakın bir tarihte belirlendiği yönünde bkz. **POLSKY, Gregg/THOMAS, Kathleen DeLaney**: “Taxing Compensatory Stock Rights Transferred in Divorce”, North Carolina Law Review, C. 93, S. 3, 2015, s. 751.

⁷⁷ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **WMS INDUSTRIES INC.**: Form of Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 30.09.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁸ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **ROCKVILLE BANK**: Rockville Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.8, 17.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁹ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

7. Dönüştürme Tarihi

Gölge payların değerinin belirlenmesi sonucunda gölge pay sahibinin elde edeceği ifa tutarının hesaplanması gerekir. Ancak pay temini suretiyle ifanın öngörüldüğü gölge pay sözleşmelerinde nakdi olarak belirlenen ifa tutarının kaç adet paya denk olduğunun belirlenmesini sağlayan ek işlem, diğer bir ifadeyle bir dönüştürme işlemi gerçekleştirilir⁸⁰. İşte burada dönüştürme tarihi (*conversion date*) gündeme gelir. Bu tarih; ifa tutarının karşılığını oluşturan pay sayısının, diğer bir ifadeyle gölge pay sahibinin nihai olarak elde edeceği ifa konusunun hesaplandığı tarihi ifade etmektedir⁸¹. Dolayısıyla pay temini öngören gölge pay sözleşmelerinde bu tarih itibarıyla ifa konusu belirginleştirilmektedir.

8. İfa Zamanı

Gölge pay sözleşmesinde hak kazanma koşullarının gerçekleşmesi sonrasında ifa aşamasına geçilmekte ve bu da sözleşmenin son aşamasını oluşturmaktadır. Bu aşamada ifa alacaklısının mali hakların ifası konusundaki talep hakkının ve ifa borçlusunun da bu ifayı gerçekleştirme borcunun doğduğu zamanı ifade etmek için ifa zamanı (*settlement date, payment date, entitlement date, payout date*) terimi kullanılmaktadır⁸². Dolayısıyla

⁸⁰ Dönüştürme işlemi hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, 2, a.

⁸¹ Bu yönde örnek için bkz. “Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, sahipleri tarafından madde 5’e uygun olarak nakde, paya veya her ikisine birden dönüştürülebilir. Hak sahibi, gölge payları dönüştürmek için dönüştürülecek gölge payların sayısını belirten ekli ek ‘A’ formunda yazılı bir dönüştürme bildirimini mali işler sorumlusuna teslim etmeli veya postalamalıdır. Bu dönüşüm, bildirimin mali işler sorumlusu tarafından alındığı tarihte geçerli olacaktır (bu tarih ‘Dönüşüm Tarihi’ olarak adlandırılır).” **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Hak Sahibinin hesabına kaydedilen gölge paylar, hak sahibinin şirketteki yönetim kurulu üyeliği sona erdiğinde şirketin adi paylarına dönüştürülerek (‘Dönüştürme Tarihi’) ifa edilir.” **RADIAN GROUP INC.**: Form of Phantom Stock Grant Letter for Non-Employee Directors under the Radian Group Inc. Equity Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.6, 08.02.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁸² Bu yönde bkz. **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 800. Ayrıca bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “İfa tarihi: Hak sahibinin üzerinde mali hak kazandığı tam değer alacaklı gölge payların veya değer artış alacaklı gölge payların madde 4.1(a) uyarınca ifa edilebilir olduğu tarih.” **NATIONAL TECHNICAL SYSTEMS INC.**: National Technical Systems, Inc. 2010 Long-Term Incentive Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.5, 31.01.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “İfa tarihi, menfaat sözleşmesinde belirtilen ve hak sahibinin gölge pay için ödeme almaya hak kazandığı tarih anlamına gelir.” **LENSAR INC.**: Lensar, Inc. Phantom Stock Plan, 10-12B (Registration Statement) EX-10.3, 26.08.2020 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

ifa zamanı, mali hakkın nakdi değerinin ödeneceği ve/veya bu nakdi değer üzerinden pay temin edileceği tarihe karşılık gelmektedir⁸³. İfa alacaklısı, bu tarih öncesinde herhangi bir ödeme talep edemez⁸⁴.

Tarafların ifanın ne zaman gerçekleşeceğine ilişkin bir belirleme yapmaması durumunda ifanın gerçekleşeceği tarih, yalnızca ifa zamanı terimiyle anılır. Ancak taraflar, kendi ihtiyaçları doğrultusunda özel bir ifa zamanı kararlaştırabilmektedir. Bu halde ifa zamanı, vade (*maturity date*) terimiyle anılır⁸⁵. Kesin veya hesaplanabilir bir tarih vade olarak belirlenebilir⁸⁶. Vade olarak belirli bir olayın (*ödeme olayı*) gerçekleşeceği tarih de esas alınabilir⁸⁷. Buna göre ifa borçlusunun ifa tutarını karşılamak için nakit ihtiyacı içerisine gireceği gözetilerek nakit akışını sağlayan olaylar, ödeme olayı (*payment event*) olarak öngörülebilmektedir⁸⁸. Örneğin şirket birleşmesi, pay satışı,

⁸³ Bu yönde bkz. **ROSEN**, Phantom Stock, s. 141.

⁸⁴ Bu yönde bkz. **LEE/CRAWFORD/GRATIAS**, s. 441; **EMANUEL**, Steven L.: Corporations and Other Business Entities, New York 2013, s. 216.

⁸⁵ Bu yönde tanım için bkz. **İNAN**, s. 457; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 801. Ayrıca bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Menfaatlere hak kazanma (vade). Hak sahibi, üzerinde mali hak kazandığı tam değer alacaklı gölge paylar ve değer artış alacaklı gölge paylar için madde 4.1(b)’de belirtilen tutarı, aşağıdaki tarihlerden hangisinin önce gerçekleşeceğine bağlı olarak (‘vade’) almaya hak kazanır: ...*” **NATIONAL TECHNICAL SYSTEMS INC.**: National Technical Systems, Inc. 2006 Long-Term Incentive Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 31.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁶ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Dynegy, işçiyi hizmetten ayrıldığı tarihten itibaren en geç otuz (30) gün içerisinde gölge payın değerini nakit olarak öder ve gölge pay, bu sözleşme kapsamında itfa edilmiş kabul edilir.*” **DYNEGY INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.06.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁷ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Hak sahibinin tahsis tarihinden ödeme olayına kadar şirkette sürekli şekilde çalışması kaydıyla gölge paylar ile ilgili ödeme, aşağıdakilerden en erken gerçekleşecek olanı takip eden 30 gün içerisinde yapılır: (i) planlanan hak kazanma tarihi, (ii) hak sahibinin ölümü sebebiyle iş sözleşmesinin feshi, (iii) hak sahibinin maluliyeti sebebiyle iş sözleşmesinin feshi, (iv) hak sahibinin iş sözleşmesinin şirket tarafından sebpsiz olarak veya hak sahibi tarafından haklı sebeple feshi, (v) gölge payların değerinin halka açık bir pay sınıfına göre belirlendiği veya belirlenmediği bir kontrol değişikliği [(i)’den (v)’ye kadar ‘Ödeme Olayı’].*” **IES HOLDINGS INC.**: Performance-Based Phantom Stock Unit Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.1, 06.06.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Şirket, sözleşme hükümlerine tabi olarak ödeme olayının meydana gelmesi üzerine hak sahibine nakit ödeme (‘Ödeme’) olarak aktarılabilecek bir borç altına girer...*” **RESPIRERX PHARMACEUTICALS INC.**: Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-99.1, 07.06.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁸ Bu yönde bkz. **SCHUSTER**, Lauren/**HUNT**, Scott: “Equity-Based Compensation for Corporations, Partnerships and LLCs”, St. Louis Bar Journal, C. 66, S. 4, 2020, s. 28. Ayrıca bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Madde 1(b) ve 1(c)’nin amaçları doğrultusunda ödeme olayı, bağımsız bir üçüncü kişiyle gerçekleştirilen bir varlığın tamamının veya önemli kısmının satışı, ortak girişim kurulması, lisans ya da alt lisans verilmesi veya benzer işlem yapısına girilmesi gibi şirket veya iştirakinde öz sermaye veya sermaye benzeri ya da borç yatırımı niteliğinde olmayan nakit sağlayıcı olaydır. Ancak bu tür sermaye veya benzeri yatırım, bağımsız bir üçüncü kişinin ya da birlikte hareket eden bir grubun şirkette veya bir bağlı şirketinde %50’nin üzerinde oy hakkına sahip olmasıyla sonuçlanıyor ve bu yatırım, on iki aylık bir*

malvarlığı satışı gibi olaylar; ödeme olayı olarak belirlenebilmektedir. Ancak sözleşmenin sona ermesi⁸⁹ gibi olayların da ödeme olayı olarak saptandığına rastlanmaktadır⁹⁰. Burada ödeme olayı olarak tek bir olay öngörülebileceği gibi seçenekli bir belirleme de gerçekleştirilebilmektedir⁹¹. Bu durumda ödeme olayı olabilecek birden fazla olaya yer verilir. Bu olaylardan ilk gerçekleşecek olan ise vadeyi oluşturacaktır. Ancak başlangıçta hangi olayın gerçekleştiği tarihin vadeyi oluşturacağı belirsizdir.

Vade, ödeme olayının gerçekleşmesine bağlandığı takdirde ödeme olayının hangi aşamasının vade olarak kabul edileceğinin ve dolayısıyla hangi tarihte ifa borcunun doğacağı belirlenebilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla bu hallerde sözleşmede vadenin kesin şekilde tespitine olanak tanıyan hükümlerin yer alması zorunludur⁹².

Gölge pay sözleşmelerinde hak ve yükümlülüklerin birçok aşamada çeşitli olayların gerçekleşmesine tabi kılınması, hangi olayın hangi sonucu doğuracağı sorusunu da gündeme getirir. Çünkü bir gölge pay sözleşmesinde “hak kazanma koşulları”, “mali hakkın kaybedilmesine ilişkin sebepler” ile “ödeme olayları” olmak üzere farklı sonuçlar doğuran üç tip olay öngörülebilmektedir. Buna göre “mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler”, “hak kazanma koşulları”ndan farklıdır. Öyle ki “mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler”, hakkın kaybedilmesine yol açarken⁹³ “hak kazanma

dönem içinde şirkete toplamda en az 25.000.000 ABD doları tutarında ödeme yapılmasını sağlıyorsa bu durumda ödeme olayı olarak kabul edilir.” RESPIRERX PHARMACEUTICALS INC.: Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-99.1, 07.06.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁹ Bu yönde bkz. **WILKS**, David B.: “Employee Equity Incentive Plans for Small Companies: A Proposal for a Specific Registration Exemption from the 1933 Act”, Washington and Lee Law Review, C. 44, S. 3, 1987, s. 1134, dn. 25; **MELBINGER**, s. 156.

⁹⁰ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 8, dn. 87.

⁹¹ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “İfa zamanında menfate veya herhangi bir kısmına hak kazanılmış ve madde 3 uyarınca kaybedilmemişse menfaat, ifa tarihi itibarıyla ödenebilir hale gelir. İfa zamanı, aşağıdakilerden ilkinin gerçekleştiği tarihtir: (i) ölüm, tam maluliyet veya haklı sebep dışında herhangi bir sebeple hak sahibinin iş sözleşmesinin feshedildiği tarih (ii) hak sahibinin şirket tarafından istihdam edilirken öldüğü tarih veya (iii) hak sahibinin tam maluliyetinin bir sonucu olarak iş sözleşmesinin feshedildiği tarih.” **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.:** Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.17.16, 30.10.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁹² Örneğin bkz. “Ödeme olayı tarihi, bir ödeme olayından kaynaklanan ilk nakdin şirket tarafından alınmasından sonraki on iki ay içerisinde şirketin toplamda en az 25.000.000 \$ aldığı tarihtir.” **RESPIRERX PHARMACEUTICALS INC.:** Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-99.1, 07.06.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁹³ Bu konuda bkz. aşağı. Birinci Bölüm, I, B, 8.

koşulları”, hakkın kazanılmasını sağlamaktadır⁹⁴. Ancak bu keskin ayrıma karşılık “mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplerin ortadan kalkmasına” dair hükümler ile “hak kazanma koşulları”nın aynı sonuca yol açtığı yanılışı oluşabilir. Ancak mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplerin ortadan kalkmasını öngören haller, hak kazanma koşullarının aksine hakkın kazanılmasına yol açmaz. Bu haller, yalnızca birtakım olayların gerçekleşmesi veya sürelerin geçmesi durumunda mali hakkın kaybedilmemesine sebep olur⁹⁵. “Ödeme olayları” ise “hak kazanma koşulları”nın aksine gölge pay sahibinin mali hak kazanabilmesine ilişkin olmayıp hali hazırda kazanılan mali hakkın ifası ile ilgilidir. Bu olaylar, mali hakkın ödenmesine ilişkin olması dolayısıyla “mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler”den ayrılır. Zira “mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler”, ödeme alma hakkının kazanılamamasına veya kazanılan ödeme alma hakkının kaybedilmesine yol açar.

9. Mali Hakkın Kaybedilmesine Yol Açan Sebepler ve Mali Hakkın Kaybedilmesine Yol Açan Sebeplerin Ortadan Kalkması

Mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler, ifa alacaklısının mali hak kazanamamasına veya hak kazandığı mali hakları kaybetmesine yol açan olayları (*forfeiture restrictions*) ifade etmektedir⁹⁶. Bu koşulların varlığı halinde ifa alacaklısına herhangi bir ödeme yapılmaz. Bu olayların sona ermesi veya ortadan kalkması halinde de durum değişmez. Bunlar, genellikle; taraflar arasındaki ilişkinin sona ermesi⁹⁷, gölge pay

⁹⁴ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 4.

⁹⁵ Bu konuda bkz. aşağı. Birinci Bölüm, I, B, 8.

⁹⁶ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge paylar; satılamaz, devredilemez, rehin verilemez, takas edilemez, teminat gösterilemez veya başka bir şekilde devredilemez, ipotek edilemez veya elden çıkarılamaz. İşçinin şirketteki istihdamının ölüm, maluliyet veya rıza dışı fesih dışında herhangi bir sebeple sona ermesi durumunda işçi, herhangi bir bedel almaksızın o an itibarıyla mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplere tabi olan tüm gölge payları şirkete iade eder ve bunlar üzerinde hak iddia edemez. Bir önceki cümlede belirtilen devir yasağı ve istihdamın sona ermesi üzerine gölge payları kaybetme ve şirkete iade etme yükümlülüğü, ‘mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler’ olarak anılır.” **FOREST OIL CORP.**: Forest Oil Corporation Phantom Stock Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.1, 12.11.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁷ Bu yönde bkz. **LEE/CRAWFORD/GRATIAS**, s. 441. Ayrıca bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “6.2. maddede aksi belirtilmedikçe hak sahibi, yönetim kurulu üyeliğinin sona erdiği tarihte; v. madde hükümleri uyarınca yüzde yüzüne (%100) hak kazanmadığı bir durumda hak kazanılmayan gölge paylar

sahibinin şirketle rekabet edici faaliyette bulunması⁹⁸, hak sahibinin gölge pay sağlayanın zararına hareket etmesi veya gölge pay sözleşmesi hükümlerine aykırı işlem yapması gibi hallerden oluşmaktadır⁹⁹. Ancak sözleşmelerde bu hallere ilişkin istisnalar da öngörülebilmekte ve mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplerin ortadan kalkmasına (*lapse of forfeiture restrictions*) dair birtakım hükümlere yer verilebilmektedir.

Mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplerin ortadan kalkmasına dair hükümler, belirli olayların gerçekleşmesine ilişkin olabilir¹⁰⁰. Bu durumda söz konusu olayların da normal koşullarda mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplerden olması

için ödeme alma hakkını tamamen kaybeder.” **ROYAL APPLIANCE MFG. CO.:** 2002 Royal Appliance Mfg. Co. Phantom Stock Plan for Directors, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.R, 30.06.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler. Yönetici tarafından aksi belirtilmedikçe hak sahibinin şirketteki yönetim kurulu üyeliği görevinin sona erdiği tarihte (görevin şirket veya yönetim kurulu üyesi tarafından sona erdirilmesi gözetilmeksizin herhangi bir sebeple) hak kazanılmamış olan menfaat kaybedilir. Menfaatin hak kazanılmamış kısmına ilişkin olarak herhangi bir ödeme yapılmaz ve hak sahibi, hak kazanılmadığı ölçüde söz konusu menfaatle ilgili olarak başka hiçbir hakka sahip olmaz. Bunun yanı sıra hak sahibinin pay sahipleri tarafından (yürürlükteki eyalet şirketler hukuku kapsamında belirlenen) bir sebepten ötürü yönetim kurulu üyeliği görevinin sona erdirilmesi durumunda hak sahibine tahsis edilen tüm menfaatler-hak kazanılmış veya hak kazanılmamış olsun- kaybedilir. Hak sahibi, bu menfaatler için herhangi bir ödeme alma hakkına sahip olmaz ve hak sahibinin bu menfaatlerle ilgili ilave hiçbir hakkı bulunmaz.”* **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.:** Old Dominion Freight Line, Inc. Director Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.18.12, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁸ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Mali hakkın kaybedilmesine ilişkin sebepler. yönetim kurulu üyesi, sözleşme süresince ve hizmetin sona ermesini takip eden yirmi dört (24) ay içerisinde, doğrudan veya dolaylı olarak, bireysel olarak veya herhangi bir birey, ortaklık, şirket veya başka bir kuruluşun sahibi, pay sahibi (halka açık bir şirketin payları üzerindeki %3 veya daha küçük bir orandaki payı hariç), ortağı, yetkilisi, yöneticisi, işçisi, acentesi, danışmanı veya bağımsız yüklenicisi olarak: ... (ii) yönetim kurulu üyesinin hizmetinin sona erdiği tarih itibarıyla banka tarafından istihdam edilen herhangi bir bireyin geçici, yarı zamanlı veya daimi olarak istihdam edilmesine veya başka bir şekilde görevlendirilmesine herhangi bir şekilde katılır veya başka bir kişi veya kuruluş tarafından istihdam edilmesine veya başka bir şekilde görevlendirilmesine yardımcı olursa ... sözleşme kapsamında henüz ifa edilmemiş tüm haklarını kaybeder.”* **THE NATIONAL UNION BANK OF KINDERHOOK:** The National Union Bank of Kinderhook Phantom Stock Appreciation Rights Agreement, 1-A (Offering Statement) EX1A-6 MAT CTRCT, 01.06.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁹ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Komite, (i) gölge pay sözleşmesi veya plan hükümlerine uymamanız veya (ii) aşağıdakiler dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere işveren grubunun çıkarlarına zarar verici, aykırı veya düşmanca herhangi bir faaliyette bulunmanız halinde gölge pay sözleşmesi kapsamındaki ödeme alma hakkınızı herhangi bir zamanda iptal edebilir, askıya alabilir, alıkoyabilir veya başka bir şekilde sınırlandırabilir: (a) hizmetinizle ilgili olarak size karşı cezai veya hukuki yaptırımların talep edilebileceği davranışlar (b) içeriden öğrenenlerin ticareti veya taciz karşıtı politikalar dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere işveren grubunun herhangi bir politikasını ihlal etmek veya (c) işveren grubuna karşı düşmanca bir devralma girişimine katılmak.”* **WMS INDUSTRIES INC.:** Wms Industries Inc. Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 30.09.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰⁰ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler, yukarıdaki hak kazanma takvimi gözetilmeksizin, tüm gölge paylar ve kâr payı eşdeğerleri için aşağıdaki tarihlerden en erken olanında tamamen sona erer: (i) kontrol değişikliği veya (ii) hak sahibinin şirketle olan hizmet ilişkisinin hak sahibinin maluliyeti veya ölümü sebebiyle sona ermesi.”* **CYBERONICS INC.:** Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 25.01.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

beklenmektedir. Ancak bu olaylar, hak sahibinin kusuruna dayanmadıklarından hakkın kaybı sonucunu doğurması uygun görülmemektedir. Örneğin ölüm de sözleşme ilişkisini sona erdiren sebepler arasında yer alabilmekte ve dolayısıyla hak sahibinin mali hakları kaybetmesine yol açabilmektedir. Ancak ölümün kişinin kusurundan kaynaklanmaması sebebiyle sözleşmelerde bunun hakkın kaybına ilişkin bir sebep oluşturmayacağına yönelik bir istisna öngörülebilmektedir¹⁰¹. Burada ölüm sebebi üzerinden de bir ayırım yapılması uygun olur. Örneğin alkol bağımlılığından dolayı kişisel yaşamı bozulan bir kişinin kendi sebep olduğu kazada ölmesi halinde ölüm, kişinin kusuruna dayandığından mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepleri ortadan kaldırmaması yerinde olabilir¹⁰². Çünkü hak sahibi kazada ölmese de alkol bağımlılığı sebebiyle kişisel yaşamının bozulması, büyük ihtimalle mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler arasında yer alacak ve hak sahibi, her halde mali hak elde edemeyecektir¹⁰³. Ölümcül bir hastalığa yakalandığını öğrendikten sonra intihar eden hak sahibinin ise mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplere maruz bırakılmaması uygun olur¹⁰⁴. Bu ayrımı sağlamak önemlidir. Çünkü bu hallerde her ne kadar hak sahibi ölmüşse de mirasçılarının¹⁰⁵ mali hakları talep edip edemeyeceği sorunun çözümü gerekir.

Belirli olayların gerçekleşmesinin yanı sıra belirli bir sürenin geçmesi de mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebeplerin ortadan kalkmasını sağlayabilir. Bu konuda şu örnek verilebilir¹⁰⁶:

¹⁰¹ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Aşağıdakilerden birinin gerçekleşmesi halinde mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler ortadan kalkar ve ... gölge paylarınızın belirlenmiş kısmına ilişkin performans ödemeleri yapılır: ... ölüm ...” **PENN NATIONAL GAMING INC.**: Combination Award Certificate, 8-K (Current Report) EX-10.2, 14.02.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰² Acentenin denkleştirme istemi bakımından bu yönde bkz. **ARKAN**, Sabih: Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2024, s. 247.

¹⁰³ Acentenin denkleştirme istemi bakımından bu yönde bkz. **ARKAN**, s. 247.

¹⁰⁴ Acentenin denkleştirme istemi bakımından bu yönde bkz. **ARKAN**, s. 247.

¹⁰⁵ Gölge pay sözleşmesinde ifa alacaklısı hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II, B.

¹⁰⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **FOREST OIL CO.**: Forest Oil Corporation Phantom Stock Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.1, 12.11.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

“Mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler, işçinin tahsis tarihinden bu cümlede açıklanan zamanaşımı tarihine kadar sürekli olarak istihdam edilmesi koşuluyla aşağıdaki şekilde sona erer ve geçerliliğini yitirir: (i) gölge payların %10'una ilişkin mali hakkın kaybedilmesine yol açan sebepler, tahsis tarihinin birinci yılında zamanaşımına uğrar...”

10. İstirdat Hükümleri

İstirdat mekanizması (*clawback provisions*), temelde; belirli olayların gerçekleşmesi üzerine hak sahibine yapılan bir ödemenin gölge pay sağlayan tarafından sözleşmesel bir hakka dayalı olarak geri alınmasını temin etmektedir¹⁰⁷. Bu mekanizmanın işletilmesine yol açan olaylar, düzeltme kaynaklı (*restatement/performance clawback*) olabileceği gibi uygunsuz davranış (*improper conduct/compliance clawback*) kaynaklı da ortaya çıkabilir¹⁰⁸.

Düzeltilme kaynaklı istirdatta genellikle finansal tablolarda veya performans ölçümünde maddi hatalara rastlanması¹⁰⁹ gibi maddi bir hataya dayalı olarak fazla ödeme

¹⁰⁷ Bu yönde bkz. **HIGGINS**, Danielle Angott: “Regulation S-K Item 402(S): Regulating Compensation Incentive-Based Risk through Mandatory Disclosure”, Case W. Rsr. L. Rev., C. 61, S. 3, 2011, s. 1073; **STARK**, Johanna: “Clawback Provisions in Executive Compensation Contracts”, European Company and Financial Law Review, C. 18, S. 4, 2021, s. 670; **WALKER**, David I.: “Executive Pay Clawbacks and Their Taxation”, Florida Tax Review, C. 24, S. 2, 2021, s. 524.

¹⁰⁸ Bu yönde bkz. **CHERRY**, Miriam A./**WONG**, Jarrod: “Clawbacks: Prospective Contract Measures in an Era of Excessive Executive Compensation and Ponzi Schemes”, Minnesota Law Review, C. 94, 2009, s. 424-427; **SMITH**, Bradley R.: “Treating Professional Athletes Like Wall Street Executives: The Potential for Clawback Provisions in Sports Contracts”, Temple Law Review, C. 87, S. 2, 2015, s. 389; **STARK**, s. 683-685.

¹⁰⁹ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Fifth Third Bancorp 2008 Teşvik Tazminatı Planı* kapsamında size yapılan ödemeler dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere herhangi bir ikramiye, komisyon veya diğer mali haklar, eğer ödemeler maddi olarak hatalı finansal tablolar veya maddi olarak hatalı performans ölçüm ölçütlerine dayanıyorsa ‘istirdat’a tabidir.” **FIFTH THIRD BANCORP.**: Form of Agreement Regarding Portion of Salary Payable in Phantom Stock Units, 8-K (Current Report) EX-10.1, 24.09.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Şirketin yeniden beyanda bulunması gerekirse yönetim kurulu, geçerli dönem boyunca şirketin veya tamamına sahip olduğu iştiraki First Guaranty Bank’ın herhangi bir üst düzey yöneticisinin aldığı ve tamamen veya kısmen bir finansal raporlama ölçütüne ulaşılmasına dayalı olarak tahsis edilen, doğrudan veya hak kazanma koşullarının gerçekleşmesi ile kazanılan tüm teşvik temelli tazminatı (pay opsiyonları, devir kısıtlamalı paylar, performans payları, gölge pay, vadesi ertelenmiş pay birimleri veya devir kısıtlamalı pay birimleri dahil olmak üzere nakit veya öz sermaye şeklinde olduğu önemli olmaksızın) (‘Kapsam Dahilindeki Tazminat’) gözden geçirir. Üst düzey yöneticiye ödenen kapsam dahilindeki tazminat miktarı, düzeltilmiş finansal sonuçlara dayanarak belirlendiğinde daha düşük olursa yönetim kurulu, kapsam dahilindeki tazminatın fazlalık kısmının tamamının (vergiden önceki tutar üzerinden) (‘Düzeltilme Kaynaklı Geri Alım’) iadesini talep eder.*” **FIRST GUARANTY BANCSHARES INC.**: Policy for the Recovery of Erroneously

yapılmasına rastlanmaktadır. Hatalı davranıştan kaynaklı olarak bu mekanizmanın işletilmesi halinde ise fazla ödeme, maddi bir hataya dayanmaz. Burada gölge pay sahibinin rüşvet almak gibi uygunsuz hareketlerde¹¹⁰ bulunması sebebiyle yapılan ödemenin haksız olduğu varsayımı ortaya çıkmaktadır¹¹¹. Zira temelde yapılan ödeme haksız olmamakla beraber gölge pay sahibinin belirli davranışları, bu ödemenin yapılmasını hakkaniyete aykırı hale getirmektedir. Bazı hallerde olumsuz etki, açıkça görülmek istenmekte ve istirdat hükümlerinin uygulama alanı bulabilmesi için bu hareketlerin gölge pay sağlayan aleyhine olumsuz etkiler doğurması¹¹² da aranmaktadır¹¹³:

“Bir üst düzey yönetici, olumsuz etkiye yol açan veya yol açması makul olarak beklenebilecek uygunsuz davranışta bulunursa komite-tamamen kendi takdirine bağlı olarak- ilgili maliyetleri ve faydaları değerlendirdikten sonra ilgili dönem boyunca söz konusu üst düzey yöneticiye ödenen kapsam dahilindeki tazminatın tamamını veya bir kısmını (komitenin tamamen kendi takdirine bağlı olarak belirlediği vergi öncesi veya vergi sonrası esasına göre) geri almak için harekete geçebilir (‘Uygunsuz Davranış Kaynaklı Geri Alım’).”

Awarded Compensation, 10-K (Annual Report) EX-97.1, 31.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹¹⁰ Uygunsuz davranışın nelerden oluştuğu konusunda örnek için birçokları yerine bkz. “‘Uygunsuz davranış’, bir üst düzey yöneticinin kasıtlı uygunsuz davranışı (dolandırıcılık, rüşvet veya diğer yasadışı eylemler dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere) veya ağır ihmali anlamına gelir ve her iki durumda da başka bir kişi tarafından söz konusu uygunsuz davranışın veya ağır ihmalin uygun şekilde bildirilmemesini veya bunlarla ilgili uygun düzeltici önlemin alınmamasını içerir.” **PRUDENTIAL FINANCIAL INC.**: Prudential Financial, Inc. Clawback Policy, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.06.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹¹¹ Genel olarak istirdat hükümleri ile adaletsiz bir durumun devam etmesinin engellendiği yönünde bkz. **CHERRY/WONG**, s. 411.

¹¹² Olumsuz etki ile ne kastedildiği konusunda örnek için birçokları yerine bkz. “‘Olumsuz etki’, şirketin veya bağlı şirketlerinden herhangi birisinin ya da bunların herhangi bir biriminin veya sektörünün itibarı üzerinde yaratılan önemli bir olumsuz etki veya bunlar için önemli bir olumsuz ekonomik sonuç anlamına gelir.” **FIRST GUARANTY BANCSHARES INC.**: Policy for the Recovery of Erroneously Awarded Compensation, 10-K (Annual Report) EX-97.1, 31.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹¹³ Bu hükmün yer aldığı belge için bkz. **ORION GROUP HOLDINGS INC.**: Clawback Policy, 10-K (Annual Report) EX-97.1, 31.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 29.12.2024).

İstirdat hükümlerinin düzenlenmesinde¹¹⁴ iki farklı uygulama tercih edilmektedir. Bunlardan ilkinde istirdat hükümleri, gölge pay sözleşmesinde detaylı şekilde düzenlenmektedir¹¹⁵. Dolayısıyla sözleşme metninde hangi hallerin istirdat kapsamına girdiğine doğrudan yer verilmektedir. Diğer uygulamada ise gölge pay sağlayan tarafından genellikle ayrı bir istirdat politikası oluşturulmaktadır. Bu halde sözleşmede veya planda istirdat hükümlerinin ayrıntısına yer verilmemekte ve yalnızca bu politikaya¹¹⁶ ve ilişkili mevzuata yollama yapılmaktadır¹¹⁷. Dolayısıyla bu uygulamada istirdat politikası, gölge pay sözleşmesinin bir eki haline getirilmektedir.

II. Hukuk Düzenlerindeki Yeri ve Tarihçesi

A. Türk Hukuku

Türk hukukunda gölge pay sözleşmesi ve bununla ilgili kavramlar, açık bir düzenlemeye konu olmadığı gibi -tespit edebildiğimiz kadarıyla- mevzuatta terim olarak da yer almamaktadır. Ancak bu sözleşme, uygulamada kullanılan¹¹⁸ bir araçtır. Mahkeme

¹¹⁴ ABD hukukunda istirdata ilişkin düzenleme yapılması, mevzuatta belirli şirketler için zorunlu tutulmaktadır. Bkz. 124 Stat. 1376 § 954

¹¹⁵ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Eğer şirketin mali sonuçlarında hak sahibinin hilesi veya kasıtlı kötü davranışı sebebiyle ya da büyük ölçüde bu davranışı sebebiyle önemli bir düzeltme yapılması gerekirse nihai menfaatin tamamı (hak kazanılmış veya kazanılmamış olsun) kaybedilir. Hak sahibi, bu belgenin 5. maddesi uyarınca herhangi bir ödeme alma hakkına veya nihai menfaatle ilgili başka herhangi bir hakka sahip olmaz. Ayrıca hak sahibi-talep üzerine- düzeltme öncesinde halihazırda yapılmış olan tüm ödemeleri iade etmekle yükümlüdür.” **ALBANY INTERNATIONAL CORP.**: 2018 Award Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.(I)(XIV), 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹¹⁶ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Menfaatlerin geri alınması. Plan kapsamında sağlanan menfaatler, şirketin teşvik bazlı tazminatın geri alınmasını veya iadesini düzenleyen geçerli yasal gerekliliklere uygun hale getirilmek üzere zaman zaman tadil edilebilecek olan istirdat politikasının hükümleriyle tutarlı ve komitenin takdirine bağlı olarak fesih, iptal, uyarılma veya diğer değişikliklere tabidir.” **CASS INFORMATION SYSTEMS INC.**: Cass Information Systems, Inc. 2023 Omnibus Stock and Performance Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 18.04.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹¹⁷ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “İstirdat hükümleri. Hak sahibi, menfaat karşılığında (i) şirketin veya bağlı şirketlerinin zaman zaman yürürlükte olan ve menfaatin tahsisinden önce veya sonra kabul edilen tüm geçerli tazminat, istirdat, iade veya benzeri politikalarına ve (ii) yürürlükteki mevzuatın gerektirebileceği diğer istirdat kurallarına ((i) ve (ii) birlikte ‘İstirdat Hükümleri’) tabi olmayı kabul eder. Hak sahibi, istirdat hükümlerinin menfaat ile bağlantılı olarak ödenecek tutarlarla sınırlı olmadığını anlar.” **VISHAY INTERTECHNOLOGY INC.**: Award Agreement under the Vishay Intertechnology Inc. 2023 Long-Term Incentive Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.66, 31.12.2023 (E.T. 21.04.2025).

¹¹⁸ Muhasebe uzmanı pozisyonuna yapılacak alım için oluşturulan bir ilanın “Ödüllendirme ve Takdir” başlığı altında şirketin gölge pay sözleşmesi uyguladığı açıkça belirtilmiştir. Bkz. <https://www.kariyer.net/is-ilani/rubik-elektronik-para-ve-odeme-hizmetleri-a-s-muhasebe-uzmani-3924279>, 13.08.2024 (E.T. 21.04.2025). Aynı şirketin gölge pay sözleşmesini aktif şekilde uyguladığı yönünde bkz. <https://www.analizgazetesi.com.tr/haber/rubikpara-calisan-deneyimini-rubikup-ile-yeniden->

kararlarına henüz yansıyan bir uyuşmazlık söz konusu olmasa da uygulamada kullanılmasının bir sonucu olarak ilgili kavramlarla birlikte öğretide gündeme gelmektedir. Buna karşılık gölge pay sözleşmesi ve ilgili kavramları, bir monografi çerçevesinde detaylı olarak inceleyen akademik çalışmaya tesadüf edilememiştir.

Tespit edebildiğimiz kadarıyla Türk hukukunda gölge pay sözleşmesi ve bununla ilgili kavramlar, ilk kez 1999 yılında bir akademik çalışmada yer almış¹¹⁹ ve 1999 yılından itibaren bu kavramları ele alan akademik çalışma sayısında çok büyük bir artış yaşanmamıştır¹²⁰. Kaldı ki söz konusu akademik çalışmalar, gölge pay sözleşmesi veya ilgili kavramların tanımlanmasıyla veya yalnızca anılmasıyla¹²¹ sınırlı kalmıştır. Bu sınırlılıkta, uygulamada gölge pay sözleşmesinin son yıllarda yaygın hale gelmesinin

tanımlıyor-4752/, 20.08.2024 (E.T. 21.04.2025). Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş.'nin KAP'a yaptığı bildirimin ekinde piyasa yapıcısı olduğu Deutsche Bank A.G.'nin "31 Aralık 2019 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Konsolide Finansal Tablolar" başlıklı finansal tabloları yer almaktadır. Bu tabloların "DWS Hisse Bazlı Ücret Planları" başlığı altında ise gölge pay sözleşmesi veya bu tablolarda kullanılan ifadeyle "hayalet hisse planı" uygulandığı açıkça ifade edilmiştir. Örneğin "2018 DWS Hisse Senedi Planı" adıyla anılan ve seçilmiş üst düzey yöneticilere uygulanan planda; 2022-2023-2024 yıllarının mart ayında menfaatin 1/3'ü kazanılacak şekilde bir kurgu oluşturulmuştur. 2019 yılında uygulanan plan ile de 2018'dekine nazaran hak sahibi olan kişilerin kapsamı genişletilmiştir. Bkz. **DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.**: Yatırım Kurulu Varant-Sertifika-Senetlerine İlişkin Bildirim, 03.04.2020 (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/834504>, E.T. 21.04.2025).

¹¹⁹ Bu çalışma için bkz. **DEMİRKAN**, s. 12-13/25/34.

¹²⁰ Türk hukukunda gölge pay sözleşmesi veya bununla ilgili kavramlara yer veren -tespit edilebildiğimiz kadarıyla- akademik çalışma sayısı 15 civarındadır. Bu konuda tespit edebildiğimiz akademik çalışmalar için bkz. **DEMİRKAN**, s. 12-13/25/34; **ATASOY**, Yasemin: Çalışanların Sermayeye Ortaklığı (Çalışanları Hisse Senedi Edindirme) Konusunda Şirketler ve Çalışanlar Üzerine Bir Uygulama ve Türkiye İçin Öneriler, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2009, s. 56-57; **ÖZER**, Işık: Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde Anonim Şirket Yöneticilerinin Mali Hakları, Ankara 2013, s. 186-187; **BOZKURT YAŞAR**, Sevgi: Anonim Şirketlerde İşadamları Kararı İlkesinin (Business Judgment Rule) Uygulanması, İstanbul 2015, s. 80/107, dn. 220/303; **AKIN**, Mustafa Şeref: "Çalışanlara Hisse Opsiyonu Planlamasının Sebepleri, Şartları ve İşleyişi", GİPAD, C. 3, S. 6, 2019, s. 152; **AKMAN**, Selman: Hisse Bazlı Ödemelerin Türk Vergi Kanunları ve Muhasebe Standartlarına Göre İncelenmesi ve Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019, s. 9/17-18; **BAŞ**, Kadir: Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirketlere Katılımı, İstanbul 2021, s. 32; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, Nihan: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, İstanbul 2021, s. 308, dn. 807; **EKTİREN**, Murat: Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları Uygulamaları Çerçevesinde Türkiye'deki Yasal Mevzuatın İncelenmesi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2022, s. 23/30; **KAHRAMAN**, Deniz: "Dünyada Şirket Çalışanlarını Temsil Uygulamaları", Gösterge, Yaz 2022, s. 32/37/39/44; **AKDAĞ**, G. Can: Girişim Şirketi (Start-Up), İstanbul 2023, s. 199-200; **CİVAN**, Orhan Ersun/**YATAĞAN ÖZKAN**, Çiğdem: "İşçilere Yönelik Hisse Senedi Opsiyon Planlarının İş ve Sosyal Güvenlik Hukuku Açısından Değerlendirilmesi", SİHD, S. 50, 2023, s. 95; **KARAKÖSE**, Osman: Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Hakları, Ankara 2023, s. 308; **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 100-106.

¹²¹ Yalnızca gölge pay sözleşmesi veya bununla ilgili kavramları anmakla yetinen akademik çalışmalar için bkz. **ÖZDEŞ**, Elif: Asırlık Aile İşletmelerinin Sürdürülebilirlik Sürecinin İşleyişi Üzerine Bir Araştırma, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019, s. 71; **TEKİNALP**, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, İstanbul 2020, s. 285, N. 12-114.

etkili olduğu kanısındaız. Dolayısıyla bu sözleşmenin Türk hukuku açısından tam olarak açıklığa kavuştuğunu ifade etmek doğru olmayacaktır.

B. ABD Hukukunda

Gölge pay sözleşmesi, Türkiye’de olduğu gibi Avrupa’da da yeni bir araçtır¹²². Avrupa ve Türkiye’deki durumun aksine ABD hukukunda ise bu sözleşme konusunda 1950’lerden itibaren gelişen¹²³, nispeten yerleşik bir uygulama bulunmaktadır. Öyle ki ABD hukukunda 1940’larda uygulanmaya başlanan¹²⁴ gölge pay sözleşmesi, 1970’lerde yaygınlık kazanmıştır¹²⁵. Tespit edebildiğimiz kadarıyla bu kavram, 1958 yılında ilk defa bir ABD mahkeme kararına¹²⁶ da konu olmuş ve 1960’lardan bu yana yaygın olarak çeşitli akademik çalışmalarda¹²⁷ incelenmiştir.

ABD hukukunda uygulamada ve öğretilde kendine yer bulan gölge pay sözleşmesi ve bununla ilgili kavramlar, bazı eyaletlerde mevzuata da girmiştir¹²⁸. Bu sözleşme, ABD menşeli şirketlerce de yoğun olarak kullanılmaktadır¹²⁹. Dolayısıyla kavram kökeninin

¹²² Gölge pay sözleşmesinin de dahil olduğu uzun vadeli teşvik planları (*long term incentive plans*), Avrupa’da ABD hukukunun etkisiyle ancak 1990’larda yaygınlık kazanabilmiştir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **THOMAS**, Randall/**CHEFFINS**, Brian R.: “The Globalization (Americanization?) of Executive Pay”, *BBLJ*, C. 1, S. 2, 2004, s. 246-251.

¹²³ ABD’de gölge pay sözleşmesinin yaygınlaşması, **Koppers Co.**’nin 1950’lerde uyguladığı prim programını takiben gerçekleşmiştir. Bkz. **KONZ**, s. 320. Bu plan hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **LEVAL/SCHULZE**, s. 619-620.

¹²⁴ Bu yöndeki tespit için bkz. **PATTEN**, Thomas Henry Jr.: *Pay: Employee Compensation and Incentive Plans*, New York 1977, s. 499.

¹²⁵ Bu yöndeki tespit için bkz. **PATTEN**, s. 499; **HENDERSON**, s. 472.

¹²⁶ Bu mahkeme kararı için bkz. *Berkwitz v. Humphrey*, U.S. District Court for the Northern District of Ohio, 163 F. Supp. 78, 14.05.1958 (Justia, E.T. 21.04.2025).

¹²⁷ Gölge pay sözleşmesini veya bununla ilgili kavramları konu alan-tespit edebildiğimiz kadarıyla- en eski akademik çalışmalar için bkz. **ADELSTEIN**, Harvey M.: “Deferred Compensation--The Phantom Stock Plan Materializes”, *Case W. Rsrv. L. Rev.*, C. 12, S. 1, 1960, s. 63-74; **SMYTH**, Richard C.: *Financial Incentives for Management*, New York 1960, s. 172-174; **TRIMBLE**, s. 14-15.

¹²⁸ İlgili düzenlemelerden bazıları için bkz. *Cal. Code Regs. Tit. 10, § 260.105.5*; 26 CFR § 1.1504-4; 26 CFR § 1.409(p)-1.

¹²⁹ ABD’de faaliyet gösteren ve ABD Sermaye Piyasası Kurulu (*U.S. Securities and Exchange Commission*) nezdinde gerçekleştirdikleri bildirim faaliyetleri sonucunda gölge pay sözleşmesi uyguladığını tespit ettiğimiz şirketlerden bazıları için bkz. **KRISPY KREME DOUGHNUTS INC.**: Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933, S-1/A (Registration Statement), 10.01.2001 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **H.J. HEINZ HOLDING CORP.**: Form S-4 Registration Statement under the Securities Act of 1933, S-4 (Registration Statement- Business Combination), 10.04.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 27.01.2024); **CATERPILLAR INC.**: Statement of Changes in Beneficial Ownership, 4 (Insider Trading Report), 26.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

ABD hukuku olması¹³⁰ ve bu hukuk düzeninde kavramın öğreti, uygulama, mevzuat, mahkeme kararları ekseninde yer alan bir araç olması, kavrama ilişkin tanımlarda ve kavramın içeriğinin belirlenmesinde bu hukuk düzenine başvurulmasını zorunlu kılmaktadır.

III. Terminoloji Sorunu

A. Sorunun Ortaya Konulması

1. Kavramı Karşılama Amacıyla Kullanılan Terimler

a) Genel Olarak

Gölge pay sözleşmesi, büyük oranda; gölge pay kavramını ifade etmek için kullanılan terimlerin yanına “sözleşmesi, anlaşması” gibi ifadeler eklenmek suretiyle terimleştirilmektedir. Dolayısıyla terminoloji sorununu ortaya çıkaran asıl unsur, gölge pay kavramını ifade etmek için kullanılan terimlerden kaynaklanmaktadır. Bu sebeple terminoloji sorunu, gölge pay kavramını ifade etmek için kullanılan terimler üzerinden incelenecektir.

b) ABD Hukukunda

Gölge pay sözleşmesinin ABD hukukunda 1940’lardan itibaren uygulanan bir araç olmasının doğal sonucu olarak gölge payı ifade etmek için zaman içerisinde çeşitli terimler kullanılmıştır. Akademik çalışmalar¹³¹, mahkeme kararları¹³², uygulayıcıların

¹³⁰ Bu yönde bkz. **COPEMAN**, George Henry: The Chief Executive and Business Growth: A Comparative Study in the United States, Britain and Germany, London 1971, s. 260.

¹³¹ *Phantom stock* teriminin tercih edildiği bazı akademik çalışmalar için bkz. **ADELSTEIN; LEVAL/SCHULZE; FEDDERSEN**, James A./**SCHWEITZER**, John M.: “Stock Compensation Plans”, Wisconsin Law Review, C. 1971, S. 3, 1971; **GROSSMAN**, Steven D./**KILPATRICK**, Bob G./**MISTER**, William G.: “A Comparative Analysis of Stock-Based Incentives for Executives”, Tax Executive, C. 37, S. 3, 1985; **KUBICZKY; CLARK; SAMPSON**.

¹³² *Phantom stock* teriminin tercih edildiği bazı mahkeme kararları için bkz. Harry A. Dower, Robert F. Hunsicker, and Harry A. Dower, trustees, and Donald K. Hager v. Mosser Industries, Inc. and Ecolaire, Inc., U.S. Court of Appeals for the Third Circuit, 648 F.2d 183, 05.05.1981 (Justia, 21.04.2025); Charles S. Foltz, et al. v. U.S. News & World Report, Inc., et al., U.S. District Court, District of Columbia, 613 F. Supp. 634, 14.06.1985 (Justia, 21.04.2025); Emmenegger v. Bull Moose Tube Co., United States District Court, E.D. Missouri, Eastern Division, 33 F. Supp. 2d 1127, 12.11.1998, (Casetext, E.T. 21.04.2025); Hahn v. National Bank, NA., U.S. District Court for the Eastern District of New York, 99 F. Supp. 2d 275, 12.06.2000 (Justia, E.T. 21.04.2025).

kamuya yansıyan çeşitli belgeleri¹³³ ve mevzuat¹³⁴ çerçevesinde -tespit edilebildiğimiz kadarıyla- bu terimler arasında en sıklıkla *phantom stock* (hayalet pay) terimi kullanılmaktadır. Ancak gölge pay; *phantom equity* (hayalet sermaye)¹³⁵, *shadow stock* (gölge pay)¹³⁶, *pretend stock* (sembolik pay)¹³⁷, *synthetic equity* (sentetik sermaye)¹³⁸, *performance shares* (performans payları)¹³⁹, *stock equivalency (units)* (pay eşdeğer birimler)¹⁴⁰, *mirror stock* (yansıma pay)¹⁴¹ terimleri ile de anılmaktadır. Bu terimler, genellikle *phantom stock* terimiyle ikame edilebilir şekilde kullanılmakta olup gölge pay kavramının tek başına bu terimlerle ifade edilmesine ender rastlanmaktadır.

¹³³ *Phantom stock* terimini tercih eden uygulayıcıların kamuya yansıyan belgelerinden bazıları için bkz. **FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA**: Fresenius Medical Care Ag & Co. Kгаа Phantom Stock Plan 2011, 6-K (Current Report) EX-10.5, 02.08.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, 21.04.2025); **IES HOLDINGS INC.**: Form 10-Q Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(D) of the Securities Exchange Act of 1934, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 13.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **RESPIRERX PHARMACEUTICALS INC.**: Form 8-K Current Report Pursuant to Section 13 or 15(D) of the Securities Exchange Act of 1934, 8-K (Current Report), 07.06.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **PEAPACK GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Performance Award Agreement for Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹³⁴ *Phantom stock* teriminin tercih edildiği düzenlemelerden bazıları için bkz. 26 U.S.C. § 409 (2018); 2 DC Code § 32-581.01 (2024); CO Rev. Stat. § 39-22-542 (2024).

¹³⁵ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. **BARRETT**, Linda: “Unsharing the Wealth: Recent Economic Volatility has Greatly Impacted Executive Compensation”, Rutgers Law Review, C. 54, S. 1, 2001, s. 306, dn. 108; **ROSENFELD**, Larry/**FRIEDMAN**, Harry: “Succession Planning in the Closely Held Business”, Compensation & Benefits Review, C. 36, S. 3, 2004, s. 65.

¹³⁶ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. **STANTON**, Charles P.: “Deferring Executives' Compensation”, Brief, C. 58, S. 1, 1962, s. 25; **LEVAL/SCHULZE**, s. 619; **HANCOCK**, William A.: “The Non-Qualified Stock Option Plan and the Shadow Stock Plan”, Business Lawyer, C. 24, S. 4, 1969, s. 1254. Bu terimin tercih edildiği mahkeme kararlarından bazıları için bkz. Reginald Boudinot, et al. v. Ralph W. Shrader, et al., U.S. District Court Southern District of New York, 09 Civ. 10163, 10.04.2013 (Justia, 21.04.2025); Jeffrey Burke v. Apogee Corporation, D/B/A Impact Plastics, Inc. and Superior Plastics Extrusion Company, Inc., U.S. District Court District Of Connecticut, 3:15-CV-01012, 25.09.2017 (Justia, 21.04.2025).

¹³⁷ Bu terime yer veren çalışma için bkz. **ELLIG**, Bruce R.: “Phantom Stock Executive Compensation Plans”, Compensation & Benefits Review: The Journal of Total Compensation Strategies, C. 46, S. 2, 2014, s. 89.

¹³⁸ Bu terime yer veren çalışma için bkz. **PIRONTI**, Donna/**BENSON**, Mitchell: “Performance Awards through Employee Stock Compensation Plans”, Family Advocate, C. 41, S. 2, 2018, s. 18.

¹³⁹ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. **WALKER**, David I.: “The Non-Option: Understanding the Dearth of Discounted Employee Stock Options”, Boston University Law Review, C. 89, S. 5, 2009, s. 1513; **ADES-LAURENT**, Gala: “Disappearing Stock Options: The Evolution of Equity Pay”, Columbia Business Law Review, C. 2017, S. 1, 2017, s. 369. *Phantom stock* ile *performance shares* terimlerinin farklı anlamlarda kullanılmasına da rastlanmaktadır. Bu yönde bkz. **REHNERT**, Geoffrey S.: “The Executive Compensation Contract: Creating Incentives to Reduce Agency Costs”, Stanford Law Review, C. 37, S. 4, 1985, s. 1152.

¹⁴⁰ Bu terime yer veren çalışma için bkz. **DRAKE**, s. 423.

¹⁴¹ Bu terime yer veren çalışma için bkz. **CORNWALL/VANG/HARTMAN**, s. 188.

Sonuç itibarıyla gölge pay kavramını ifade etmek için terim içerisinde mutlaka “pay veya pay senedi” ifadeleri kullanılmaktadır. Kavramın pay olmadığını vurgulamak amacıyla “hayalet, gölge, sentetik” veya kavramın şirket performansı ile ilişkisini belirtmek için “performans” ifadelerine de yer verilmektedir. Bu bağlamda kullanılan terimler, farklılık arz etse de yaklaşık olarak benzer anlamları içermektedir.

c) Türk Hukukunda

Türk hukukunda gölge pay sözleşmesini konu alan akademik çalışmalarda gölge pay ve gölge pay sözleşmesi kavramlarını ifade etmek üzere fantom hisse senedi¹⁴², farazi hisse senedi opsiyon planları¹⁴³, hayalet pay¹⁴⁴, gölge pay/hisse¹⁴⁵, *phantom* pay/hisse senedi¹⁴⁶, farazi pay opsiyonu/planları¹⁴⁷ ile zahiri hisse senedi planları¹⁴⁸ terimleri kullanılmaktadır. Uygulayıcılar tarafından ise gölge pay kavramı; gölge pay opsiyonu¹⁴⁹, sanal pay¹⁵⁰, hayalet pay opsiyonu¹⁵¹ veya fantom pay opsiyonu/hisse senedi¹⁵² terimleriyle ifade edilmektedir. Dolayısıyla genel uygulama, ABD hukukunda olduğu gibi kavramı pay ile ilişkilendirmek açısından “pay/hisse” ve kavramın pay olmadığını

¹⁴² Bu terime yer veren çalışma için bkz. AKIN, Hisse Opsiyonu, s. 152.

¹⁴³ Bu terime yer veren çalışma için bkz. CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN, s. 95.

¹⁴⁴ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. BAŞ, s. 32; AKDAĞ, s. 199.

¹⁴⁵ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. BAŞ, s. 32; GÜNAY, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 100-106.

¹⁴⁶ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. DEMİRKAN, s. 12; ATASOY, s. 56; AKMAN, s. 9; DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN, s. 308, dn. 807; EKTİREN, s. 30.

¹⁴⁷ Bu terime yer veren çalışmalar için bkz. ÖZER, s. 186; KARAKÖSE, s. 308.

¹⁴⁸ Bu terime yer veren çalışma için bkz. ÖZDEŞ, s. 71.

¹⁴⁹ Bu yönde bkz. ALTUNBAŞ SANCAK, Zahide/JAFAROVA, Sevinç: “Çalışanların Şirkete Ortak Edilmesi: Pay Opsiyon Planları”, 2021 (<https://www.guleryuz.av.tr/tr/news-publications/detail/calisanlarin-sirkete-ortak-edilmesi-pay-opsiyon-planlari>, E.T. 21.04.2025); PASLI, Ali/KAYA, Mehmet Bedii/AKSÖZ, Elif/YOLLU, Yağmur (Edr.): “Yine Gündemde: Çalışan Pay Opsiyon Planları (ESOP) ve Uygulamaları”, The New Print, S. 99, 2022, s. 4 (https://gokce.av.tr/wp-content/uploads/2022/03/The_Fine_Print_Subat_2022_99_TR_V1.pdf, E.T. 21.04.2025); GÖKÇE, Görkem/SERTBAŞ, Nazlı Nehir: “Gölge Pay Opsiyonları”, 13.03.2024 (<https://turkishlawblog.com/insights/detail/golge-pay-opsiyonlari#:~:text=%5B1%5D%20G%C3%B6lge%20pay%20veya%20hayalet,bir%20menfaate%20hak%20kazanm%C4%B1%C5%9F%20olmaktad%C4%B1r.,E.T.21.04.2025>).

¹⁵⁰ Bu terime yer veren çalışma için bkz. CELEP, Ece Elvan: “Gölge Pay Opsiyon Sözleşmeleri”, 19.02.2025 (<https://www.asylegal.com/tr/phantom-share-option-agreements/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁵¹ Bu yönde bkz. GÖKÇE/SERTBAŞ.

¹⁵² Bu yönde bkz. BAYDAR, Hazal C./İSLAMAGEÇ, Sevi: “Türkiye’de Pay Opsiyon Planları ve Birleşme Devralmalara Etkileri”, 2023 (<https://www.mondaq.com/turkey/shareholders/1355558/t%C3%BCrkiyede-pay-opsiyon-planlar%C4%B1-ve-birle%C5%9Fme-devralmalara-etkileri>, E.T. 21.04.2025).

vurgulamak için “fantom, gölge, farazi” ifadelerine yer vermek noktasında uzlaşa yönündedir. Buna karşılık her ne kadar uygulayıcılar nezdinde gölge pay terimi büyük oranda kabul görmüşse de ABD hukukunda olduğunun aksine Türk hukuku açısından *phantom stock* gibi bir terim kesin bir şekilde öne çıkmamıştır. Dolayısıyla Türk hukukunda tam olarak bir terim birliği oluşmadığı açık olup bu durum, esasen aynı terimin farklı şekillerde Türkçe’ye çevrilmesinden kaynaklanmaktadır.

2. Kullanılan Terimlerin Sebep Olduğu Olumsuzluklar

a) Terim-Kavram Uyumsuzluğu Yaratması

(1) Pay/Hisse Terimi

Gölge pay ve gölge pay sözleşmesini ifade etmek kullanılan terimler, mutlak surette pay/hisse ifadesini içermektedir. Oysa gölge pay, şirketin paylarına karşılık gelmemekte ve hak sahibi gölge pay ile ücretlendirildiğinde genellikle şirket payları üzerinde herhangi bir hakka sahip olmamaktadır¹⁵³. Bu yönüyle hem Türk hukukunda hem ABD hukukunda kullanılan terimler, kavramla uyumsuzluk içerisindedir¹⁵⁴.

Her ne kadar “fantom, gölge, sentetik” benzeri ifadelere yer verilerek terimin pay/hisse olmadığı vurgulanmaya çalışılsa da söz konusu ifadelerin bu konuda yeterli olmadığı düşüncesindeyiz. Zira payı nitelendirmek açısından kullanılan bu ifadeler, kavramın pay olmadığını belirtmekten çok imtiyazlı paylarda veya primli paylarda olduğu gibi kavramı yeni bir pay çeşidi olarak yorumlanmaya müsait hale getirmektedir. Bu ise muhataplarda pay sahibi olacakları yanılgısı oluşturabilir¹⁵⁵. Dolayısıyla gölge pay için “pay/hisse” ifadesinin mevcut şekilde kullanılmasının yerinde olmadığı kanaatindeyiz.

¹⁵³ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

¹⁵⁴ Bu yönde bkz. **WALTER**, Douglas H.: “An Overview of Techniques for Rewarding Key Corporate Executives”, *Executive Compensation*, Bryn Mawr 2004, s. 5.7.

¹⁵⁵ Bu yönde bkz. **SCHNEIDER**, s. 5.14.

(2) Opsiyon Terimi

Öğretide¹⁵⁶ ve uygulamada¹⁵⁷ gölge pay sözleşmesi ile gölge pay kavramlarını ifade etmek için gölge pay opsiyonu ve gölge pay opsiyon sözleşmesi terimleri sıklıkla kullanılmaktadır. Ancak opsiyon ifadesi, opsiyon hakkını çağrıştırmaktadır. Gölge pay sözleşmesi ise kişilere opsiyon hakkı tanımamaktadır. Zira opsiyon hakkı, kararlaştırılan süre içerisinde kullanılabilecek¹⁵⁸ tek taraflı bir beyanla sözleşme kurma¹⁵⁹ veya var olan bir sözleşmeyi değiştirme hakkını¹⁶⁰ ifade etmektedir. Diğer tarafın onayına, iznine veya başka bir işlemine ihtiyaç yoktur¹⁶¹. Hak sahibi, tek taraflı bir beyanda bulunarak önceden kararlaştırılan koşullarla bir sözleşmenin kurulmasını sağlayabilmektedir. Bunun yanında hali hazırda mevcut bir sözleşmenin süresinin uzatılmasında olduğu gibi¹⁶² sözleşmenin değiştirilmesi de hakkın konusunu oluşturabilmektedir. Oysa gölge pay sahibinin tek taraflı beyanıyla sözleşme kurma veya değiştirme hakkı bulunmamaktadır. Taraflar, aralarındaki ilişkiyi sağlayan hizmet, vekalet gibi sözleşmeler ve gölge pay sözleşmesi haricinde bir sözleşmeye taraf değildir. Bu sözleşmeler ise tarafların mutabakatı ile kurulduğu gibi sözleşmelerin içeriğine müdahale etme hakkı da ancak iki tarafın mutabakatı ile olanaklıdır. Dolayısıyla opsiyon hakkının sağladığı sözleşme kurma veya değiştirme hakkı, gölge pay sözleşmesi ile sağlanan hakların içeriğinde bulunmamaktadır¹⁶³. Bu anlamda gölge payın ve gölge pay sözleşmesinin opsiyon

¹⁵⁶ Bu kullanıma yer veren çalışmalar için bkz. **WALLACE**, Emmett: “Should We Continue to Encourage the Use of Restricted Stock Options”, Taxes- The Tax Magazine, C. 39, S. 10, 1961, s. 792; **OVERMAN**, s. 461; **KARAKÖSE**, s. 308; **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95.

¹⁵⁷ Bu kullanım için bkz. **ALTUNBAŞ SANCAK/JAFAROVA**; **PASLI/KAYA/AKSÖZ/YOLLU**; **BAYDAR/İSLAMAGEÇ**; **GÖKÇE/SERTBAŞ**.

¹⁵⁸ Bu yönde bkz. **ESİN**, G. İsmail: Birleşme ve Devralmalar, İstanbul 2020, s. 335, N. 587.

¹⁵⁹ Bu yönde bkz. **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU**, Necip/**HATEMİ**, Hüseyin/**SEROZAN**, Rona/**ARPACI**, Abdülkadir: Borçlar Hukuku Genel Bölüm: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme, İstanbul 2017, s. 110, N. 29.

¹⁶⁰ Bu yönde bkz. **KIRCA**, İsmail: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, s. 36; **BUZ**, Vedat: Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar, Ankara 2005, s. 160; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 115.

¹⁶¹ Opsiyon hakkının hakkın muhatabına sözleşme kurmayı sağlayıcı beyanda bulunma borcunu da kapsadığı da ifade edilebilmektedir. Bu yönde bkz. **AKIN**, Murat Yusuf/**CANKAT**, Rifat: “Limited Ortaklıklarda Opsiyon Haklarının Hukuki Niteliği”, MÜHF-HAD, C. 28, S. 2, 2022, s. 983.

¹⁶² Opsiyon hakkının konusu, sözleşme süresinin uzatılması olabilir. Bu yönde bkz. **BUZ**, s. 160-161.

¹⁶³ Bu yönde bkz. **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 102.

ifadesiyle birlikte kullanılmasının yerinde olmadığı görüşündeyiz. Bu şekilde bir kullanım, gölge pay sözleşmesinin sağladığı haklar konusunda yanıltıcı olabilir¹⁶⁴.

b) Muhataplarında Olumsuz İntiba Yaratması

Kullanılan terimler, kavramı ifade etmekte yetersiz kaldığı gibi gölge pay sözleşmesinin muhataplarında da bu sözleşme konusunda olumsuz intiba oluşturabilmektedir. Öyle ki bu terimler, sağlanacak hakkın şüpheli olduğu yanılgısına sebep olabilmekte ve kişileri kaygılandırarak bu araca başvurmak konusunda isteksiz davranmalarına yol açabilmektedir¹⁶⁵. Diğer bir ifadeyle kişiler, bu araca başvurdıklarında kendilerine sağlanacak hakkın ne olacağı ve değeri konusunda şüpheyeye düşebilmektedir. Bu anlamda muhataplar, bu hakkın niceliksel olarak talebe değer olmadığı intibasına kapılabilmektedir¹⁶⁶. Nitekim kullanılan terimlerde “fantom, gölge, sentetik” benzeri hukuki olmayan ifadeler yer verildiği gözetildiğinde bu sonucun doğması da doğaldır. Kavramın pay olmadığını vurgulamak amacını güden bu ifadeler, kavramın tam olarak neyi ifade ettiğini açıklayamadığı gibi sağlanacak hakkın değerini düşürücü bir algı da oluşturmaktadır. Bu yönüyle gölge pay sözleşmesinin herhangi bir tereddüt yaratmadan kullanılabilmesi için terimler içerisinde “fantom, gölge, sentetik” ifadelerine yer verilmemesi gerektiği kanaatindeyiz.

c) Kavram Karmaşasına Sebep Olması

ABD hukukundaki “*shadow stock*” teriminin Türkçeye çeviri şekillerinden birini oluşturan “hayalet pay” terimi, Türk hukukunda kavram karmaşası yaratmaktadır. Zira bu terim, Türk hukukunda hali hazırda farklı bir kavramı ifade etmek için de kullanılmaktadır. Buna göre sermayenin iyileştirilmesi amacıyla sıfıra indirilmesi ve

¹⁶⁴ Aynı yönde bkz. **COHEN**, Tristen: “Curbing Executive Compensation: A New Tax Scheme”, Legislation & Policy Brief, C. 5, S. 2, 2013, s. 205.

¹⁶⁵ Bu yönde bkz. **REINER**, Eric L.: “Phantom Stock”, Colorado Business Magazine, C. 24, S. 9, 1997 s. 27.

¹⁶⁶ Bu yönde bkz. **HARGROVE**, Jamie/**MADDEN**, Roger: Estate Planning and the End of Inefficient Lawyers, Louisville 2015, s. 259.

sonrasında sermaye artırımı yapılması halinde mevcut pay sahiplerinin TTK m. 461/2 uyarınca rüçhan haklarının tamamen kaldırılması sebebiyle hayalet pay sahipleri ortaya çıkabilmektedir¹⁶⁷. Bu kişiler, sermaye artırımına katılmamalarına ve paylarının itfasına karşılık oy hakkını kullanabilmektedir¹⁶⁸.

Cankat, payların miras yolu ile intikali halinde hak ehliyeti bulunmayan bir kimsenin şirket kayıtlarına göre hak sahibi olarak gözüktüğü ve fakat yönetsel hakları kullanma olanağının olmadığı hallerde hak ehliyetini kaybetmiş bu kişiye ait görünen payları da hayalet pay olarak adlandırmaktadır¹⁶⁹.

Gölge pay kavramı ile herhangi bir ilişkisi bulunmayan bu kavramları da ifade eden hayalet pay teriminin Türk hukukuna uygun olmadığı kanaatindeyiz. Zira hayalet pay teriminin kullanılması, gölge pay sözleşmesinin sağladığı haklar konusunda şüphe yaratacak ve gölge pay ile hayalet pay kavramlarının iç içe geçmesine sebep olabilecektir.

B. Terim Önerisi

Gölge pay kavramını ifade etmek için kullanılan terimlerin; kavramla uyumsuz olması, hali hazırda başka kavramları ifade etmek için de kullanılması, pay nitelendirmesine engel olmak için kullanılan ifadelerin kavram konusunda şüphe yaratması ve bu sebeple gölge pay sözleşmesinin kullanımını kısıtlaması yeni bir terim ihtiyacını gündeme getirmektedir. Bu ihtiyaç, özellikle öğreti ve uygulayıcılar arasında tam bir terim birliği olmadığı gözetildiğinde daha da önem kazanmaktadır. Yeni bir terim yardımıyla kavramın tam olarak yansıtılması ve bu sayede kolaylıkla benimsenme potansiyeli taşınması, öğreti ile uygulayıcılar nezdinde terim birliğinin oluşmasında etkili olabilecektir. Bu anlamda gölge payın mali hakkın hesabı ile sınırlı bir uygulama alanı

¹⁶⁷ Bu yönde **BEKTAŞ**, İbrahim: Anonim Ortaklıklarda Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri, Ankara 2023, s. 237, dn. 430.

¹⁶⁸ Bu yönde bkz. **KIRCA**, İsmail/**GÜREL**, Murat: “Sermaye Kaybı veya Borca Batıklık Halinde Birleşmeye Katılma”, Prof. Dr. Hikmet Sami Türk’e Armağan, Ankara 2017, s. 488-489; **AYTUĞAR**, Bilge: Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz, İstanbul 2019, s. 273, dn. 861.

¹⁶⁹ Bu yönde bkz. **CANKAT**, Rifat: “Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Kanuni İktisabına İlişkin Yapılan Tartışmalar”, GSÜHFD, S. 1, 2016, s. 189.

olduğunu vurgulayacak ve bir pay türü olarak algılanmasını engelleyecek bir terim kullanılması suretiyle terminoloji sorununa yol açan endişelerin asgari düzeye indirilmesi olanaklıdır. Dolayısıyla “*pay endeksi*” ifadesinin gölge pay kavramı ve “*pay endeksli mali hak sözleşmesi*” ifadesinin de gölge pay sözleşmesi açısından uygun bir terim olacağı kanaatindeyiz. Bu sayede gölge payın mali hakların paya endekslenmesi ihtiyacını karşıladığı, hukuki dayanağını oluşturan sözleşmenin de pay endeksine dayalı birtakım mali haklar sağladığı açıklığa kavuşturulacaktır. Sözleşmenin muhatapları da yalnızca terim yardımıyla hakkın kapsamı konusunda asgari bilgi sahibi olabilecektir. Bunun yanında anılan terimlerin Türk hukukunda başka kavramlar için kullanılmaması, kavram karmaşası ihtimalini ortadan kaldıracaktır. Ancak bu çalışma, öğretide gölge pay sözleşmesiyle ilgili ilk monografik çalışma olacağından öğreti ve uygulama ile yabancılaşma sağlanmaması açısından yalnızca bu çalışmayla sınırlı olmak kaydıyla ilgili terimler kullanılmamıştır.

IV. İşlevleri

A. Genel Olarak

Gölge pay sözleşmesinin tercih edilmesinin gerisinde çeşitli sosyal, ekonomik, hukuki amaçların gerçekleştirilmesine yönelik çözüm arayışı bulunmaktadır. Bu sözleşme, söz konusu amaçların gerçekleştirilmesinde tarafların yararına birçok işlev barındırmaktadır. Gölge pay sözleşmesinin tercih sebepleri ile hangi koşullarda daha uygun bir yöntem olduğunun saptanabilmesi için sözleşmenin çeşitli işlevleri bu başlık altında açıklanmaya çalışılacaktır.

B. Ekonomik İşlev

1. Nitelikli İş Gücünü Elinde Tutarken Maliyet Unsurunu Ötelemek

Şirketler, nitelikli iş gücü için rekabet içerisinde¹⁷⁰. Mali hak yöntemleri, bu rekabette öne çıkmak bakımından önemli bir unsurdur¹⁷¹. Özellikle kökleşmiş şirketler, sağladıkları mali hakların hem niteliği hem niceliği ile bu rekabette ön plana çıkmaktadır¹⁷². Oysa daha sınırlı seviyede faaliyet gösteren şirketler ile özellikle yeni kurulmuş şirketler bakımından bu rekabete dahil olmak, maliyet unsuru sebebiyle zordur¹⁷³. Bu şirketler, anılan maliyeti karşılayamamakta ve rekabetin gerisinde kalmaktadır¹⁷⁴. Bu noktada gölge pay sözleşmesi akdetmek, şirketlerin hak kazanma dönemi boyunca ücrete ek olarak sağlanan mali haklardan kaynaklı maliyetleri ötelemesine olanak vermektedir¹⁷⁵. Pay üzerinden hesaplanan bir mali hak yöntemi olması ise rekabetçi şirketlerin sağladığı mali haklara nicelik yönünden yaklaşılmamasını sağlayarak şirketlerin söz konusu rekabete dahil olmasına olanak sağlamaktadır¹⁷⁶. Bu sayede şirketler, yeni nitelikli iş gücünü bünyelerine katabilmektedir. Bunu sağlarken özellikle hak kazanma koşullarının şirkette belirli bir süre iş görmeye devam etme gibi hususlardan oluşması¹⁷⁷ ve bu sözleşmelerin uzun vadeye bağlı olması sebebiyle nitelikli

¹⁷⁰ Bu yönde bkz. **BRULE**, J. Albert: "Estate Planning and the Executive", *Estates and Trusts Quarterly*, C. 1, S. 1, 1973, s. 64; **BARCLIFT**, Z. Jill: "Fairness & Procedural Justice- Implications for Corporate Governance and Executive Compensation", *Rutgers Business Law Review*, C. 9, S. 1, 2012, s. 61.

¹⁷¹ Bu yönde bkz. **BRULE**, s. 64; **SMALL**, John H.: "Remuneration of Officers and Directors of Delaware Public Corporations--Some Principles and Procedures", *Delaware Journal of Corporate Law*, C. 4, S. 3, 1979, s. 776; **THOMAS**, Randall S.: "Should Directors Reduce Executive Pay", *Hastings Law Journal*, C. 54, S. 2, 2002-2003, s. 445, dn. 35; **BARCLIFT**, s. 61-62.

¹⁷² Benzer yönde bkz. **VILLASANA**, George A.: "Executive Compensation: An Analysis of Section 162(m)", *Taxes -The Tax Magazine*, C. 72, S. 8, 1994, s. 491.

¹⁷³ Benzer yönde bkz. **VILLASANA**, s. 491; **MARX**, Matt/**FLEMING**, Lee: "Non-Compete Agreements: Barriers to Entry- And Exit", *Innovation Policy and the Economy*, C. 12, Chicago 2012, s. 40.

¹⁷⁴ Bu yönde bkz. **MADSEN**, Karen A.: "Employee Stock Options: Is Complete Forfeiture of Non-Vested Stock Options Fair and Equitable When an Employee is Involuntary Terminated without Cause", *Santa Clara Law Review*, C. 33, S. 1, 1993, s. 229; **VILLASANA**, s. 491.

¹⁷⁵ Bu olanak için bkz. **ADELSTEIN**, s. 65; **WHITTLESEY**, Fred E.: "Expanding the Phantom Stock Concept", *Compensation & Benefits Review*, C. 26, S. 6, 1994, s. 55.

¹⁷⁶ Gölge pay sözleşmesinin rekabete dahil olmak isteyen ve fakat kişilere pay sağlamak istemeyen kişilerin tercihi olduğu yönünde bkz. **LONGNECKER**, Brent M.: *Rethinking Strategic Compensation*, Chicago 2005, s. 45. Benzer şekilde gölge pay sözleşmesinin pay opsiyon temelli yönetici ücretleri ile rekabeti sağladığı yönünde bkz. **ERICSON**, Richard: "Advanced Topics in Business Unit Incentive Plan: Paying for Value Creation at its Source", *Executive Compensation*, San Diego 2004, s. 295.

¹⁷⁷ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, B.

iş gücünün uzun vadeler boyunca şirketteki pozisyonuna devam etmesi de garanti altına alınmaktadır¹⁷⁸. Çünkü kişiler, hak kazanma dönemi geçmeksizin şirketteki pozisyonlarından ayrılarak önemli değerdeki mali haklarından vazgeçmek konusunda daha şüpheli yaklaşacaktır¹⁷⁹. Sonuç itibarıyla hem nitelikli iş gücünün kazanılması hem de eldeki nitelikli iş gücünün kaybedilmemesi, gölge pay sözleşmesinin ana işlevlerinden birini oluşturmaktadır¹⁸⁰.

2. Hak Sahibinin Malvarlığında Azaltıcı Etki Doğurmamak

Gölge pay sözleşmesi ile sağlanan menfaatler, hak sahiplerinin nakdi veya gayrinakdi bir bedel ödemesini gerektirmemektedir¹⁸¹. Diğer bir anlatımla menfaatlerin karşılığında hak sahiplerinin malvarlıklarında bir eksilme yaşanmamaktadır. Dolayısıyla hak sahipleri, bir ekonomik kayba uğrama riskiyle de karşılaşmazlar¹⁸². Zira hak sahiplerinin gölge pay sözleşmesi ile kaybedecekleri bir yatırımları bulunmamaktadır¹⁸³. Bu da sağlanan menfaatin değerinin düşük olması ihtimalinde dahi hak sahiplerinin malvarlığında bir artış yaşanmasına sebep olmaktadır. Örneğin değer artış alacağı öngörülen bir gölge pay sözleşmesinde gölge payın değerinde bir artış yaşanmaması ihtimalinde hak sahibine bir ödeme yapılmaz. Bu durumda dahi hak sahibinin malvarlığı sabit kalmakta, malvarlığında bir eksilme yaşanmamaktadır.

¹⁷⁸ Bu yönde bkz. **MORRISON/BUBNOVICH/STRUVE**, s. 48.

¹⁷⁹ Bu yönde bkz. **MORRISON/BUBNOVICH/STRUVE**, s. 48.

¹⁸⁰ Gölge pay sözleşmesinin şirketin nitelikli iş gücünü elde tutmasını sağladığı yönünde bkz. **GUPTA**, Ajay: "Tracking Stranded Costs", *Energy Law Journal*, C. 21, S. 1, 2000, s. 155; **SNARR**, International, s. 163; **RAY**, s. 33; **MORRISON/BUBNOVICH/STRUVE**, s. 47; **BINNS**, David/**STAUBUS**, Martin/**BERNSTEIN**, Ron: *The Entrepreneur's Guide to Equity Compensation*, La Jolla 2006, s. 102; **MOYNIHAN**, s. 91; **POZA/DAUGHERTY**, s. 407; **BLACHMAN**, s. 13. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. "Menfaatin temeli, işçinin şirkette kalması için bir teşvik sağlamak ve işçinin bağlılığını iyileştirmektir." **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.03.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁸¹ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

¹⁸² Bu yönde bkz. **MORGAN**, Richard Escott: *Federal Tax Legislation and the Stock Option*, The George Washington University School of Government and Business Administration, Unpublished Master Thesis, Washington 1970, s. 70; **RAY/WILLIAM**, s. 183; **PATTEN**, s. 499; **KONZ**, s. 320; **MILLER**, s. 29A-9; **GOMEZ-MEJIA/WENBOURNE**, s. 3-257; **REARDON**, Dennis C.: *S Corporations: Estate, Business and Compensation Planning*, Cincinnati 1992, s. 175; **AUSTER**, s. 357; **OVERTON**, s. 7:26.

¹⁸³ Bu yönde bkz. **REDDEN**, Kenneth R./**VERON**, Ennit L.: "Phantom Stock Plan", *Modern Legal Glossary*, Charlottesville 1980, s. 406; **KROLL**, s. 61; **SNARR**, International, s. 160.

C. Sosyal İşlev

1. Şirket Başarısını Artırmak Konusunda Teşvik Sağlamak ve Bu Başarıyı Ödüllendirmek

Gölge pay sözleşmesinde mali hakların değeri, gölge payın şirket payları ile eşitlenen değerine ve/veya şirketin kârlılığına göre belirlenmektedir¹⁸⁴. Diğer bir ifadeyle mali haklar ile şirket performansı arasında bağ kurulmaktadır¹⁸⁵. İki değer arasındaki bu bağıllık sebebiyle şirket paylarının değeri ve/veya şirketin kârlılığı/verimliliği ile doğru orantılı olarak mali hakların değeri de artmaktadır¹⁸⁶. Öyle ki şirket ne kadar kâr elde ederse gölge pay sahiplerine tanınan kârdan pay alma hakkının değeri de o kadar artmaktadır. Keza şirket paylarının değeri arttıkça bu değer üzerinden hesaplanan payın değerini talep hakkı miktarı da artış göstermektedir. Dolayısıyla gölge pay sahiplerinin şirket başarısına katkısı, elde edecekleri mali hakların değerini de doğrudan etkilemektedir. Bu ise gölge pay sahiplerini şirketin kârlılığını ve/veya pay değerini artırmak amacıyla aktif çaba göstermek konusunda teşvik etmekte¹⁸⁷ ve kişilere bu konuda motivasyon kazandırmaktadır¹⁸⁸. Sonuç itibarıyla bu sözleşme, kişilere finansal bir teşvik sağlamaktadır¹⁸⁹. Bu teşvikin olumlu sonuç vermesi durumunda ise şirkette hizmet gören ve katkılarıyla şirketin başarısını artıran kişilerin hizmetleri, gölge pay

¹⁸⁴ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 17.

¹⁸⁵ Bu yönde bkz. **REARDON**, s. 174.

¹⁸⁶ Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 65; **FISCHEL**, Daniel R./**BRADLEY**, Michael: “Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis”, *Cornell Law Review*, C. 71, S. 2, 1985-1986, s. 276.

¹⁸⁷ Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 65; **TRIMBLE**, s. 12; **CHEEKS**, s. 77; **CLARK**, s. 208; **REARDON**, s. 174; **CARTANO**, s. 627; **SCHNEIDER**, s. 2.69; **MCNEIL**, Bruce J.: “Securities Law and Deferred Compensation”, *Journal of Deferred Compensation*, C. 29, S. 1, 2023, s. 58. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Rockville Bank Gölge Pay Planı (‘Plan’), hak sahiplerine görevlerini bankanın değerini artıracak şekilde yerine getirmeleri için teşvik sağlamayı amaçlamaktadır.*” **ROCKVILLE FINANCIAL INC.**: Rockville Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.8, 17.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁸⁸ Bu yönde bkz. **GOMEZ-MEJIA/WENBOURNE**, s. 3-257; **MELBINGER**, s. 149.

¹⁸⁹ Bu yönde bkz. **REARDON**, s. 174.

sözleşmesinin sağlayacağı mali haklar vasıtasıyla ödüllendirilmektedir. Dolayısıyla bu sözleşme, temelde bir teşvik ve ödül işlevi içermektedir¹⁹⁰.

2. Şirket Menfaatleri ile Doğrudan Bağ Kurmak

Şirket başarısı ile mali hakların değeri arasındaki bağ sayesinde gölge pay sahipleri, pay sahibi gibi (TTK m. 507/1) şirketin gidişatı üzerinden belirlenen birtakım ekonomik menfaatler elde etmektedir¹⁹¹. Bu da gölge pay sahiplerini pay sahibi gibi düşünüp hareket etmeye yönlendirdiğinden¹⁹² gölge pay sahiplerinin menfaatleri ile pay sahiplerinin¹⁹³ ve şirketin menfaatleri¹⁹⁴ arasında doğrudan bağ kurulmaktadır. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesi sayesinde gölge pay sahipleri, şirketle aralarındaki sözleşmeye göre uygulama alanı bulacak olan TBK¹⁹⁵ m. 396/1, m. 471/1 veya m. 506/2 gereğince yükümlü oldukları sadakat borcunun ötesinde hareket etmeye yönlendirilmektedir. Buna göre gölge pay sahipleri, yalnızca; sadakat borcunun gereği olarak pay sahiplerinin ve şirketin zararına hareket etmekten kaçınmakla ve dolayısıyla bu kişilerin menfaatlerini korumakla yetinmeyecektir. Diğer taraftan şirketin büyümesine de aktif katkı sağlayarak¹⁹⁶ bu menfaatleri artırmak yönünde çaba harcayacaktır. Ancak

¹⁹⁰ Bu yönde bkz. **KAY**, Executive Compensation, s. 82; **RIFAAT**, s. 682. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. *“Bu planın amacı, üst düzey yöneticileri, kilit yöneticileri ve yönetim kurulu üyelerini şirkette kalmaya teşvik etmek ve bu hak sahiplerini şirketin uzun vadeli başarısına yaptıkları katkılardan dolayı ödüllendirmektir.”* **LUTHER BURBANK CORP.**: Luther Burbank Corporation and Subsidiaries Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.20, 09.11.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁹¹ Bu yönde bkz. **REARDON**, s. 175.

¹⁹² Bu yönde bkz. **MOORE**, Franklin G.: Management, New York 1964, s. 601; **MOYNIHAN**, s. 91.

¹⁹³ Gölge pay sözleşmesinin pay sahiplerinin menfaati ile gölge pay sahiplerinin menfaati arasında bağ kurduğu yönünde bkz. **MELBINGER**, s. 152; **BINNS/STAUBUS/BERNSTEIN**, s. 53. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. *“Bu planın amacı, şirketin uzun vadeli büyümesini teşvik etmek için yönetim kurulu üyelerinin ve yönetici personelin çıkarlarını pay sahiplerinin çıkarlarıyla uyumlu hale getirmektir.”* **FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA**: Fresenius Medical Care Ag & Co. Kgaa Phantom Stock Plan 2011, 6-K (Current Report) EX-10.5, 02.08.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁹⁴ Gölge pay sözleşmesinin şirketin menfaatleri ile bağ kurulmasına yol açtığı yönünde bkz. **DALTON/DALTON**, s. 654.

¹⁹⁵ RG, 04.02.2011, S. 27836.

¹⁹⁶ Bu yönde bkz. **OVERTON**, s. 7:21.

hak sahiplerinin şirketin kısa vadede büyümesine odaklanarak uzun vadeli sonuçları göz ardı etme, uzun vadeli işlemler içerisine girmeme riski de bulunmaktadır¹⁹⁷.

D. Hukuki İşlev

1. Şirket Düzenini Korumak

Gölge pay sözleşmesinde pay taahhüdünde bulunulmaması¹⁹⁸, sözleşmeye çeşitli işlevler kazandırmaktadır. Buna göre ilk olarak gölge pay sözleşmesi, şirkette kişi unsuru yönünden bir değişiklik yaratmamaktadır. Diğer bir anlatımla şirkete yabancı kişiler dahil edilmemekte ve bu sayede şirketin pay sahipliği yapısı korunmaktadır¹⁹⁹. Bunun da etkisiyle gölge pay sözleşmesi, şirkette kontrol değişikliğine sebep olmamaktadır²⁰⁰. Nitekim kontrol değişikliği, mali hak yöntemlerinin tercihinde olumsuz etki doğurmaktadır²⁰¹. Bu da hem aile şirketleri hem de halka kapalı şirketler için önemli bir tercih sebebi yaratır²⁰². Zira bu şirketler, şirket kontrolünde yabancı kişilerin etkili olmasını tercih etmemektedir²⁰³.

Pay sahipliği yapısının değişmemesi, kontrol değişikliğine sebep olunmamasına yol açan en önemli faktörlerden birisiyse de tek başına yeterli değildir. Zira pay sahipleri sabit kalmasına rağmen şirkette kontrol değişikliği gerçekleşmiş olabilir²⁰⁴. Şirkette gölge pay sözleşmesi sonucu kontrol değişikliği yaşanmaması, iki durumdan kaynaklanmaktadır. Bunlardan ilki bu sözleşmenin herhangi bireysel veya azınlık pay

¹⁹⁷ Bu riskin ortadan kaldırılması yönelik öneriler için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, B, 4.

¹⁹⁸ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

¹⁹⁹ Gölge pay sözleşmesi ile pay sahipliği yapısının korunduğu yönünde bkz. LEWY, Jules/SCHWEITZER, Tony: "Transferring Share Ownership to Employees or Other Shareholders", Taxation of Private Corporations and Their Shareholders, Toronto 2010, s. 10:28.

²⁰⁰ Gölge pay sözleşmesinin kontrol değişikliğine sebep olmadığı yönünde bkz. LEVAL/SCHULZE, s. 633; SAMPSON, s. 1280; GREEN, s. 44; SNARR, International, s. 160; RYTERBAND, s. 84; POZA, Ernesto: Global Enterprise: Entrepreneurship and Family Business, Mason 2010, s. 60.

²⁰¹ Bu yönde bkz. THOMAS, Randall S./MARTIN, Kenneth J.: "The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans", Wake Forest Law Review, C. 35, S. 1, 2000, s. 33.

²⁰² Bu yönde bkz. KAY, Executive Compensation, s. 85.

²⁰³ Bu yönde bkz. MELBINGER, s. 151.

²⁰⁴ Bu da pay sahiplerinin pay sayılarının değişmesi ile olanaklıdır. Örneğin A, sermayenin %20'si oranında paya sahipken bir hukuki işlem sonucu %70 oranında paya sahip duruma gelebilir. Bu da pay sahipleri sabit kalsa da şirketteki kontrolde değişikliğe sebep olabilir.

sahibi statüsü yaratmamasıdır²⁰⁵. Öyle ki her ne kadar çoğunluk pay sahiplerinin kontrol gücü sabit kalsa da anonim şirketlerde azınlık pay sahiplerinin yalnızca bu sıfatlarından kaynaklı olarak birçok hakkı bulunmaktadır. Bu haklar, şirket kontrolüne ortak olmak konusunda azınlık pay sahiplerine önemli yetkiler sağlar²⁰⁶. Dolayısıyla çoğunluğun kontrol gücünü zayıflatıcı bir etki yaratır. Azınlık pay sahipleri, özellikle; esas sözleşmede öngörülmek koşuluyla yönetim kurulunda temsil edilme hakkı ile yönetimde söz sahibi olabilmektedir (TTK m. 360). Bu kişilerin sahip olduğu genel kurulu toplantıya çağırma hakkı (TTK m. 411), genel kurul toplantısını erteleme hakkı (TTK m. 420), haklı sebeple şirketin feshini talep etme hakkı (TTK m. 531) ile kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin ibrasını engelleyebilme hakkı (TTK m. 559) ise çoğunluğun azınlığın menfaatini gözetmeksizin hareket edememesine hizmet etmektedir²⁰⁷. Bu da azınlığın dolaylı da olsa şirket kontrolünde rol almasını sağlamaktadır. Gölge pay sahipleri, pay üzerinde çoğunlukla herhangi bir hak kazanamadığından bu kişilerin azınlık pay sahibi haline gelerek şirket kontrolü üzerinde etkili olmaları yönünde bir sorun da ortaya çıkmaz.

Kontrol değişikliği yaratılmamasına yol açan diğer bir etken ise paylarda sulanma ile ilişkilidir. Genel olarak paylarda sulanma ile çeşitli sebeplere bağlı olarak payların ekonomik değer veya yüzde oranı üzerinde gerçekleşen azalma kastedilir²⁰⁸. Bu yönüyle

²⁰⁵ Gölge pay sözleşmesinin azınlık pay sahibi yaratmadığı yönünde bkz. **BECKER/TILLMAN**, s. 86; **WHITTLESEY**, s. 55; **MELBINGER**, s. 155; **RYTERBAND**, s. 84; **BINNS/STAUBUS/BERNSTEIN**, s. 102.

²⁰⁶ Bu yönde bkz. **AYOĞLU**, Tolga: Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, İstanbul 2018, s. 207.

²⁰⁷ Bu sonuç, olumsuz azınlık haklarında; çoğunluğun karar almasını engellemek ve olumlu azınlık haklarında; çoğunluğu kendi görüşü doğrultusunda karar almak yönünde zorlamak ile ortaya çıkmaktadır. Bkz. **ANSAY**, s. 255.

²⁰⁸ Bu yöndeki tanım için bkz. **KAŞKA**, Rüştü Mert/**YILDIRIM**, Günaydın İdil: “Birleşme Amaçlı Ortaklıklarda Yatırımcının Korunması”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, İstanbul 2023, s. 1463.

ekonomik sulanma²⁰⁹ ile oransal sulanma şeklinde iki tür sulanma bulunmaktadır²¹⁰. Burada paylarda sulanma ile oransal sulanma kastedilmektedir²¹¹. Bu sulanma, oransallık ilkesinin geçerli olduğu²¹² anonim şirkette pay sahiplerinin oy hakkı gibi (TTK m. 434/1) şirket kontrolü üzerinde etkili haklarında oransal azalmaya yol açar²¹³. Sulanmaya sebep olan yeni payların sahipleri ise bu azalma oranında hak sahibi durumuna gelir²¹⁴. Örneğin mevcut pay sahibinin sermayeye katılım oranı %20 azalırken bu azalan oran, yeni pay sahibinin sermayeye katılım oranını oluşturmaktadır. Dolayısıyla kontrolde bir değişikliğe sebep olabilmektedir. Oysa gölge pay sözleşmesi ile çoğunlukla şirketin payları üzerinde herhangi bir hak kazanılmadığından şirket payları üzerinde sulanma da gerçekleşmemektedir²¹⁵. Zira sulanma, çeşitli sebeplere bağlı olarak oluşsa da bu sebeplerin ortak özelliği pay kazanımına yol açmasıdır²¹⁶.

Sulanmaya sebep olmaması, gölge pay sözleşmesinin pay sahiplerinin menfaatlerine hiç zarar vermediği anlamına gelmez. Buna göre her ne kadar gölge pay

²⁰⁹ Ekonomik sulanma, bir hukuki işleme bağlı olarak pay sahibinin paylarının bu hukuki işlem öncesi ile kıyaslandığında değer kaybetmesi anlamını taşır. Bkz. **CALVI**, Niccolo: “Towards Shareholder Vote on Equity Issuances”, American University, Business Law Review, C. 10, S. 1, 2021, s. 8. Örneğin (A), sahip olduğu bin adet pay için pay başına 1,00-TL ödemiştir. (B) ise bin adet payı her biri için 0,75-TL ödeyerek satın almıştır. Bu durumda (A)’nın şirketteki yatırımının, diğer bir ifadeyle payının değeri, 750-TL’ye düşmüştür. Bu durum ise ekonomik sulanma olarak adlandırılmaktadır. Bkz. **WORONOFF**, Michael A./**ROSEN**, Jonathan A.: “Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities”, Fordham Law Review, C. 74, S. 1, 2005, s. 134.

²¹⁰ Bu yönde bkz. **WORONOFF/ROSEN**, s. 134; **FATER**, David H.: Essentials of Corporate and Capital Formation, New Jersey 2010, s. 91-92.

²¹¹ Oransal sulanma ile ekonomik sulanma arasında bağ bulunsa da şirket kontrolü üzerindeki azalma oransal sulanmadan kaynaklanmaktadır. Bkz. **KILROY**, W. Terrence/**TACK**, James D.: “Recent Developments in Employee Stock Ownership Plans”, Washburn Law Journal, C. 16, S. 3, 1977, s. 725.

²¹² Bu ilke ile pay sahiplerinin haklarının esas sermayeye katılımları ile orantılı olarak belirlenmesi kastedilmektedir. Bkz. **TEKİL**, Fahiman: Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998, s. 47.

²¹³ Bu yönde bkz. **CHEFFINS**, Brian R./**THOMAS**, Randall S.: “Should Shareholders have a Greater Say over Executive Pay: Learning from the US Experience”, Journal of Corporate Law Studies, C. 1, S. 2, 2001, s. 286.

²¹⁴ *Ganor*, bu sonucu örneklerle desteklemektedir. Bkz. **GANOR**, Mira: “The Power to Issue Stock”, Wake Forest Law Review, C. 46, S. 4, 2011, s. 708.

²¹⁵ Bu yönde bkz. **BECKER/TILLMAN**, s. 86; **MILLER**, s. 29A-9; **KELLOUGH**, Howard J./**MCQUILLAN**, Peter. E.: Taxation of Private Corporations and Their Shareholders, Toronto 1992, s. 10:26; **WHITTLESEY**, s. 55; **FRISCH**, s. 184; **MELBINGER**, s. 155; **CANAN/MITCHELL**, s. 369; **CARTANO**, s. 626; **POZA**, s. 60; **BRISCOE/SCHULER/TARIQUE**, s. 305; **JONES**, Jane Jeffries/**COATES**, Vivian L./**LOWDER**, Janet D.: “Design Issues Related to Equity Compensation Plans”, Benefits Law Journal, C. 32, S. 3, 2019, s. 27.

²¹⁶ Bu yönde bkz. **WROLDSEN**, John S. (Jack): “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd”, Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law, C. 15, S. 3, 2013, s. 616.

sahibi, çoğunlukla pay üzerinde hak elde etmediğinden pay sahiplerinin payları üzerindeki tasarruf etme, kullanma ve yararlanma yetkileri sınırlandırılmasa da bu sözleşmenin sağladığı hakların değeri, şirket kaynaklarından karşılanacağından tüm pay sahiplerinin şirketteki mali hakları zarar görebilir. Çünkü gölge pay sözleşmesinin sağladığı hakların değerinin karşılanabilmesi için ayrılacak kaynak, pay sahiplerine dağıtılmayacak ve bu da pay sahiplerinin elde edecekleri mali hakların değerinde azalmaya sebep olabilecektir. Bu da pay üzerinde intifa hakkı kurulması gibi benzer mali işlevleri yerine getiren diğer bazı kavramlar karşısında gölge pay sözleşmesinin geri planda kalmasında rol oynayabilir. Örneğin intifa hakkı sahibi, hakkın kurulduğu pay üzerindeki pay sahibine ait hakları elde ettiğinden, diğer bir anlatımla pay sahibine ait hakların bir nevi devri gerçekleştiğinden diğer pay sahiplerinin hakları bu hakkın kurulması ile zarar görmez. Ancak gölge pay sözleşmesinin şirketin büyümesine katkı sunması ve bu sayede pay değerlerinin ve şirket kârlılığının artmasının pay sahiplerinin de gölge pay sözleşmesi akdedilmesinden önceki duruma göre paya bağlı olarak elde edecekleri mali hak miktarını artıracığı gözden uzak tutulmamalıdır.

2. Usuli Yükü Engellemek

Menkul kıymet sahipliği ile pay üzerindeki hak sahipliği; tescil, kayıt ve bildirim gibi yükümlülükleri de beraberinde getirmektedir. Örneğin pay devri halinde kişinin pay defterine kaydına (TTK m. 499/1), hamiline yazılı pay sahiplerinin MKK'ye bildirilmesine (TTK m. 486/2, Hamiline Yazılı Pay Senetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşuna Bildirilmesi ve Kayıt Altına Alınması Hakkında Tebliğ²¹⁷ m. 5), sermaye piyasası araçlarının halka arzında izahnamenin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmasına (SPK²¹⁸ m. 4/1) veya payların iktisabının sermaye artırımını yoluyla sağlanması halinde sermayenin artırılmasına ilişkin organ kararının ticaret siciline

²¹⁷ RG, 06.04.2021, S. 31446.

²¹⁸ RG, 30.12.2012, S. 28513.

tesciline (TTK m. 455, m. 456/3-4) ihtiyaç vardır. Her bir bildirim, onay, tescil gibi işlem ise işlem maliyeti yaratmakta ve idari bir takibi de beraberinde getirmektedir. Keza bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi esnasında yaşanacak aksaklıklar sebebiyle tarafların sorumlulukları da gündeme gelebilir. Örneğin TTK m. 549/1 gibi.

Gölge pay sözleşmesi, kişileri bu tescil, kayıt ve bildirim gibi yükümlülüklerden kurtararak taraflar üzerindeki usuli iş yükü²¹⁹ ve bu usuli yükten kaynaklı ortaya çıkabilecek sorumluluğu ortadan kaldırmaktadır. Bu sayede taraflara hem zaman hem kaynak tasarrufu sağladığı gibi tarafların sorumluluk endişesini de asgari düzeye indirmektedir. Çünkü gölge pay sözleşmesi ile çoğunlukla menkul kıymet veya pay üzerinde bir hak sağlanmamakta ve fakat kişiler, yalnızca adi bir alacak hakkına sahip olmaktadır²²⁰. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesi, kural olarak herhangi bir tescil yükümlülüğünün konusu olmadığı gibi bu sözleşmeye dair MKK gibi herhangi bir kuruma karşı bildirim yükümlülüğü de bulunmamaktadır. Bunun yanında bu sözleşmenin pay defterine kayıt gibi bir kayıt prosedürüne tabi olması da söz konusu değildir.

E. Diğer İşlevler

Gölge pay sözleşmesinin bir düzenlemeye konu olmamasının yarattığı serbesti²²¹, amaçlarında da kendini göstermektedir. Zira bu sözleşmenin genellikle benimsenmiş birtakım amaçları bulunsa da farklı amaçlar için de kullanılması olanaklıdır. Buna göre gölge pay sözleşmesi, intifa senedi ve tahville ulaşılan ekonomik amaçları yerine getirmek için de kullanılabilir. Esnek niteliği sebebiyle diğer araçlara göre bir tercih sebebi dahi olabilir. Çünkü intifa senedi ve tahvilin koşullarının mevzuatta belirlenmiş olması (TTK m. 502, m. 503, m. 504), şirketin hareket serbestisini kısıtlamaktadır. Ancak intifa senedi veya tahvilin sağladığı devredilebilirlik (TTK m. 502/2, m. 504, m. 647/1-2,

²¹⁹ Gölge pay sözleşmesinin usulü yük yaratmadığına benzer yönde bkz. **BINNS/STAUBUS/BERNSTEIN**, s. 103; **AKDAĞ**, s. 200.

²²⁰ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

²²¹ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, B, 1.

m. 658/1) gibi birtakım avantajların burada söz konusu olmaması da gölge pay sözleşmesindeki esnekliğin sağladığı tercih üstünlüğünü ortadan kaldıracaktır. Zira ancak ekonomik anlamda amaçların eşitlenmesi söz konusudur. Ancak her somut olay özelinde bu araçların sağladığı menfaatler ile yarattığı yükümlülüklerin ayrı ayrı değerlendirilerek bir sonuca ulaşılması yerinde olacaktır.

İntifa senetlerine alternatif olarak gölge pay sözleşmesi akdedilebilir. Bu sayede intifa senetlerinin işlevleri gölge pay sözleşmesi ile yerine getirilebilir. Örneğin aynı sermaye getiren pay sahipleri ile gölge pay sözleşmesi akdedilebilir. Çünkü bazı hallerde aynı sermaye değerinin belirlenmesinde güçlük yaşanabilmektedir. Örneğin konumu itibarıyla ileride değerlendirilmesi beklenen bir taşınmazın aynı sermaye olarak getirilmesi durumunda değer tespitinin günümüz koşullarına göre gerçekleştirilmesi nedeniyle bu değer artışının göz önüne alınması güçtür²²². İşte gölge pay sözleşmesi burada değer artışının hesaba katılmaması nedeniyle ortaya çıkabilecek haksız durumu ortadan kaldırmaya hizmet edebilir. Şirketin bilanço zararını kapatmak için pay bedellerini ödemeksizin sermayenin azaltımına gitmesi olağandır²²³. Bu durumda payının bir kısmından mahrum kalan pay sahiplerinin çıkarlarını desteklemek için de söz konusu kişilerle gölge pay sözleşmesi akdedilebilir²²⁴. Benzer şekilde bir kısım pay sahibine getirilen ikincil yükümlülüklerin yarattığı çıkar farklılığı, bu kişilerle gölge pay sözleşmesi akdedilmesi suretiyle giderilebilir (TTK m. 357)²²⁵. Kuruculara kuruluştaki hizmetleri karşılığında intifa senedi verilmesi yerine bu kişilerle gölge pay sözleşmesi akdedilebilir (TTK m. 348). Yüksek tutarda kâr elde eden ve bunu kâr olarak dağıtan bir

²²² İntifa senetlerinin bu amacı hakkında bkz. **TEOMAN**, Ömer: Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul 1978, s. 20-21.

²²³ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Halil: Anonim Şirketler I: Umumi Hükümler, İstanbul 1960, s. 118; **TEKİNALP**, Ünal (**POROY**, Reha/**ÇAMOĞLU**, Ersin): Ortaklıklar Hukuku II, İstanbul 2023, s. 276/279, N. 1438/1443; **PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 4, Ankara 2024, s. 2926, N. 8.

²²⁴ İntifa senetlerinin bu amacı hakkında bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 25.

²²⁵ İntifa senetlerinin bu amacı hakkında bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 25.

şirketin pay değerleri artabilmekte²²⁶ ve nihayetinde bu değerde pay satın almak isteyen kimsenin bulunamaması sonucu doğabilmektedir. İşte şirketin paylara yüksek miktarda kâr payı alacağı isabet etmemesini sağlayarak pay değerlerinin hızlı bir şekilde artmasının engellenmesi ve bu esnada elde edilen kârın pay sahiplerine dağıtılabilmesi için pay sahipleri ile gölge pay sözleşmesi akdedilmesi uygun bir yöntem olabilir²²⁷.

Tahvillere²²⁸ alternatif olarak da gölge pay sözleşmesinin kullanılması ve bu sayede şirkete finansman sağlanması ihtimali bulunmaktadır. Bu şekilde kişiler, şirkete nakdi bir bedel ödeyecek ve karşılığında bu bedele ek olarak gölge pay sözleşmesinin tanıdığı mali haklara muteber olacaktır. Dolayısıyla faiz getirisine alternatif olarak gölge pay sözleşmesinin sağladığı mali haklar kullanılacaktır.

Belirtmek gerekir ki gölge pay sözleşmesinin genellikle benimsenen amaçları haricinde kullanması durumunda temel yapısından uzaklaşılması gerekebilir. Örneğin tahvil yerine aynı amaçlarla gölge pay sözleşmesi akdedilmesi halinde hak sahibinin nakdi bir bedel ödemesi gerekecektir. Temel yapıdan uzaklaşılması, gölge pay sözleşmesine özgü unsurların ciddi biçimde uygulanmaması sonucunu doğuracak nitelikte ise gölge pay sözleşmesinin varlığı dahi tartışma konusu olabilir.

²²⁶ Kâr payı ile pay değeri arasında bir ilişki olup olmadığı öğretide tartışılmalıdır. Bu iki değer ilişkili olmadığı olduğu yönünde bkz. **MILLER**, Merton H./**MODIGLIANI**, Franco: “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, The Journal of Business, C. 34, S. 4, 1961, s. 411–433. Aksi görüşte bkz. **GORDON**, M. J.: “Dividends, Earnings, and Stock Prices. The Review of Economics and Statistics”, The Review of Economics and Statistics, C. 41, S. 2, 1959, 99–105.

²²⁷ İntifa senetlerinin bu amacı hakkında bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 28.

²²⁸ Tahvil, eTK (RG, 09.07.1956, S. 9353.) m. 420’de şu şekilde tanımlanmıştır: “Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine (Tahvil) denir.” Her ne kadar bu tanım, TTK’ye alınmamış olsa da öğretide hala kabul görmektedir. Bkz. **TEOMAN**, Ömer: “Makale 79 Sermaye Piyasasının Bir Aracı Olarak Katılma İntifa Senetleri”, Tüm Makalelerim (1971-2001), C. I-II, İstanbul 2012, s. 1118, **ÜÇİŞİK**, H. Güzin/**ÇELİK**, Aydın: Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kâr Dağıtımı, İstanbul 2018, s. 344; **TEKİNALP(POROY/ÇAMOĞLU)**, C. II, s. 200, N. 1272. Buna göre tahvil, anonim şirkete finansal destek sağlamak amacıyla çıkarılmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak da tahvil karşılığında tahvil sahibi, şirkete bir bedel ödemektedir (TTK m. 504). Tahvil sahiplerinin ödediği bu bedel, şirkete verilmiş bir ödünç niteliğindedir. Bkz. **ERDEM**, Ercüment: “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, DEÜHFD, C. 3, S. 1-4, 1988, s. 705. Tahvil, sahibine temelde şirkete ödediği ödünç miktarı ile faiz hakkı sağlamaktadır. Farklı tahvil çeşitlerine göre faiz hakkına ek olarak veya faiz hakkı olmaksızın kâra katılma, ikramiye gibi hakların sağlanması da olanaklıdır. Tahvil çeşitleri hakkında ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. **ARSLANLI**, Halil: Anonim Şirketler II-III: Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, Ankara 1960, s. 303-336; **DOMANIÇ**, Hayri: “Tahvil Senetleri”, BATİDER, C. 7, S. 2, 1973, s. 341-343.

V. Benzer Sonucu Doğuran Kavramlarla Karşılaştırılması

A. Genel Olarak

Anonim şirketler, gölge pay sözleşmesi ile benzer sonucu doğuran birçok mali hak sağlama yöntemine başvurabilmektedir. Bunlardan bir kısmı sağladığı haklar yönünden bir kısmı ise kullanım amaçları yönünden gölge pay sözleşmesi ile benzerlik gösterir. Kimi kavramlarla benzerlik o derece fazladır ki iki kavram arasındaki ayrımın sağlanmasında güçlük yaşanmaktadır. Özellikle gölge pay sözleşmesinin Türk hukukunda yeni bir kavram olması²²⁹ ve mevzuatta düzenlenmemesi, bu kavramın mevcut kavramlar içine dahil edilmeye çalışılmasına da sebep olabilir. Bu karmaşıklığı ortadan kaldırmak açısından gölge pay sözleşmesinin bu sözleşme ile çeşitli boyutlarda benzer sonucu doğuran mali hak sağlama yöntemleri karşısında ayırt ediciliğinin sağlanması gerekmektedir. Bu karşılaştırma, gölge pay sözleşmesinin sınırlarının netleştirilmesi sonucunda sözleşmenin uygulamada daha yoğun kullanılmasına hizmet edebilecektir. Zira diğer kavramlar karşısında ayırt ediciliğinin sağlanamaması ve mevzuatta bulunmayan bir kavram olması, tarafları bu sözleşmeden faydalanılmasının daha yerinde olduğu durumlarda dahi mevcut araçlara başvurmaya itebilir.

B. İntifa Senetleri

1. Adi ve Kurucu İntifa Senedi

İntifa senedi, Türk hukukunda gölge pay sözleşmesine en yakın kavramdır. Bu iki kavram, birçok yönden birbirine benzemektedir. Öyle ki bu benzerlik, iki kavramın eşdeğer olduğu yanılgısına yol açabilecek boyuttur.

İntifa senedi, şirket sermayesini temsil etmediğinden²³⁰ pay niteliğinde olmadığı gibi sahibine pay sahipliği de bahşetmez. Bunun sonucu olarak da hak sahipleri, paya

²²⁹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, II, A.

²³⁰ Bu yönde bkz. DOĞANAY, İsmail: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C. 1, İstanbul 2004, s. 1212; ÇATAKOĞLU, Buket: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Ankara 2016, s. 254.

bağlı yönetsel hakları elde etmez (TTK m. 503)²³¹. Buna rağmen bu araç, paya bağlı mali haklara benzer birtakım mali haklar sağlamaktadır (TTK m. 503)²³². Pay sahibi olmaksızın paya bağlı mali haklara benzeyen birtakım mali hakların sahibi olunması²³³ ile paya bağlı yönetsel hakları kullanma yetkisi elde edilmemesi²³⁴, gölge pay sözleşmesini de karakterize eden unsurlardandır. Dolayısıyla bu unsurlar, iki kavramı birbirine yaklaştırmaktadır. Bu ise iki kavram arasında eşliği sağlayan bir başka unsur ortaya çıkarır. Buna göre her iki aracın²³⁵ da pay üzerinde hak iktisabına yol açmaması sebebiyle şirket kontrolünün değişmesi veya şirkete yabancı kişilerin dahil olması gündeme gelmemektedir.

İhdas amaçları da bu iki kavramı ayırt etmede işlevsiz kalmaktadır. Buna göre adi ve kurucu intifa senedi²³⁶, gölge pay sözleşmesi gibi şirkete finansman sağlamak amacı taşımaz. Bu araçlar, kişilerin şirkete sağladığı hizmetin/menfaatin karşılığını oluşturmaktadır²³⁷. Şirket, bu hizmeti/menfaati ödüllendirmek amacını taşır²³⁸. Bunun doğal sonucu olarak intifa senedi de gölge pay sözleşmesi de mali hakların nakdi bir katılım payı veya bedel ödenmesine gerek olmaksızın iktisabını sağlamaktadır²³⁹.

²³¹ İntifa senetlerinin yönetsel hak sağlamadığı yönünde bkz. **BİRSEL**, Mahmut T.: “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Temsil Etmeyen Senetler”, **BATİDER**, C. 3, S. 4, 1966, s. 649-650; **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 215; **TEKİL**, s. 447; **BERZEK**, Ayşe Nur: “Anonim Ortaklıkta Pay Üzerinde İntifa Hakkı Sahibinin Oy Hakkı ve Oy Hakkına Bağlı Diğer Haklar”, **AÜEHFD**, C. 6, S. 1-4, 2002, s. 274; **DOĞANAY**, Şerh 1, s. 1211; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 325; **TEKİNALP(POROY/ÇAMOĞLU)**, C. II, s. 189, N. 1241.

²³² Bu yönde bkz. **BİRSEL**, Senetler, s. 649; **DOMANIÇ**, Hayri: Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 1975, s. 707; **TEOMAN**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 1118.

²³³ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

²³⁴ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

²³⁵ TTK m. 348/1, kurucuların hizmetlerine karşılık bedelsiz pay verilmesine olanak tanımamaktadır. Burada hizmetlerin ödüllendirilmesi söz konusu olduğunda bedel karşılığı pay verilmesi de gündeme gelmeyecektir. Dolayısıyla kuruculara sağlanacak menfaatler açısından pay iktisabı bir alternatif değildir. Bu da pay iktisabı sonucu oluşacak yabancılaşma ve şirket kontrolünü kaybetme risklerinin kuruculara sağlanacak menfaatler açısından bir değerlendirme faktörü olmamasına sebep olmaktadır.

²³⁶ Bu yönde bkz. **TEKİL**, s. 447-448.

²³⁷ Nitekim kurucu intifa senetleri açısından bu husus TTK m. 348/1’de açıkça ifade edilmiştir. Ayrıca bkz. **TEKİL**, s. 447-448; **KENDİGELEN**, Abuzer: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında İntifa Senetleri”, **BATİDER**, C. 25, S. 2, 2009, s. 59. Gölge pay sözleşmesi için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 1, c.

²³⁸ İntifa senedi yönünden bkz. **TEOMAN**, Ömer: “Makale 43 Sermaye Piyasası Kurulunun Tebliğine Göre Katılma İntifa Senetleri”, *Tüm Makalelerim (1971-2001)*, C. I-II, İstanbul 2012, s. 576.

²³⁹ İntifa senedi yönünden bkz. **DOĞANAY**, Şerh 1, s. 1208; **GÜRBÜZ USLUEL**, Aslı E.: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı, Ankara 2016, s. 136; **TEKİNALP (POROY/ÇAMOĞLU)**, C. II, s. 181, N. 1224. Gölge pay sözleşmesi yönünden bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 1, c.

Kavramlar arasındaki yakınlığa karşılık bu iki kavram, birçok noktada farklılaşmaktadır. Bu farklılığı derinleştiren noktalardan biri intifa senedi sahibine sırf bu sığfata sahip olmasından dolayı mevzuatta tanınan haklara ilişkindir (TTK m. 140/5, m. 149/1, m. 161/1, m. 183/3). Zira gölge pay sahibine tanınan haklar, kural olarak mevzuatta şirket alacaklılarına tanınan haklar (*örneğin TTK m. 395/2, TTK m. 513/1, TTK m. 530/1 gibi*) ile sözleşmede kararlaştırılan haklarla sınırlıdır.

Ayırt ediciliğı ortaya koyan noktalardan biri de sağlanan hak türlerine ilişkindir. Buna göre temelde her iki kavram bakımından da paya bağı mali haklara benzer mali haklar söz konusu olmasına karşılık bu hakların türleri birbirinden farklıdır. İntifa senedi; kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı ile yeni pay alma hakkı sağlayabilmektedir (TTK m. 503). Gölge pay sözleşmesi bakımından ise payın değerini talep hakkı ile kârdan pay alma hakkı söz konusudur²⁴⁰. Bu anlamda intifa senedinin sınırlı sayıda hak sağlayabilmesi ve fakat gölge pay sözleşmesinin hak yönünden bir sınır içermemesi de iki kavram arasındaki ayrımı derinleştirir.

İki kavram yönünden de kârdan pay alma olanağı söz konusu olmakla birlikte bu hakların hesaplanma biçimi ile alınabilecek azami kâr payına dair sınırlama, ayırt ediciliğı sağlamaktadır. Buna göre intifa senedinde kârdan alınacak pay, kanuni yedek akçelerin birinci ayrımı ile pay sahipleri için yüzde beş oranında kâr payı ayrıldıktan sonra kalan tutarın azami yüzde onu ile sınırlıdır (TTK m. 348/1, m. 502/1)²⁴¹. Oysa kural olarak; alınabilecek kâr payına ilişkin gölge pay sözleşmesi bakımından bir üst sınır

²⁴⁰ Bu konuda bkz. aşğı. İkinci Bölüm, I, A, 1, b, 2.

²⁴¹ Bizim de katıldığımız; kurucu intifa senetlerine ilişkin maddede düzenlenen bu sınırın TTK m. 502/1’de yapılan atıf karşısında adi intifa senetleri için de uygulanacağı görüşü için bkz. **DOMANİÇ**, Kıymetli Evrak, s. 709-710; **KENDİGELEN**, İntifa Senetleri, s. 67; **YANLI**, Veliye: “Yeni Ticaret Kanunu ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, **BATİDER**, C. 30, S. 1, 2014, s. 23; **HAZIROĞLU**, Elif Cemre: Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Ortaklıklarda Kurucu Menfaatleri, Ankara 2018, s. 148-149; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 323; **ÇELİKBOYA**, Kerem: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, İstanbul 2021, s. 385-386; **BAHTİYAR**, Mehmet: “Halka Kapalı Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Dışındaki Kişilere Kârdan Ödeme Yapılmasına İlişkin Bazı Sorunlar”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem’e Armağan, C. 1, İstanbul 2023, s. 268. Aksi yönde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 164; **BİRSEL**, Senetler, s. 653; **MANAVGAT**, Çağlar (**ŞEHİRALİ ÇELİK**, Feyzan Hayal/**KIRCA**, İsmail), Anonim Şirketler Hukuku: Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, C. 1, Ankara 2013, s. 293; **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 130.

bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra intifa senedinde alınabilecek kâr payı, oran şeklinde belirlenmektedir²⁴². Gölge pay sözleşmesinde ise bu şekilde bir belirleme yapılmamakta ve paylara isabet eden kâr payı alacağı ve gölge pay sayısı üzerinden bir hesaplama gerçekleştirilmektedir²⁴³. Bu da intifa senedinin aksine ilk başta kârın ne kadarının gölge pay sahibine ait olacağını belirsiz hale getirmektedir. Bu hakkın dağıtım koşulları da aralarındaki sınırı derinleştirmektedir. Çünkü intifa senedi sahibi, dağıtılabılır kârın olması halinde genel kurul kâr dağıtım kararı almamış olsa dahi kârdan kararlaştırılan oranda/miktarda pay alma hakkını talep edebilir (TTK m. 348/2, m. 502/1). Oysa gölge pay sözleşmesinde kârdan pay alma hakkı, kural olarak pay sahiplerine kâr payı dağıtılmasına bağlı olduğundan genel kurulun kâr dağıtım kararı almaması²⁴⁴, gölge pay sahibinin kârdan pay alma hakkının doğmamasına sebep olur.

Son olarak bu araçlarla sağlanan hakların senede bağlanması halinde bu senetlerin hukuki nitelikleri de kavramlar arasında ayırt ediciliği sağlamaktadır. Zira senede bağlanması zorunlu olmamasına rağmen senede bağlanması halinde intifa senedinin kıymetli evrak niteliği ortaya çıkacaktır (TTK m. 502/2)²⁴⁵. Oysa gölge pay sözleşmesi ile sağlanan hakların senede bağlanması halinde dahi bu senet, kural olarak adi senet niteliğindedir²⁴⁶.

²⁴² Bu yönde bkz. **BİRSEL**, Senetler, s. 653; **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 102. Kurucu senetleri için aynı yönde bkz. **HAZIROĞLU**, s. 147; **BAHTİYAR**, Kârdan Ödeme, s. 328. Yazarlar, kâr payı bakımından her ne kadar yalnızca orandan bahsetmişse de kâr payının sabit bir miktar olarak belirlenmesine engel bulunmamaktadır. Bu yönde bkz. **ERİMEZ**, Rüştü: Şirketlerde Kâr Dağıtım, Yedek Akçeler ve Vergileme, İstanbul 1986, s. 154-155. Bu durumda anılan miktarın TTK m. 502/1'in atfıyla TTK m. 348/1'deki yüzde onluk sınırı aşıp aşmadığının ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir. Sınırın aşıldığı hallerde ise anılan sınıra tekabül eden miktar üzerinden kâr payı tespiti yapılmalıdır. Bkz. **DOMANİÇ**, Hayri: Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması: TTK Şerhi-II, İstanbul 1988, s. 1069.

²⁴³ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 2.

²⁴⁴ Kâr dağıtım yönünde genel kurul kararı alınmasının kâr dağıtım için bir koşul teşkil ettiği yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **ANSAY**, s. 232; **KARAYALÇIN**, Yaşar: Muhasebe Hukuku, Ankara 1988, s. 136; **ÇEVİK**, Orhan Nuri: Anonim Şirketler, Ankara 2002, s. 1020; **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 68; **BADAK**, Zehra: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirkette Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, İstanbul 2018, s. 191; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtım, s. 396.

²⁴⁵ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 162; **DOMANİÇ**, Kıymetli Evrak, s. 708; **TEOMAN** İntifa Senetleri, s. 154-155; **TEKİNALP (POROY/ÇAMOĞLU)**, C. II, s. 177, N. 1216.

²⁴⁶ Bir senedin kıymetli evrak olarak nitelendirilebilmesi için belirli özellikleri taşıması gerekir. Buna göre ilgili senedin mevzuatta kıymetli evrak olarak nitelendirilmesi halinde herhangi bir sorun bulunmamaktadır. Ancak mevzuatta kıymetli evrak olarak nitelendirilmeyen senetler bakımından senede

2. Katılma İntifa Senedi

Katılma intifa senedi, intifa senetlerinin diğer bir türünü²⁴⁷ oluşturmaktadır. Dolayısıyla intifa senetlerine ilişkin genel ilkeler, bu tür için de geçerlidir. Bununla beraber katılma intifa senedi, diğer intifa senetlerinden ayrılan yönler de içerdiğinden gölge pay sözleşmesi karşısında ayrı bir inceleme konusunu gerektirir.

Katılma intifa senedi, Pay Tebliği²⁴⁸ m. 4'te tanımlanmaktadır. Buna göre pay benzeri menkul kıymet niteliği bulunan bu araç, nakit karşılığı ihraç edilerek sahibine kârdan pay alma, tasfiye artığına katılma ve/veya yeni pay alma hakkı sağlamaktadır. Buna karşılık hak sahibine pay üzerinde herhangi bir hak kazandırmayan katılma intifa

bağlanan hakkın içeriğinin kıymetli evrak olarak nitelendirilmeye uygun olup olmadığının tespiti gereklidir. Bkz. **BOZER**, Ali/**GÖLE**, Celal: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 2024, s. 17. Öyle ki bir senedin kıymetli evrak niteliği kazanabilmesi için senede konu hakkın ekonomik değer taşıyan, devredilebilir bir hak olması ve senetten ayrı olarak ileri sürülememesi gerekir (TTK m. 645). Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **ÖZTAN**, Fırat: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 1997, s. 7-23; **KENDİGELEN**, Abuzer/**KIRCA**, İsmail: Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2024, s. 1. Öncelikle gölge pay sözleşmesinden doğan mali haklar ancak değerlendirme tarihi ile birlikte devredilebilir karakter kazanmaktadır. Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, ii. Dolayısıyla bu tarih öncesinde devredilebilir kabiliyette bulunmayan mali hakkın kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanması olanaksızdır. Bu tarihten sonraki durum için ise hak ve senet birlikteliği incelenmelidir. Buna göre bir senedin kıymetli evrak niteliğinden bahsedilebilmesi için hak ve senet arasında ayrılmaz bir bütünlük olmalıdır. Oysa mevzuatta herhangi bir düzenlemeye konu olmayan gölge pay sözleşmesinin sağladığı mali hakların bağlandığı senetlerde bu ayrılmaz bütünlük bulunmamaktadır. Bu haklar, senetten ayrı olarak ileri sürülebilir. Gölge pay sahibi, hakkını kullanabilmek için ilgili senedi gölge pay sağlayan tarafa ibraz etmek zorunda değildir. Tarafların mali hakların ifası için senet ibrazını şart koşması halinde ise durum değişir. Bu durumda ilgili senetlerin kıymetli evrak olduğunun kabulü gerekir. Böyle bir anlaşmanın olmaması veya değerlendirme tarihinden önce mali hakların bir senede bağlanması durumunda söz konusu senetler, yalnızca bir ispat işlevi görür. Bu yönde bkz. **LEVAL/SCHULZE**, s. 619; **KONZ**, s. 321. Dolayısıyla bu senetlerin adi senet olarak nitelendirilmesi gerekir.

²⁴⁷ Adi, kurucu ve katılma intifa senetlerinin yanı sıra öğretide intifa pay senedi adı verilen bir intifa senedi türünün daha olduğu kabul edilmektedir. Bkz. **ÇEVİK**, s. 820-823; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 182, N. 1228; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2730, N. 13; **YALÇIN SIRAKAYA**, Elif: Sermaye Şirketlerinde İntifa Senetleri, Ankara 2025, s. 44-47. İntifa pay senetleri, sermaye düzeninde gerçekleştirilen bir değişiklik sonucunda itfa edilen payın sahibinin şirkette pay sahibi olarak devamını sağlamak amacıyla düzenlenmektedir. Dolayısıyla intifa pay senedi; oy hakkı, genel kurula katılma hakkı gibi yönetsel hakların yanı sıra kâr payı hakkı, yeni pay alma gibi mali hakları da bünyesinde barındırmaktadır. İntifa pay senetleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz.; **ÇEVİK**, s. 822-823; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 182, N. 1228; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2730-2731, N. 15-16. Bu araçların Türk hukukunda uygulanabilirliği tartışması için ayrıca bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 168-169; **DOMANIÇ**, Kıymetli Evrak, s. 705-706; **YALÇIN SIRAKAYA**, s. 44-47. İntifa pay senetlerinin sağladığı haklar, geleneksel intifa senetlerinin yapısına ters düşmektedir. Zira geleneksel intifa senetleri, pay sahipliği sağlamaksızın paya bağlı mali haklara benzer mali haklar tanımakta ve fakat yönetsel hakları sunmamaktadır (TTK m. 503). Dolayısıyla kanaatimiz; bu araçların, intifa senetlerinin bir türü olarak adlandırılmaması gerektiği yönündedir. Buna binaen intifa pay senetlerine bu çalışmada intifa senetleri bahsinde yer verilmemiştir. Nitekim pay sahipliğine dair hakların tamamını içeren bu araçların gölge pay sözleşmesi ile benzer hiçbir yanı bulunmamaktadır. Zira anılan araçlar, adeta pay senetlerinin bir türünü oluşturmakta olup gölge pay ise pay veya pay senetleri ile yalnızca mali hakların endekslenmesi ile sınırlı bir ilgiye sahiptir. Gölge pay hakkında bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a.

²⁴⁸ RG, 02.06.2013, S. 28685.

senedinin²⁴⁹ pay ile ilişkisi, yalnızca sağladığı mali hakların paydan doğan mali haklarla benzerlik göstermesiyle sınırlıdır. Esasen, katılma intifa senedine özgü olmayan ve diğer intifa senetlerinde de olan bu özellik, katılma intifa senedinin gölge pay sözleşmesi ile benzerlik göstermesine sebep olmaktadır. Zira gölge pay sözleşmesi de çoğunlukla hak sahibine pay üzerinde herhangi bir hak kazandırmamakta ve fakat sağladığı mali haklar, paydan kaynaklanan mali haklarla benzerlik gösterebilmektedir²⁵⁰. İhdas amaçları da bu iki kavramı birbirine yaklaştırmaktadır.

Her iki araca da şirket paylarının devri ve bu suretle şirket içerisindeki oy dengesinin değişmesinin yaratacağı olumsuz sonuçlardan kaçınmak amacıyla başvurulmaktadır²⁵¹. Anılan amacı güden şirketler, bu araçlara başvurarak ekonomik anlamda pay sahipliğine benzer sonuçları sağlamakta²⁵² ve aynı zamanda şirketin yönetsel düzenini korumaktadır²⁵³. Bu sayede yabancı kişilerin şirket yönetimine dahil olması da önlenmektedir²⁵⁴. Ancak söz konusu amaca yol açan temel sebep, iki kavramı farklılaştırır. Katılma intifa senedinin bir finansman yöntemi olmasına²⁵⁵ karşılık gölge pay sözleşmesi; şirket işçilerine, yöneticilerine veya yönetim kurulu üyelerine yönelik²⁵⁶ bir teşvik/ödül mekanizmasıdır²⁵⁷. Dolayısıyla temelde her iki aracın da hedefleri, pay sahipliğine benzer mali sonuçların elde edilmesi olsa da bu amacın hedeflenmesine yol açan temel ilişki farklılaşmaktadır. Bu farklılık, birtakım doğal sonuçları da beraberinde getirir. Buna göre katılma intifa senedinde ihraç, nakit karşılığı yapılmaktadır (Pay

²⁴⁹ Katılma intifa senedi sahiplerinin pay sahibi olmadığı yönünde bkz. **TEOMAN**, Katılma İntifa Senetleri, s. 584.

²⁵⁰ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

²⁵¹ Katılma intifa senetleri yönünden bkz. **TEKİNALP**, Ünal: “Katılma İntifa Senetleri”, **BATİDER**, C. 6, S. 2, 1971, s. 298; **TEOMAN**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 1119; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 336. Gölge pay sözleşmesi yönünden bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, D, 1.

²⁵² Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, II, B.

²⁵³ Katılma intifa senetleri için bkz. **KARAYALÇIN**, Yaşar: “İsviçre Borçlar Kanunu’nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler”, **BATİDER**, C. 17, S. 1, 1993, s. 21; **TEOMAN**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 1119; **TEKİNALP (POROY/ÇAMOĞLU)**, C. II, s. 193, N. 1252. Gölge pay sözleşmesi yönünden bkz. yuk. Birinci Bölüm, III, D, 1.

²⁵⁴ Katılma intifa senetleri için bkz. **TEOMAN**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 1119.

²⁵⁵ Bu yönde bkz. **ANSAY**, s. 284; **KARAYALÇIN**, Değişiklikler, s. 21; **TEKİL**, s. 455; **ÇATAKOĞLU**, s. 257; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 192, N. 1251.

²⁵⁶ Gölge pay sahibi olabilecek kişiler için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

²⁵⁷ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, B, 1, dn. 190.

Tebliğ i m. 4/1-k). Oysa gölge pay sözleşmesinde hak sahibi, şirkete herhangi bir bedel ödememektedir. Gölge pay sözleşmesinin kişilerin şirkete verdikleri emeğin bir geri dönüşü olmasına karşılık²⁵⁸ katılma intifa senedinin şirketin finansman araçlarından birisi olması karşısında bu sonuç tabiidir.

Temel yapısı itibarıyla benzer olan bu iki kavram, özellikle sağladıkları haklar yönünden ise birbirinden ayrılmaktadır. Zira katılma intifa senedi, sahibine paya bağlı yönetsel haklara benzeyen bazı yönetsel haklar bahşedebilmektedir. Buna göre katılma intifa senedi sahibinin Pay Tebliğı m. 39 uyarınca TTK m. 437'deki gibi bir bilgi alma ve inceleme hakkı bulunmaktadır. Bunun yanı sıra katılma intifa senedi sahibinin genel kurul kararlarına bir anlamda müdahale hakkı da bulunur. Çünkü bu kişiler, özel bir kurul oluşturmaktadır. Bu hak sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikteki genel kurul kararları, bu kurul tarafından onaylanmadıkça geçerlilik kazanmaz (Pay Tebliğı m. 39/2). Ancak gölge pay sahipliğinin herhangi bir yönetsel hak bahşetmemesi²⁵⁹, iki kavram arasında ayrımı sağlar. Mevzuatta sağlanan haklar ve mali hak türleri de kavramlar arasındaki ayrımı derinleştirmektedir. Bu konuda tekrara düşmemek adına diğer intifa senetleri ile gölge pay sözleşmesini karşılaştırırken yaptığımız açıklamalara gönderme yapmakla yetiniyoruz²⁶⁰.

Sağladıkları hak haricinde hukuki nitelikleri ile ihraç limitleri itibarıyla da iki kavram farklılaşmaktadır. Buna göre katılma intifa senedi, menkul kıymet niteliğini haiz olup kural olarak senede bağlanmadan kayden ihraç edilmektedir (SPK m. 3/1-o, 3/1-ş, 13/1, Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Tebliğ²⁶¹ m. 4/1). Oysa gölge pay sözleşmesinin sağladığı hakların MKK'ye kayden ihracına yönelik bir düzenleme bulunmadığı gibi kural olarak senede bağlanma zorunluluğu da yoktur. Fiziki senede bağlanma zorunluluğuna tabi olmamaları sebebiyle iki kavram arasında benzerlik olduğu

²⁵⁸ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

²⁵⁹ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

²⁶⁰ Bu konuda bkz. aşağı. Birinci Bölüm, V, B, 1.

²⁶¹ RG, 07.08.2014, S. 29081.

düşünülebilir. Ancak gölge pay sözleşmesinin sağladığı hakların senede bağlanması halinde bu senet, katılma intifa senedinin aksine kural olarak kıymetli evrak niteliğini haiz olmamakla²⁶² menkul kıymet niteliği taşımaz²⁶³. Bunun yanı sıra katılma intifa senetlerinde sermaye tutarına göre belirlenen bir ihraç limiti bulunmakta ve bu senetlerin sınırsız ihracı engellenmektedir (Pay Tebliği m. 36/3). Oysa malvarlığının korunması ilkesinden kaynaklanan genel kurallar istisna kalmak kaydıyla²⁶⁴ akdedilebilecek gölge pay sözleşmesi yönünden herhangi bir limit öngörülmemektedir.

C. İşçilere Özel Pay Opsiyonu/Opsiyon Sözleşmesi

İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi (*employee stock option/option agreement*), genel ihdas amacı ve hak kazanma düzeni itibarıyla gölge pay sözleşmesi ile benzerlik göstermektedir. Öyle ki uygulamada ve öğretide gölge pay sözleşmesi, işçilere özel pay opsiyonunun/opsiyon sözleşmesinin bir türü olarak dahi nitelendirilebilmektedir²⁶⁵. Her iki kavramın yapı itibarıyla oldukça farklı olması sebebiyle bu nitelendirmeye katılmamaktayız. Ancak gölge pay sözleşmesinin bu opsiyon sözleşmesine bir alternatif olduğu konusunda ise şüphe yoktur²⁶⁶.

İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi de temelde gölge pay sözleşmesi gibi işçilere veya yöneticilere²⁶⁷ hizmetleri karşılığında tanınan²⁶⁸ bir mali hak sağlama yöntemidir²⁶⁹. Keza burada da hakkın doğumu, belirli koşulların gerçekleşmesine tabi

²⁶² Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, V, B, 1.

²⁶³ Bu konuda bkz. aşağı. Birinci Bölüm, V, F.

²⁶⁴ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, B, 4.

²⁶⁵ Bu yönde bkz. ALTUNBAŞ SANCAK/JAFAROVA; PASLI/KAYA/AKSÖZ/YOLLU; BAYDAR/İSLAMAGEÇ; CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN, s. 93-95; GÖKÇE/SERTBAŞ.

²⁶⁶ Bu yönde bkz. REDDEN/VERON, s. 406; VAGTS, Detlev F.: Basic Corporation Law: Materials, Cases, Text, Westbury 1989, s. 806.

²⁶⁷ İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi için bu yönde bkz. ELLIG, Bruce R.: "Employee Stock Options: An Overview", ACA Journal, C. 7, S. 1, 1998, s. 8; CASSON, Peter: Company Share Options, West Sussex 2000, s. 82. Gölge pay sözleşmesi için bu yönde bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

²⁶⁸ İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi için bu yönde bkz. CASSON, s. 82; CRUMRINE, Rebecca L./MILLER, Rachel K.: "Equitable Division of Property in Georgia: What's Mine is Mine and What's Ours is Mine Too", John Marshall Law Journal, C. 4, S. 1, 2011, s. 18. Gölge pay sözleşmesi için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

²⁶⁹ İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesinin mali hak sağlama yöntemi olduğu yönünde bkz. LEVAL/SCHULZE, s. 619; FOREMAN, Ryan J.: "Employee Stock Options in Personal Bankruptcy:

kılınmaktadır²⁷⁰. Genel esaslardaki bu benzerliğin yanı sıra her iki kavramın da koşullarının mevzuatta düzenlenmemesi, kavramlar arasındaki yakınlığı güçlendirmektedir. Ancak bu yakınlık, kavramların özü gözetildiğinde ortadan kalkmaktadır. Buna göre iki kavram arasındaki ayrımı sağlayan en önemli nokta, temin edilen haklara ilişkindir. Zira sağlanan hak türleri, bu hakların karşılığını oluşturan edim ve hakların kullanım şekli gibi birçok yönden kavramlar arasında keskin bir ayrım bulunmaktadır.

İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi, hak sahiplerine şirket paylarını tek taraflı bir beyanda bulunarak kararlaştırılan bedel karşılığında ileri bir tarihte iktisap etme hakkı vermektedir²⁷¹. Diğer bir anlatımla kendisine pay opsiyonu tanınan işçi veya yönetici, tek taraflı bir beyanla şirket paylarının maliki konumuna gelebilmektedir. Dolayısıyla burada işçilere bir opsiyon hakkı tanınmaktadır. Bunun aksine gölge pay sözleşmesinde hak sahibi, opsiyon hakkını haiz değildir²⁷². Dolayısıyla gölge pay sahibinin sağlanan hakkın doğması için tek taraflı bir beyanda bulunma yükümlülüğü yoktur.

Her iki kavram bakımından da hak kazanma koşullarına yer verilmekle birlikte bu koşulların gerçekleşmesi ile kazanılan haklar farklıdır. Buna göre gölge pay sahibi,

Assets or Earnings”, University of Chicago Law Review, C. 72, S. 4, 2005, s. 1370; **CONWAY**, Meredith R.: “Money for Nothing and the Stocks for Free: Taxing Executive Compensation”, Cornell Journal of Law and Public Policy, C. 17, S. 2, 2008, s. 396; **ABBOTT**, Christy L.: “The Shareholder Derivative Suit as a Response to Stock Option Backdating”, Saint Louis University Law Journal, C. 53, S. 2, 2009, s. 596.

²⁷⁰ İşçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi için bu yönde bkz. **KINDREGAN**, Charles P. Jr./**KINDREGAN**, Patricia A.: “Unexercised Stock Options and Marital Dissolution”, Suffolk University Law Review, C. 34, S. 2, 2001, s. 228; **ABBOTT**, s. 596; **BOSNA**, Berrin/**BAYCIK**, Gaye/**TOLU YILMAZ**, Hazal/**CİVAN**, Orhan Ersun: “Platform Çalışanlarını Yasal Güvenceye Kavuşturmak: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, GSÜHFD, S. 1, 2021, s. 775; **MCNEIL**, s. 46. Gölge pay sözleşmesi için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

²⁷¹ Bu yönde bkz. **LYON**, Charles S.: “Employee Stock Options under the Revenue Act of 1950”, Columbia Law Review, C. 51, S. 1, 1951, s. 3; **MADSEN**, s. 215; **JOHNSON**, Eric L.: “Waste Not, Want Not: An Analysis of Stock Option Plans, Executive Compensation, and the Proper Standard of Waste”, Journal of Corporation Law, C. 26, S. 1, 2000, s. 146; **FRIED**, Jesse M.: “Option Backdating and its Implications”, Washington and Lee Law Review, C. 65, S. 3, 2008, s. 858; **AYOĞLU**, s. 213; **BOSNA/BAYCIK/TOLU YILMAZ/CİVAN**, s. 775-776. Aynı yönde bkz. “İşçi pay opsiyonu, belirli bir süre boyunca önceden belirlenmiş bir bedel üzerinden pay satın alma olanağı veren sözleşmesel bir haktır.” In Re Marriage of Huston, Colorado Court of Appeals, Div. IV, 967 P.2d 181, 05.03.1998 (Justia, E.T. 21.04.2025).

²⁷² Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, III, A, 2, a, 2.

koşulların gerçekleşmesi ile mali haklara doğrudan sahip olmaktadır²⁷³. Oysa pay opsiyonunda hak sahibi, doğrudan pay sahibi haline gelmemekte şirkete yöneltilen bir beyanda bulunması sonrasında bu olanağa kavuşmaktadır. Burada opsiyon hakkının kullanılması ile elde edilen mali hak ise paydır. Oysa gölge pay sözleşmesi, hak sahibine genellikle pay iktisap hakkı sağlamaz²⁷⁴; bu sözleşmenin sağladığı mali hak, çoğunlukla nakdi bir değerden ibarettir. Nadiren de olsa pay temini şeklinde ifanın öngörüldüğü gölge pay sözleşmelerinde ise mali hakkın şekli, iki kavram arasındaki ayrımı sağlamada yetersiz kalabilmektedir. Burada ayrım, diğer hususların yanı sıra hakların karşı edimleri vasıtasıyla sağlanabilir. Zira her ne kadar pay opsiyonu işçilerin veya yöneticilerin hizmetlerinden kaynaklı olarak sağlansa da bu hizmetler, payın doğrudan karşılığını oluşturmaz. Hak sahiplerinin pay iktisap edebilmeleri için önceden kararlaştırılan bir bedeli şirkete ödemeleri gerekmektedir²⁷⁵. Bu da esasen opsiyon hakkının yapısından kaynaklanmaktadır. Çünkü bu hakkın kullanılması ile taraflar arasında pay satışına ilişkin sözleşme kurulmakta olup²⁷⁶ bu sözleşmenin koşulları, opsiyon hakkından tamamiyle bağımsızdır. Opsiyon hakkı, yalnızca sözleşmenin kurulmasında bir araç görevi görmektedir. Pay opsiyonunun aksine gölge pay sözleşmesi ile sağlanan hakların karşılığını ise kural olarak²⁷⁷ hak sahibinin hizmetleri oluşturmakta olup bu haklar için bir bedel ödenmez²⁷⁸.

D. Kazanç Payı

Gölge pay sözleşmesi, kârdan pay alma hakkı sağladığı hallerde kazanç payı ile benzer sonuçlar vermekte ve iki kavram arasındaki sınırlar belirsizlik kazanmaktadır. Zira bu halde iki araç da kişilere şirket kârından pay alma olanağı tanımaktadır. Ancak gölge

²⁷³ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, A.

²⁷⁴ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

²⁷⁵ Bu yönde bkz. **RAY/WILLIAM**, s. 176; **SNARR**, International, s. 159-160; **ALDEN/AKRESH**, s. 88.

²⁷⁶ Bu yönde bkz. **AYOĞLU**, s. 213; **AKA**, Beyza: “Nürnberg Eyalet Yüksek Mahkemesinin (Olg Nürnberg) 20.12.2013 Tarihli ve 12 U 49/13 Sayılı Kararı Işığında Rus Ruleti Klotlarının Geçerliliği ve Uygulanması”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. I, İstanbul 2023, s. 39.

²⁷⁷ Aksi yönde bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, c.

²⁷⁸ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

pay sözleşmesi ile kişilere bu hak haricinde farklı haklar tanınmasının da olanaklı olması, kavramlar arasında ayırt ediciliği sağlamaktadır. Çünkü kazanç payının yalnızca kârdan pay alma hakkını ifade etmesine karşılık gölge pay sözleşmesi, payın değerini talep hakkı da sağlayabilmektedir²⁷⁹.

Sağladıkları kârdan pay alma olanağının; hesaplanma biçimi, koşulları ile bu hakka sahip olabilecek kişiler gibi birçok yönden farklılaşması, iki kavram arasındaki ayrımı sağlayan en önemli hususları oluşturmaktadır. Buna göre öğretide kazanç payı, yönetim kurulu üyelerinin kârdan pay alma hakkı olarak tanımlanmaktadır²⁸⁰. TTK m. 511’de düzenlenen bu hak, maddede de açıkça belirtildiği üzere yalnızca yönetim kurulu üyelerinin kârdan pay alma hakkına özgülenmiş bir kavramdır²⁸¹. Gölge pay sözleşmesinin lehtar grubunu²⁸² da büyük ölçüde yönetim kurulu üyeleri teşkil etmekle her iki kavram arasındaki ayrım güçleşse de sözleşmenin yalnızca yönetim kurulu üyeleriyle sınırlı uygulanmaması, kavramlar arasındaki sınırı çizmektedir²⁸³.

Kârdan pay alma olanaklarını farklılaştıran bir başka husus ise hakkın hesaplanma şekli ile dağıtım koşullarına ilişkindir. Kazanç payı dağıtımının ön koşulu, net kârın varlığıdır (TTK m. 511). TTK m. 511’in bu açık ifadesi karşısında kazanç payı, serbest yedek akçelerden dağıtılamaz²⁸⁴. Oysa gölge pay sözleşmesi bakımından böyle

²⁷⁹ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

²⁸⁰ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 791; **ÖZER**, s. 227; **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 139; **YANLI**, Veliye: “Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanacak Mali Haklar ile İlgili Bazı Değerlendirmeler”, **BATİDER**, C. 33, S. 4, 2017, s. 46; **ÇELİKBOYA**, s. 359-360; **ÇAMOĞLU**, Ersin (**POROY**, Reha/**TEKİNALP**, Ünal): Ortaklıklar Hukuku I, İstanbul 2021, s. 410, N. 561.

²⁸¹ TTK m. 507’nin gerekçesinde de kazanç payının yönetim kurulu üyelerinin kârdan pay alma hakkına özgü bir terim olduğu belirtilmiştir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 240 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

²⁸² Burada lehtar terimi, teknik anlamda kullanılmamıştır. Bu terimden yalnızca gölge pay sözleşmesinde hak sahibini belirtmek amacıyla yararlanılmıştır.

²⁸³ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

²⁸⁴ Öğretide kazanç payının hangi kaynaktan dağıtılacağı konusu tartışmalıdır. Buna göre bizim de katıldığımız görüş, TTK m. 511’in açık ifadesi ve kazanç payının performansa bağlılığını dikkate alarak net dönem kârı dışındaki kaynaklardan kazanç payı dağıtılmasının performans bağlılığı ile bağdaşmayacağını ifade etmektedir. **MANAVGAT(ŞEHİRALİ ÇELİK/KIRCA)**, Temel Kavramlar, s. 730. Aynı görüşe bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 162; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 239; **ÇEVİK**, s. 485; **ÖZER**, s. 231; **BADAK**, s. 231. Aksi görüş ise performans göstergesinde net

bir koşul bulunmamaktadır. Zira gölge pay sözleşmesinde kârdan pay alma hakkı, pay sahiplerinin kâr payı hakkına benzetilmektedir. Öyle ki pay sahiplerine kâr payı dağıtıldığında gölge pay sahibi de gölge paya bağlı olarak kârdan pay alma hakkı elde etmektedir²⁸⁵. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinin sağladığı kârdan pay alma hakkı, kâr payı hakkında olduğu gibi genel kurul kararının varlığına bağlı olarak²⁸⁶ serbest yedek akçelerden de dağıtılabilir (TTK m. 509/2).

Kârdan alınacak payın hesap şekli de bu iki araç arasında farklılığa sebep olmaktadır. Kazanç payında kârdan alınacak pay; bir tutar veya oran şeklinde belirlenebilir²⁸⁷. Örneğin yıllık kârın yüzde beşi oranında veya yıllık kârdan 1.000.000-TL tutarında kazanç payı ödenmesi öngörülebilir. Gölge pay sözleşmesiyle sağlanan kârdan pay alma hakkı bakımından ise bu şekilde bir sabitlik bulunmamakta olup bu hakkın değerinin dağıtılabilir kârın ne kadarına karşılık geleceği belirsizdir. Bu değer, ancak gölge pay sayısı ile bir paya isabet eden kâr payı alacağı üzerinden hesaplanabilmektedir²⁸⁸. Buna göre şirket paylarına isabet eden kâr payı, gölge pay sahiplerine de aynı oranda tanınmaktadır. Dolayısıyla pay sahibinin pay için şirkete tüm ödemeleri gerçekleştirdiği ihtimalde; her biri 5,00-TL'lik itibari değere sahip yüz adet paya isabet eden kâr payı ile her birine 5,00-TL'lik değer biçilmiş yüz adet gölge paya isabet eden kârdan pay alma alacağı eşit olacaktır.

dönem kârının tek başına kıstas olarak alınamayacağını, şirketin zarar etmesine karşılık yönetim kurulu üyelerinin başarılı bir performans göstermiş olabileceğini, net dönem kârının bulunmamasının arkasında başka sebeplerin olabileceğini gerekçe göstererek kazanç payında tek kaynağın net dönem kârı olarak kabul edilmemesi gerektiğini belirtmektedir. Bu görüşte bkz. **YANLI**, Veliye: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Kazanç Payı ile İlgili Bazı Sorunlar”, Prof. Dr. Ali Necip Ortan’a Armağan (Cilt 1), LHD, C. 8, S. 32, 2019, s. 1172-1173. Aynı görüşte bkz. **ÇELİKBOYA**, s. 365.

²⁸⁵ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

²⁸⁶ Bu koşul hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, F, 3.

²⁸⁷ Bu yönde bkz. **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 145; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 339; **BAHTİYAR**, Kârdan Ödeme, s. 266-267.

²⁸⁸ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 2.

E. Pay Üzerinde İntifa Hakkı

İki kavram birçok yönden birbirinden ayrılrsa da bu ayrımı sağlayan en önemli nokta, kavramların pay ile ilişkisi ve bu ilişki sebebiyle doğan haklarla ilgilidir. Genel olarak intifa hakkı, hakkın konusu üzerinde sahibine tam yararlanma yetkisi vermektedir (TMK²⁸⁹ m. 794/2). Hak sahibi, tam yararlanma yetkisinin karşılığı olarak malike ait olan; hakkın konusu üzerindeki kullanma ve semerelerinden²⁹⁰ yararlanma yetkisinin yanı sıra hakkın konusunu yönetme ve onu zilyetliğinde bulundurma yetkilerini de elde etmektedir (TMK m. 803). Bu hakkın pay üzerinde kurulması halinde ise hakkın konusunu pay oluşturacağından söz konusu hak ve yetkiler pay üzerinde doğmakta ve kişiler, pay üzerinde aynı hak elde etmektedir²⁹¹. Bu hakka sahip olanlar, paydan kaynaklanan çeşitli hakların sahibi konumuna gelmektedir. Buna göre intifa hakkının sağladığı yetki, hak sahibine paya bağlı yönetsel hakların yanı sıra kâr payı hakkı, hazırlık dönemi faizi hakkı gibi mali hakları da bahşetmektedir²⁹². Buna karşılık gölge pay sözleşmesi, çoğunlukla; kişilere pay üzerinde herhangi bir hak sağlamamaktadır. Pay üzerindeki intifa hakkının aksine gölge pay sözleşmesinde pay ile ilişki, mali hakların hesaplanması ile sınırlıdır²⁹³. Bu sözleşme, intifa hakkının aksine kişilere aynı bir hak değil alacak hakkı sağlar²⁹⁴. Bu sebeple de pay üzerindeki intifa hakkı sahibinin aksine gölge pay sahibi ne yönetsel hakları ne de mali hakları haizdir²⁹⁵. Alacak hakkı sağlamanın bir sonucu olarak da intifa hakkının aksine gölge pay sözleşmesinde nispiyet

²⁸⁹ RG, 08.12.2001, S. 24609.

²⁹⁰ Pay üzerinde intifa hakkı kurulması halinde semerenin hukuki semere olacağı yönünde bkz. **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 101.

²⁹¹ Zira intifa hakkı, TMK'nin "Eşya Hukuku" başlıklı Dördüncü Bölüm'ünün İkinci Kısmı'nda "Sınırlı Aynı Haklar" bahsinde düzenlenmiştir.

²⁹² Bu yönde bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 57; **OĞUZ**, Arzu: "Pay Senetleri Üzerinde İntifa Hakkı Kurulması ve İntifa Hakkının Kapsamı", ABD, C. 48, S. 1, 1991, s. 30-35; **KENDİGELEN**, Abuzer: Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994, s. 123; **BERZEK**, s. 224. Rüçhan hakkının intifa hakkı sahibine ait olup olmayacağı ise tartışmalıdır. Rüçhan hakkının payın hukuki semeresi olmadığından pay sahibine ait olacağı görüşü için bkz. **TAŞDELEN**, Nihat: "Anonim Ortaklıkta Rüçhan Hakkı", DÜHFD, S. 5, 1992, s. 241; **KENDİGELEN**, Pay Üzerinde İntifa Hakkı, s. 155-159; **MOROĞLU**, Erdoğan: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, İstanbul 2018, s. 161-164; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 102. Aksi yönde bkz. **DOMANİÇ**, Şerh 2, s. 1026-1028.

²⁹³ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, b.

²⁹⁴ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

²⁹⁵ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

ilkesi hakimdir²⁹⁶. Oysa bir aynı hak olmasının gereği olarak da intifa hakkı, herkese karşı ileri sürülebilir²⁹⁷.

Her ne kadar iki araç da kârdan pay olanağı tanısa da intifa hakkı sahibi için bu hak paydan kaynaklanmakta ve fakat gölge pay sahibi açısından sözleşmesel temele dayanmaktadır²⁹⁸. Gölge pay sözleşmesinin sağladığı payın değerini talep hakkının, intifa hakkının sağladığı haklar arasında yer almaması da iki kavramı ayırıştıran bir başka hususu oluşturur. Bununla beraber intifa hakkı, pay üzerindeki mali hakları kural olarak kümülatif şekilde sağlar²⁹⁹. Diğer bir anlatımla intifa hakkı sahibinin her durumda birden çok mali hakkı bulunmaktadır. Oysa gölge pay sözleşmesi, kârdan pay alma hakkı ile payın değerini talep hakkını birlikte sağlayabildiği gibi yalnızca kârdan pay alma hakkı veya payın değerini talep hakkı da sağlayabilir³⁰⁰. Dolayısıyla intifa hakkının aksine gölge pay sözleşmesinde haklar, kümülatif olmayabilir.

F. Pay Benzeri Menkul Kıymetler

Pay benzeri menkul kıymetler, Pay Tebliği'nin 4/1-r maddesinde “[s]ermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren³⁰¹ ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen

²⁹⁶ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, B, 3. Alacak haklarının nispi karakteri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 31-32; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 14-16.

²⁹⁷ Bu yönde bkz. **ÜNAL**, Mehmet: Sınırlı Aynı Haklar, Ankara 2021, s. 280.

²⁹⁸ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, B, 3.

²⁹⁹ Bu yönde bk. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 58.

³⁰⁰ Bu yönde bkz. **LEVAL/SCHULZE**, s. 619; **VERNAVA**, Anthony M.: “Stock Options: Corporate, Regulatory and Related Tax Aspects”, University of Pittsburgh Law Review, S. 30, C. 2, 1968, s. 213; **KONZ**, s. 321; **MELBINGER**, s. 150-155; **MCNEIL**, s. 58.

³⁰¹ Bu tanımda menkul kıymetlerin pay sahipliği hakkı sağladığından bahsedilirken aynı zamanda sermayede temsil edilmesinin şart olmadığı belirtilmesi, kanaatimizce çelişki yaratmaktadır. Zira pay sahipliği hakları, sermayeyi temsil etme özelliği bulunan (TTK m. 329/1) paylardan kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla pay üzerinde hak sahibi olmayanların pay sahipliği haklarından yararlanması olanaklı değildir. Ancak payı temsil etmeyen ve fakat mali nitelikteki pay sahipliği haklarına benzer şekilde kârdan pay alma, tasfiye artığına katılma veya rüçhan hakkı bahşeden (Pay Tebliği m. 4/1-k) katılma intifa senetlerinin de pay benzeri menkul kıymetler arasında sayılması sebebiyle düzenlemedeki “*pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren*” ifadesi ile kastedilenin “*pay sahipliği haklarına benzer haklardan birini ya da bir kısmını veren*” olduğu kanaatindeyiz (Pay Tebliği m. 4/1-k). Pay Tebliği m. 4/1-k’de katılma intifa senetlerinin pay sahipliği hakları bahsetmediğinin açıkça ifade edilmesi karşısında farklı bir sonuca ulaşamayacaktır. Bu mali hakların da pay sahipliği hakkı olduğu yönünde bkz. **TEOMAN**, Katılma İntifa Senetleri, s. 584.

menkul kıymetleri” ifade eder şekilde tanımlanmıştır. Buna göre pay benzeri menkul kıymetler, öngörülen bir tutarda gelir garantisi barındırmamakta ve sahiplerine belirli pay sahipliği haklarını tanımaktadır. Gölge pay sözleşmesinin de yapı itibarıyla bu unsurları bünyesinde taşıdığı ve dolayısıyla bu kavramlar arasında bir farklılık olmadığı düşünülebilir. Buna göre gölge pay sözleşmesi ile de hak sahibi, belirli tutarda getiri sağlamayı garanti etmemektedir. Buna sağlanan mali hak türlerinin özellikleri ve hakların doğumunun belirli koşullara tabi tutulması³⁰² yol açmaktadır. Örneğin değer artış alacağı kararlaştırılan bir gölge pay sözleşmesinde gölge payların değerinde belirlenen iki tarih arasında herhangi bir artış yaşanmaması, sözleşmenin mali hak getirmemesine sebep olur³⁰³. Keza pay sahiplerine kâr payı dağıtılmaması, gölge pay sahiplerinin de kârdan pay sağlayamaması sonucunu doğurur³⁰⁴. Hak sahiplerinin ancak belirli koşulların gerçekleşmesi durumunda mali hak elde edebilmeleri de gelir garantisine engel teşkil etmektedir. Bununla birlikte gölge pay sözleşmesinin pay sahipliği haklarından kâr payı hakkına benzer şekilde kârdan pay alma hakkı sağlaması sebebiyle pay benzeri menkul kıymetlerle benzerlik gösterdiği ifade edilebilir.

Temel yapı itibarıyla eşdeğer gibi görülen bu araçlar, pay benzeri menkul kıymetlerin bünyesinde taşıdığına şüphe olmayan genel menkul kıymet tanımındaki unsurlar gözetildiğinde ise keskin şekilde ayrılmaktadır³⁰⁵. Öyle ki eSPK³⁰⁶ m. 3/1-b’de yer alan ve günümüzde de geçerli kabul edilen³⁰⁷ menkul kıymet tanımına göre bir menkul kıymetin varlığından bahsedebilmek için söz konusu kıymetin şu unsurları

³⁰² Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

³⁰³ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 1, b.

³⁰⁴ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, F.

³⁰⁵ Aksi yönde bkz. *Günay*, dolaylı olarak gölge payın “pay ve pay benzeri menkul kıymet” niteliğinde olduğunu ifade etmektedir. **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 105-106.

³⁰⁶ RG, 30.07.1981, S. 17416.

³⁰⁷ Bu yönde bkz. **AYDOĞAN**, Gökhan: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul 2013, s. 43-46; **ÇATAKOĞLU**, s. 79-88; **ÜLGEN**, Hüseyin/**HELVACI**, Mehmet/**KAYA**, Arslan/**NOMER ERTAN**, Füsün: Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2021, s. 37; **BOZER/GÖLE**, s. 531.

içermesi gerekir³⁰⁸: (i) ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlaması, (ii) belirli bir meblağı temsil etmesi, (iii) yatırım aracı olması, (iv) dönemsel gelir getirmesi, (v) misli nitelikte olması, (vi) seri halinde çıkarılması ve ibarelerinin aynı olması ile (vii) kıymetli evrak niteliği taşıması³⁰⁹. Gölge pay sözleşmesi de kârdan pay alma hakkı ve/veya payın değerini talep hakkı şeklinde tecessüm eden mali hakları bünyesinde barındırmak suretiyle alacak hakkı sağlamaktadır. Bunu yanı sıra söz konusu mali hakların doğumu belirli koşulların gerçekleşmesine ve hakların muaccel hale gelmesi de belirli vadelere tabi kılınmakla bu sözleşmenin dönemsel gelir getirdiği³¹⁰ ifade edilebilir. Ancak diğer unsurlar, sözleşmenin yapısına uymamaktadır.

İlk olarak gölge pay sözleşmesi; sermayenin, şirketin borçlandığı meblağın veya diğer bir değer belirlenmesi karşılıklı gelmez³¹¹. Her ne kadar gölge payın şirket paylarını takip eden bir değeri bulursa da bu değer, mali hakların tutarının

³⁰⁸ Bu tanıma göre pay benzeri menkul kıymetin varlığından bahsedebilmek için Sermaye Piyasası Kurulu tarafından bu yönde bir belirlemenin de yapılması gerekmektedir. Gölge pay sözleşmesi açısından bu yönde bir belirleme yapılmıyorsa da bu sözleşme ile pay benzeri menkul kıymetlerin eşdeğer olup olmadığı ve dolayısıyla bu şekilde bir belirleme yapılmasının gerekip gerekmediğinin incelenmesi de yerinde olacaktır. Dolayısıyla bu başlık altında kurul kararı haricindeki unsurlar yönünden bir inceleme gerçekleştirilerek *de facto* olarak iki kavramın eşdeğerliği incelenmiştir.

³⁰⁹ Bu unsurun fiziki senede bağlanmayan kaydi sermaye piyasası araçlarının da menkul kıymet kabul edilmesi karşısında unsur niteliğini kaybettiği yönünde bkz. **ATA POLAT**, Özlem: “Dağıtık Defter Teknolojisine Dayalı Kıymetli Evrak Düzenlemeleri ve Bu Düzenlemelerin Menkul Kıymetlerin Kıymetli Evrak Niteliğine Etkisine İlişkin Bir Değerlendirme”, **BATİDER**, C. 39, S. 2, 2023, s. 342-349. Hakkın fiziki senette değil, kaydi sistemde tecessüm etmesinin kıymetli evrak niteliğine zarar vermeyeceği yönünde bkz. **KUBİLAY**, Huriye: “Kaydileştirilmesi Gereken Pay Senetlerini Merkezi Kayıt Kuruluşuna Teslim Etmeyen Kişilerin Hukuki Durumu”, **GÜHFD**, C. 17, S. 2, 2013, s. 811; **TURANBOY**, Asuman: “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları”, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul 2019, s. 1289; **BOZER/GÖLE**, s. 533-534.

³¹⁰ Zira gelir getirmenin dönemselliği ile gelirin belirli bir süre sonunda varlık kazanması kastedilmektedir. Bkz. **YILDIZ DESTANOĞLU**, Burçak: Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004, s. 68; **ADIGÜZEL**, Burak: “Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant”, **EBYÜ-HFD**, S. 3, 2010, s. 239; **ÇATAKOĞLU**, s. 83.

³¹¹ Menkul kıymetler, belirli bir meblağı temsil ederler (eSPK m. 3/1-b). Bununla menkul kıymetin belirli bir değer esas alınarak düzenlenmesi, itibari değeri veya belirlenebilir bir değeri haiz olması kastedilmektedir. Bkz. **AYTAÇ**, Zühtü: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 47; **ÖZTAN**, s. 185; **TURANBOY**, Asuman: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s. 73; **YILDIZ DESTANOĞLU**, s. 66; **PASLI**, Ali: “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. 2, İstanbul 2007, s. 1532; **ADIGÜZEL**, Varant, s. 237; **ÇATAKOĞLU**, s. 80. Bu anlamda örneğin pay senedi sermayeyi temsil ettiğinden (TTK m. 329/1) sermayeye katılma oranında bir değeri bulunmaktadır. Pay senetlerinin itibari değerinin hesaplanması hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 142; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 273-274; **ÇEVİK**, s. 661-662; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. I, s. 615, N. 758. Benzer şekilde şirketin borçlandığı meblağın eşit kısımlarını temsil eden tahviller de bu kısım oranında bir değer taşımaktadır. Bkz. **DOMANIÇ**, Tahvil Senetleri, s. 312.

belirlenebilmesi için atanmış olup belirli bir değeri temsil etmez³¹². Pay benzeri menkul kıymetlerin aksine gölge pay sözleşmesinin yatırım aracı niteliği³¹³ de bulunmamaktadır. Çünkü gölge pay sözleşmesi ile sağlanan hakların karşılığını nakdi bir bedel değil, kural olarak³¹⁴ kişilerin hizmetleri oluşturmaktadır³¹⁵. Keza gölge pay sözleşmesi ile her bir hak sahibi, şirket içerisindeki konumu gözetilerek farklı sözleşme koşullarına tabi tutulmaktadır. Bu sebeple her bir sözleşmenin hak kazanma koşulları, mali hakların muaccel hale geleceği tarih, mali hak türü, gölge pay sayısı farklıdır. Bu ise pay benzeri menkul kıymetlerin aksine sözleşmenin misli niteliğini³¹⁶ engellemektedir. Dolayısıyla bu araçların aksine gölge pay sözleşmelerinin birbirlerinin yerini alması olasılığı bulunmamaktadır. Bu husus, aynı zamanda; gölge pay sözleşmesinin seri halde çıkarılmasından veya ibarelerinin aynı olmasından³¹⁷ da bahsedilememesine sebep olur. Sonuç itibarıyla belirli bir meblağı temsil etmeyen, yatırım aracı niteliği bulunmayan, misli nitelikte olmayan ve bunun doğal sonucu olarak seri halinde çıkarılmayan, aynı ibareleri taşımayan ve kural olarak kıymetli evrak niteliğini haiz olmayan³¹⁸ gölge pay sözleşmesi ile bu nitelikleri haiz olan pay benzeri menkul kıymetler eşdeğer değildir.

³¹² Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, a, i.

³¹³ Yatırım, paranın gelir getirisi olan bir mala yatırılması olarak tanımlanmaktadır. **TÜRK DİL KURUMU**: “Yatırım”, Güncel Türkçe Sözlük (<https://sozluk.gov.tr/>, E.T. 21.04.2025). Buna göre menkul kıymetlerin varlığı için aranan yatırım aracı olma unsuru ile menkul kıymetin; şirkete ödenen bir meblağ karşılığında kişiye getiri sağlaması anlaşılmalıdır. Benzer yönde bkz. **ADIGÜZEL**, Varant, s. 238.

³¹⁴ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, c.

³¹⁵ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

³¹⁶ Bir menkul kıymetin misli nitelikte olması; aynı kişi tarafından ihraç edilmesi, aynı hukuki ilişkiden kaynaklanması ve kişilere aynı hakları vermesi anlamına gelir. Bkz. **TURANBOY**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 74. Buna bağlı olarak da misli nitelik, bu kıymetlerin birbirleri yerine ikame edilebilmesini ifade eder. Bkz. **AYTAÇ**, s. 48; **ÖZTAN**, s. 186; **AKBULAK**, Sevinç/**AKBULAK**, Yavuz: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 24; **POROY**, Reha/**TEKİNALP**, Ünal: Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, İstanbul 2021, s. 46; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 110, N. 1094. Zira bu kıymetler, aynı hak ve borçları temsil ettiklerinden biri yerine diğeriye sahip olunması herhangi bir fark yaratmaz. Bkz. **AKBULAK/AKBULAK**, s. 24.

³¹⁷ Menkul kıymetlerin kitlesel halde çıkarılması (**PASLI**, s. 1540; **ÜLGEN**, Hüseyin/**HELVACI**, Mehmet/**KENDİGELEN**, Abuzer/**KAYA**, Arslan: Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2013, s. 24.) ve birbirini takip eder şekilde numaralandırılması (**AYTAÇ**, s. 75.) olarak tanımlanabilecek bu unsur, misli niteliğin doğal bir sonucu olarak kabul edilmektedir. Bkz. **PASLI**, s. 1540; **ÜNAL**, Mücahit: “Anonim Şirketlerde Menkul Kıymetler”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 704. Misli niteliğin ve kitle halinde çıkarılmanın bir başka sonucu da aynı tertip ve serideki kıymetlerin aynı ifadeleri (itibari değerin buna dahil olmadığı yönünde bkz. **ADIGÜZEL**, Varant, s. 242.) içermesi veya diğer bir anlatımla ibarelerinin aynı olmasıdır. Bkz. **AYTAÇ**, s. 49; **ÜNAL**, Menkul Kıymetler, s. 705; **ADIGÜZEL**, Varant, s. 242.

³¹⁸ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, V, B, 1.

İKİNCİ BÖLÜM

GÖLGE PAY SÖZLEŞMESİNİN TEMEL YAPISI VE KURULUŞU

I. Temel Yapı

A. Unsurlar

1. Genel Olarak

Bir sözleşmenin gölge pay sözleşmesi olarak nitelendirilebilmesi için birtakım unsurları içermesi gerekir. Gölge pay sözleşmesinin esaslı noktalarını oluşturan bu unsurlar, diğer sözleşmeler karşısında ayırt ediciliği sağladığı gibi sözleşme ile temin edilen hak ve yükümlülüklerin tespitine de hizmet eder. Söz konusu unsurların bulunmaması, bu sözleşmenin gölge pay sözleşmesi olarak nitelendirilmesine engel teşkil edebilir ve farklı bir sözleşmenin varlığını gündeme getirebilir. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinin tüm yönleriyle açıklığa kavuşturulabilmesi amacıyla bu başlık altında unsurlarına yer verilecektir.

2. Olumlu Unsur

a) Gölge Pay Sağlanması

(1) Tahsis Aşaması

Gölge pay sözleşmesini karakterize eden asıl unsur, gölge pay sağlanmasıdır. Buna göre gölge pay sözleşmesi ile işçilere, yöneticilere veya yönetim kurulu üyelerine³¹⁹

³¹⁹ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

belirli sayıda gölge pay tanınmakta ve bu birimlere bir değer³²⁰ biçilmektedir³²¹. Sağlanan gölge paylar, şirket sermayesindeki değişikliklere de adapte edilebilmekte ve örneğin paylardaki bir bölünme gölge paya da yansıtılabilmektedir³²².

Gölge payın kuruluş aşamasında sağlanması³²³ olanaklıysa da bunun yıllara yayılması³²⁴ veya belirli koşullara tabi kılınması (*belirli performans ölçütlerinin tercih edilmesi gibi*) da tercih edilebilmektedir³²⁵. Örneğin işçiye şirkette hizmet gördüğü her yıl için yüz adet gölge pay tanınması olanaklı olduğu gibi sözleşmenin kuruluş aşamasında doğrudan beş yüz adet gölge pay tanınması da olasıdır. Bu, tümüyle şirketin yönetsel takdiri ile ilgilidir. Ancak gölge payın kademeli bir biçimde sağlanması

³²⁰ Bu yönde örnekler için bkz. “SFI, yönetim kurulunun onayı ve yönlendirmesi ile ve aşağıda belirtilen koşullara tabi olarak hak sahibine tahsis tarihi itibarıyla... adet gölge pay (‘Gölge Pay’ veya ‘Menfaat’ olarak adlandırılacaktır) sağlamakta olup, gölge pay başına menfaat değeri \$... (‘Menfaat Değeri’) olarak belirlenmiştir. Bu değer, SFI paylarının (‘Pay’) mevcut piyasa değeri ile eşit veya daha yüksektir.” **SANDERSON FARMS INC.**: Sanderson Farms, Inc. Form of Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Hak sahibine tahsis edilecek gölge pay sayısı ve bunların varsayımsal değeri, tahsis tarihi itibarıyla komite tarafından belirlenir ve hak sahibinin sözleşmesinde belirtilir.” **ANCHOR BANCORP**: Anchor Mutual Savings Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.4, 24.10.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Yürürlük tarihi itibarıyla yönetim kurulu üyesine her biri on dolar ve altmış altı sent (10,66 dolar) tahsis değerine sahip bin beş yüz otuz (1.530) adet gölge paya dayanan değer artış hakkı sağlanır.” **KINDERHOOK BANK CORP.**: The National Union Bank of Kinderhook Phantom Stock Appreciation Rights Agreement, 1-A (Offering Statement) EX1A-6 MAT CTRCT, 01.06.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³²¹ Bu yönde bkz. **VERNAVA**, s. 213; **GROSSMAN/KILPATRICK/MISTER**, s. 261; **PURZYCKI**, Roseanna L.: “Taking Stock of Golden Parachutes”, Family Advocate, C. 20, S. 4, 1998, s. 42; **RODRICK**, Scott S.: Equity-Based Compensation for Multinational Corporations, Oakland 1999, s. 115; **POZA/DAUGHERTY**, s. 407.

³²² Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63. Bu konuda ayrıntılı açıklamalar için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, D.

³²³ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Komite, burada ve planda belirtilen hüküm, koşul ve kısıtlamalara tabi olan ... adet gölge payın (‘Gölge Pay’) hak sahibine tahsis edilmesini onaylar.” **MARVEL ENTERTAINMENT INC.**: Marvel Entertainment, Inc. Performance-Based Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10, 09.11.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Şirket, hak sahibine sözleşme ve planın hüküm ve koşullarına tabi olarak XXX adet gölge pay (‘Gölge Pay’) tahsis etmektedir.” **PARKER DRILLING CO.**: Parker Drilling Company Phantom Stock Unit Award Incentive Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 05.05.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³²⁴ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge Pay, hak sahiplerine ilk tahsis tarihi ile başlayarak beş yıllık bir süre zarfında tahsis edilir. Tahsisler, her yıl temmuz ayının son pazartesi günü ve/veya aralık ayının ilk pazartesi günü itibarıyla yılda iki kez yapılır (her iki gün Tahsis Tarihi olarak adlandırılır).” **FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA**: Fresenius Medical Care Ag & Co. Kga Phantom Stock Plan 2011, 6-K (Current Report) EX-10.5, 02.08.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³²⁵ Bu yönde bkz. **POZA/DAUGHERTY**, s. 407.

halinde koşula bağlanan unsur, gölge pay edinimi olup gölge paydan kaynaklanan mali hakların edinim koşulları farklıdır.

(2) Unsurları

(a) Kurgusalılık

Gölge pay, tümüyle kurgusal bir karaktere sahip olup³²⁶ şirket sermayesini temsil eden pay niteliğinde değildir³²⁷. Payın aksine maddi veya gayri maddi herhangi bir karşılığı da bulunmayan³²⁸ bu birimler, tamamen kâğıt üzerinde oluşturulmaktadır³²⁹. Bu anlamda gölge paya yalnızca kâğıt üzerinde olmak üzere pay vasfı yüklenmektedir. Kurgusallığın nakdi değersizlik ve devredilemezlik olmak üzere iki ana sonucu bulunmaktadır. Bu sonuçlar, gölge pay sözleşmesinin işlevlerini yerine getirebilmesi için de zaruri niteliktedir.

(i) Nakdi Değersizlik

Gölge payın nakdi bir değeri yoktur³³⁰. Bu, gölge payın bir hesaplama birimi olması³³¹ ve dolayısıyla maddi veya gayri maddi bir karşılığı bulunmamasının doğal sonucudur. Zira nakdi değer, maddi veya gayri maddi varlıklara özgüdür. Bu sebeple gölge payın bir pay veya bir taşınmazda olduğu gibi ekonomik değer taşıması söz konusu olmaz. Bunun sonucu olarak da örneğin taşınmazın veya payın doğrudan nakde çevrilerek kişiye parasal bir karşılık sağlaması olanaklıyken gölge payın doğrudan nakde çevrilmesi bahis konusu edilemez. Her ne kadar gölge paya bir değer biçilse de bu değer, yalnızca hakların hesabında referans işlevi görmektedir³³². Dolayısıyla bu değer, tamamen

³²⁶ Bu yönde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 9-10.

³²⁷ Bu yönde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 3, dn. 43.

³²⁸ Bu yönde bkz. MYERS, Donald W.: 2008 U.S. Master Human Resources Guide, Chicago 2008, s. 665.

³²⁹ Bu yönde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 3, dn. 45.

³³⁰ Bu yönde bkz. ORAN, s. 395; MOYNIHAN, s. 89. Aynı yönde bkz. JUSTIA LEGAL DICTIONARY: “Phantom Stock Plan” (<https://dictionary.justia.com/phantom-stock-plan>, E.T. 21.04.2025); MERRIAM-WEBSTER.COM LEGAL DICTIONARY: “Phantom Stock Plan” (<https://www.merriam-webster.com/legal/phantom%20stock>, E.T. 21.04.2025).

³³¹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 3, dn. 46.

³³² Bu yönde bkz. MELBINGER, s. 156.

sembolik/farazi³³³ bir değer olup gölge payın parasal karşılığını oluşturmaz. Bunun yanı sıra sağlanacak mali haklar da gölge payın nakdi karşılığını ifade etmez. Bu mali haklar ile gölge pay arasındaki ilişki, yalnızca hakların hesaplanmasıyla sınırlıdır³³⁴.

(ii) Devredilemezlik

Gölge pay, maddi veya gayri maddi bir varlığa karşılık gelmez. Yalnızca mali hakkın hesabında kullanılan bir endeks niteliğinde³³⁵ olan bu birimin üçüncü kişilere devri de söz konusu olamaz³³⁶. Taraflarca kararlaştırılan koşulların gerçekleşmesi ve mali hakların doğması³³⁷ halinde dahi bu sonuç değişmez.

Mali hakların ise belirli koşullarla devri olanaklıdır. Buna göre mali hakların doğumunun kişinin iş görme süresi, performansı gibi tamamıyla kişiye bağlı koşullara tabi kılınması³³⁸ karşısında işin niteliğinin hak kazanma tarihine kadar devre engel oluşturacağı açıktır (TBK m. 183/1)³³⁹. Bu dönem sonrasında ise kural olarak kişisel nitelikteki koşullar gerçekleşmekte ve koşulların gerçekleşmesiyle birlikte mali hakların kişiye bağlılığı ortadan kalmaktadır³⁴⁰. Ancak değerlendirme tarihinin³⁴¹ hak kazanma tarihi

³³³ Bu yönde bkz. **NEWMAN**, Jerry M./**GERHART**, Barry/**MILKOVICH**, George T.: *Compensation*, New York 2017, s. 714.

³³⁴ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, b.

³³⁵ Gölge payın endeks niteliği için bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 3, dn. 51.

³³⁶ Bu yönde bkz. **CLARK**, s. 208; **ORAN**, s. 385; **DOERNBERG/ABRAMS/LEATHERMAN**, s. 550; **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 103. Aynı yönde bkz. **JUSTIA LEGAL DICTIONARY**: “*Phantom Stock Plan*”, <https://dictionary.justia.com/phantom-stock-plan> (E.T. 21.04.2025); **MERRIAM-WEBSTER.COM LEGAL DICTIONARY**: “*Phantom Stock Plan*”, <https://www.merriam-webster.com/legal/phantom%20stock> (E.T. 21.04.2025). Nitekim uygulamada da devredilemezliğe sözleşmelerde özellikle yer verilmektedir. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Gölge payın devredilemezliği: gölge payı vasiyetname, veraset veya intikal kanunları ya da planda aksi belirtilmedikçe hiçbir şekilde satamaz, devredemez, rehin veremez, takas edemez, ipotek edemez veya elden çıkaramazsınız.*” **SHAW GROUP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.8, 31.05.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Gölge pay satılamaz, devredilemez, başış yoluyla veya başka bir şekilde devredilemez, rehin verilemez, ipotek edilemez veya kanunen ya da başka bir şekilde elden çıkarılamaz.*” **QEP RESOURCES INC.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10, 28.06.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³³⁷ Bu yönde bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

³³⁸ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I.

³³⁹ Alacak hakkı ile hak sahibinin kişiliği arasındaki bağlılığın devre engel oluşturacağı yönünde bkz. **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 808; **OĞUZMAN**, M. Kemal/**ÖZ**, Turgut: *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C. 2, İstanbul 2023, s. 596.

³⁴⁰ Manevi tazminat alacağının devri konusunda aynı yönde bkz. **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 246.

³⁴¹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 6.

sonrasındaki bir tarih olarak kararlaştırılması durumunda bu kişiselik devam eder. Çünkü bu ara dönemde mali hakların değerinin hesabında hak sahibinin performansının şirket performansı üzerindeki etkisi dikkate alınmaktadır. Diğer bir anlatımla hak sahibinin performansının payların ve dolayısıyla gölge payın değerini artırması ölçüsünde mali hakların değeri de artacağından³⁴² mali hakların hak sahibinin kişiliğine bağlılığı devam eder. Dolayısıyla değerlendirme tarihinin hak kazanma tarihi sonrasındaki bir tarih olarak kararlaştırılması halinde kişiye bağlılık, ancak değerlendirme tarihinde sona erecektir. Aksi hallerde ise koşulların gerçekleşeceği tarih olan hak kazanma tarihi ile birlikte kişiye bağlılık ortadan kalkacaktır. Bu durumda mali haklar yönünden kişiye bağlılığın ortadan kalktığı zamana göre değerlendirme tarihinde veya hak kazanma tarihinde adi bir alacak hakkının devir prosedürünün (TBK m. 183-194) uygulanmasına bir engel kalmayacaktır. Sonuç olarak gölge payın istisnasız devredilemeyeceği ve fakat mali hakların, değerinin belirlenmesiyle devir kabiliyeti kazanabileceği görüşündeyiz.

(b) Sınırlı Özdeşlik

Gölge payın diğer unsurunu ise pay ile kısmen özdeş karaktere sahip olması oluşturur³⁴³. Ancak pay ile gölge pay arasında tam bir özdeşlik bulunmaz. Zira burada mali hakkın ve gölge payın kaynağı gölge pay sözleşmesiyle paydan kaynaklı haklarda bizzat payın kendisidir (TTK m. 461/1, m. 462/3, m. 507/1, m. 510/1 gibi)³⁴⁴. Gölge pay, payın aksine herhangi bir hak doğurmamaktadır.

Gölge pay, pay ile yalnızca mali anlamda özdeş karaktere sahiptir. Buna göre mali hakların değerinin hesaplanabilmesi için payların itibari değerinde olduğu gibi gölge paylara farazi bir değer biçilmesi gerekmektedir. Bu değer tespiti ise pay ile özdeşlik sağlanarak gerçekleştirilmektedir³⁴⁵. Öyle ki değer tespitinde gölge paylar, pay

³⁴² Bu yönde bkz. **BALLARD**, Frederic L. Jr.: “Nonqualified Deferred Compensation: Elective Plans and Other Developments”, The Tax Lawyer, C. 25, S. 2, 1972, s. 313.

³⁴³ Bu yönde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 3, dn. 42.

³⁴⁴ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 3, dn. 49.

³⁴⁵ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 3.

varsayılmaktadır. Bu sayede gölge payların değeri ile şirket paylarının değeri denkleştirilmektedir³⁴⁶. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinin sağladığı hakların tespitinde şirket payları, endeks olarak kullanılmaktadır. Bu da kişilerin, şirket paylarının değeri üzerinden bir mali hak elde etmesine sebep olmaktadır³⁴⁷.

b) Mali Hak Sağlanması

(1) Kavram

Gölge pay sözleşmesi ile hak kazanma koşullarının gerçekleştirilmesi üzerine değeri gölge paylar üzerinden hesaplanan mali haklar kazanılmaktadır³⁴⁸. Bu anlamda gölge pay sözleşmesi, temelde bir mali hak sağlama yöntemidir. Dolayısıyla mali hak kavramının ne anlam ifade ettiğinin ve diğer mali hak sağlama yöntemlerinden ne ölçüde farklılaştığının açıklanması gerekmektedir. Bu, gölge pay sözleşmesinin sağladığı hakların genel çerçevesinin oluşturulmasına da yardımcı olacaktır.

Mali hak kavramı, hukukun muhtelif alanlarında kullanılmaktadır. Bu kavramın hukukun her alanında ifade ettiği anlamı kapsayan tanım, geniş anlamda mali hak kavramını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda geniş anlamda mali hak ile ekonomik değer taşıyan her türlü hak anlaşılmaktadır³⁴⁹. Ancak gölge pay sözleşmesi açısından asıl önemli olan ve bu sözleşmeyi karakterize eden mali hak, dar anlamda mali haktır. Dar anlamda mali hak; pay ile ilişkilendirilerek hesaplanan ve ekonomik değer taşıyan her

³⁴⁶ Bu yönde bkz. **VERNAVA**, s. 213; **LEVMORE**, Saul: “Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts”, Virginia Law Review, C. 68, S. 1, 1982, s. 150, dn. 86; **CLARK**, s. 208; **BARTLETT**, Joseph W.: Equity Finance, C. 1, New York 1995, s. 254; **BESNER**, Gregory: “Restricted Stock: Regulations, Trends and Technologies”, Compensation & Benefits Review, C. 36, S. 1, 2004, s. 54; **JOHNSON**, Calvin H.: “The Disloyalty of Stock and Stock Option Compensation”, Connecticut Insurance Law Journal, C. 11, S. 1, 2004-2005, s. 147; **POZA**, s. 60; **PALMITER**, Alan R.: Corporations, Frederick 2015, s. 310.

³⁴⁷ Bu yönde bkz. **BUCKWOLD/KITUNEN**, s. 100; **WILLIAM/KRAAKMAN**, s. 346.

³⁴⁸ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, A. Nihai ifa tutarının hesaplanma şekli hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV.

³⁴⁹ Çeşitli hukuk disiplinleri açısından mali hak tanımı için bkz. **SARAÇ**, Tahir: “Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Tarafından El Konulan Şirketlerde Tek Kişi ile Yapılan Genel Kurul Toplantılarının Geçerliliği Sorunu”, AÜHFD, C. 57, S. 2, 2008, s. 178; **ATEŞ**, Mustafa: “İstisna (Eser) Sözleşmesi Kapsamında Meydana Getirilen Eser Üzerindeki Fikrî Haklar”, BATİDER, C. 28, S. 1, 2012, s. 54; **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 89-90; **KILIÇOĞLU**, Ahmet M.: “Eser Sahibinin Mali Haklarına İlişkin Hukuksal İşlemler”, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul 2019, s. 713.

türlü hak olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla gölge paya özgü mali hakları diğer hukuk disiplinlerindeki mali haklardan ayıran unsur, mali hakkın değerinin payın değeri ile ilişkilendirilmesinde³⁵⁰ kendini gösterir.

Öğretide gölge pay sözleşmesi tanımlanırken kişilere pay sahipliği sağlanmaksızın paya bağlı mali haklar temin edildiği ifade edilmektedir³⁵¹. Ancak gölge pay sözleşmesi yönünden geçerli mali hak kavramının paya bağlı mali hak olarak nitelendirilmesi yerinde değildir. Çünkü bu mali haklar, hizmet karşılığını oluştururken³⁵² ve gölge pay sözleşmesinden doğmaktayken paya bağlı ve pay sahiplerine tanınan mali haklar, payın getirisidir³⁵³. Kaldı ki paya bağlı mali haklar; kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı, rüçhan hakkı, hazırlık dönemi faizi hakkı, bedelsiz pay edinme hakkı, önerilmeye muhatap olma hakkı ve tesislerden yararlanma hakkından oluşmaktadır (TTK m. 461/1, m. 462/3, m. 507/1, m. 510/1)³⁵⁴. Oysa gölge pay sözleşmesi ile tanınan mali haklar, bunlardan farklıdır. Buna göre bir alt başlıkta açıklanacağı üzere gölge pay sözleşmesi ile söz konusu hakların tümü sağlanmadığı gibi bu sayılanlardan farklı mali hak türleri de temin edilebilmektedir. Dolayısıyla her ne kadar mali hak türleri belirli noktalarda benzerlik gösterse de gölge pay sözleşmesinin sağladığı mali haklar, paya bağlı mali haklar karşısında farklılaşmaktadır. Bu ayrım, uygulanacak hükümlerin tespitinde değer kazanacaktır.

³⁵⁰ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2.

³⁵¹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 28.

³⁵² Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

³⁵³ Bu hakların payın getirisi olduğu yönünde bkz. SARAÇ, Genel Kurul Toplantıları, s. 178.

³⁵⁴ Bu yönde bkz. GÜRBÜZ USLUEL, Kâr Payı, s. 90; ÜÇİŞİK, Güzin/ ÇELİK, Aydın: Anonim Ortaklıklar Hukuku, C. 2, Ankara 2022, s. 345; TEKİNALP(POROY/ÇAMOĞLU), C. II, s. 686, N. 874. Bedelsiz pay edinme hakkı, önerilmeye muhatap olma hakkı ile tesislerden yararlanma hakkı; bazı yazarlar tarafından mali haklar içerisinde sayılmamaktadır. Bkz. İMREGÜN, Anonim Ortaklıklar, s. 225; TEKİL, s. 382-391. Bazı yazarlar ise bu hakları da mali haklar içerisine dahil etmektedir. Bkz. BOZGEYİK, Hayri: “Pay Sahibinin Hakları, Borç ve Yükümlülükleri”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 637; PULAŞLI, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 3, Ankara 2024, s. 2167, N. 2b.

(2) Türleri

Öğretide büyük oranda kabul gördüğü üzere gölge pay sözleşmesi ile payın değerini talep hakkı ile kârdan pay alma hakkından oluşan iki tür mali hak sağlanmaktadır³⁵⁵. Gölge pay sözleşmeleri uygulamada da bu mali hak türleri üzerinden akdedilmektedir³⁵⁶. Ancak anılan haklar dışında; pay ile ilişki kurularak hesaplanmak koşuluyla başka mali hakların sağlanması da olanaklıdır. Nitekim gölge pay sözleşmesinin Türk hukukunda herhangi bir düzenlemeye konu olmaması sebebiyle bu konuda tam bir serbesti bulunmaktadır (TBK m. 26). Ancak mali hakların pay ile ilişki kurulmaksızın hesaplanmasının öngörüldüğü hallerde farklı bir mali hak sağlama yönteminin varlığı tartışılabilir. Zira gölge pay sözleşmesine özgü mali haklarda pay ile ilişki temel unsurdur.

Payın değerini talep hakkı, hesaplanma şekline göre kendi içerisinde iki alt kategoriye ayrılmaktadır: (i) tam değer alacağı (*full value right*) ve (ii) değer artışı alacağı (*stock appreciation right*)³⁵⁷. Tam değer alacağında mali hakkın değerini gölge payın

³⁵⁵ Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63-64; **FEDDERSEN/SCHWEITZER**, s. 862-863; **HUSBAND/DOCKEREY**, s. 244; **KONZ**, s. 321; **GROSSMAN/KILPATRICK/MISTER**, s. 261; **KUBICZKY**, s. 1060; **MICHAELSON**, Suzanne: “Employee Stock Options Revisited”, Canadian Tax Journal, C. 40, S. 1, 1992, s. 117; **DEMİRKAN**, s. 13; **EISENBERG**, s. 663. Bazı yazarlar, kârdan pay alma hakkını zikretmeksizin gölge pay sözleşmesinin yalnızca payın değerini talep hakkı sağladığından bahsetmektedir. Bkz. **MOYNAHAN**, s. 33; **BODIE**, Matthew T.: “Aligning Incentives with Equity: Employee Stock Options and Rule 10b-5”, Iowa Law Review, C. 88, S. 3, 2003, s. 549; **COHEN**, s. 205; **ÖZER**, s. 185-186; **POLSKY/THOMAS**, s. 751; **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95.

³⁵⁶ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “‘Kâr payı eşdeğeri’, hak sahibinin pay üzerinden dağıtılan kâr payı alacağının dağıtım tarihinde hesabında kayıtlı gölge pay sayısına eşit sayıda payın sahibi olması hâlinde alacağı nakit kâr payı alacağına eşit tutarı ifade eder.” **GENERAL BINDING CORP.**: Phantom Stock and Deferred Compensation Plan for Directors, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Gölge payların itfası nakit olarak yapılacaksa şirket tarafından değer artışı ile üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının çarpılması suretiyle bulunan tutarda (ilgili stopaj düşüldükten sonra) ödeme yapılır.” **LONE PINE RESOURCES INC.**: Phantom Stock Unit (SAR Award) Agreement for Canadian Employee Grantees, S-1/A (Registration Statement) EX-10.16, 27.11.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Sözleşme ve plan çerçevesinde tahsis edilen her gölge pay, değerlendirme tarihi itibarıyla şirketin adi paylarından (‘Pay’) bir adedinin planın 9.1(m) maddesinde tanımlanan adil piyasa değerine eşit tutarda nakit ödeme alma hakkını temsil eder.” **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Performance Award Agreement for Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁵⁷ Bu yönde bkz. **ELLIG**, Bruce R.: Executive Compensation: A Total Pay Perspective, New York 1982, s. 255; **HENDERSON**, s. 472; **NARAYANAN**, Nithya: “Activist Nominee Compensation: Balancing the Hedgehog's Dilemma”, Delaware Journal of Corporate Law, C. 41, S. 2, 2017, s. 385.

kararlaştırılan bir tarihteki değeri oluřturmaktadır³⁵⁸. Değer artış alacağında ise gölge pay değeriindeki artış miktarı dikkate alınmaktadır³⁵⁹. Gölge pay sözleşmesi ile payın değerini talep hakkı ile birlikte³⁶⁰ veya payın değerini talep hakkı olmaksızın³⁶¹ kârdan pay alma hakkı da tanınabilir³⁶². Bu hak, pay sahipleri için kâr payı dağıtımını gerçekleştirildiğinde gölge pay sahiplerine de eşit oranda hak tanınmasını ifade eder³⁶³. Kârdan pay alma hakkı,

³⁵⁸ Bu yönde bkz. **BALLARD**, s. 313; **KONZ**, s. 321; **KUBICZKY**, s. 1060; **MICHAELSON**, s. 117; **BOGUS**, Carl T.: “Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy”, Buffalo Law Review, C. 41, S. 1, 1993, s. 5, dn. 17; **MELBINGER**, s. 150. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Gölge pay, üzerinde mali hak kazanıldığında adi bir payın adil piyasa değeri tutarında nakit ödeme alma hakkı doğurur.*” **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, menfaatin gölge payların değerleme tarihindeki (planın 9.1(i) maddesinde tanımlandığı şekilde) değerine eşit olan nakdi değerinin ödenmesiyle itfa edilir.*” **PEAPACK GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Peapack-Gladstone Financial Corporation 2024 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁵⁹ Bu yönde bkz. **GOODMAN**, Randolph M./**STONE** Laura E.: “Exempt Compensation Arrangements under ERISA”, Catholic University Law Review, C. 28, S. 3, 1978-1979, s. 463, dn. 90; **GROSSMAN/KILPATRICK/MISTER**, s. 261; **REID**, Wayne D.: “The Limited Partnership: An Ideal Vehicle for Start-up Ventures”, Taxes- The Tax Magazine, C. 70, S. 11, 1992, s. 756; **JOHNSON**, Stock Compensation, s. 444; **THOMAS**, Randall S./**MARTIN**, Kenneth J.: “The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation”, University of Cincinnati Law Review, C. 67, S. 4, 1999, s. 1030, dn. 36; **RAGAZZO**, Robert A.: “Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations”, Washington University Law Quarterly, C. 77, S. 4, 1999, s. 1107, dn. 43; **BODIE**, s. 549; **COHEN**, s. 205. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Gölge pay menfaatleri. ‘Gölge pay’ menfaatleri, sahibine belirli bir tarihe veya tarihlere kadar söz konusu payların adil piyasa değerindeki artışı alma hakkı veren menfaatlardan oluşur.*” **RIVIERA HOLDINGS CORP.**: Riviera Holdings Corporation Restricted Stock Plan, 10-K/A (Annual Report) EX-99, 31.12.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Gölge pay opsiyonunun kullanılması üzerine hak sahibi, hak sahibini istihdam eden bağlı şirketten, (a) payın gölge pay opsiyonunun kullanıldığı tarihteki adil piyasa değerinin payın gölge pay opsiyonunun tanındığı tarihteki adil piyasa değerini aşan kısmının (tümü ABD doları cinsinden ölçülür) (b) söz konusu gölge pay opsiyonunun kullanılacağı pay sayısı ile çarpılmasıyla belirlenen tutardan yürürlükteki yerel yasalar uyarınca ödenmesi veya kesilmesi gereken vergiler düşölerek hesaplanacak bir tutarı almaya hak kazanır.*” **FUEL SYSTEMS SOLUTIONS INC.**: Fuel Systems Solutions, Inc. 2011 Phantom Stock Option Plan, 8-K (Current Report) EX-10, 14.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁶⁰ Bu yönde bkz. **TRIMBLE**, s. 14; **KNODELL**, Margaret Gray: “Employee Compensation Plans: The Need for Stricter Regulation”, St. Mary's Law Journal, C. 6, S. 1, 1974, s. 195; **SPINDLER**, Herbert O.: “Remuneration, Taxes and the Canadian Business Executive”, Tax Executive, C. 26, S. 3, 1974, s. 280; **OVERMAN**, s. 461; **BROWN**, Leonard G.: “Compensation Planning for the Professional Athlete”, Southern University Law Review, C. 7, S. 2, 1980-1981, s. 241; **ELLIG**, Phantom Stock, s. 89.

³⁶¹ Bu yönde bkz. **KAY**, Executive Compensation, s. 85; **ELLIG**, Executive Compensation, s. 255.

³⁶² Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Şirket; şirket paylarına (‘Pay’) kâr payı ödendiği her gün, hak sahibinin hesabına kâr payı eşdeğerlerini alacak olarak kaydeder.*” **RADIAN GROUP INC.**: Form of Phantom Stock Grant Letter for Non-Employee Directors under the Radian Group Inc. Equity Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.6, 08.02.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “*Sözleşme kapsamında tahsis edilen her bir gölge paya şirket tarafından paya ödenen gerçek kâr payı alacağıyla aynı zamanda ve aynı oranda hayali kâr payı tanınır.*” **QUESTAR CORP.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10, 12.02.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

³⁶³ Bu yönde bkz. **TRIMBLE**, s. 14; **TORRENCE**, George W.: The Motivation and Measurement of Performance, Washington 1967, s. 55; **VERNAVA**, s. 213; **JAENICKE**, Henry R.: “Accounting for Restricted Stock Plans and Deferred Stock Plans”, The Accounting Review, C. 45, S. 1, 1970, s. 123; **KONZ**, s. 321; **ELLIG**, Executive Compensation, s. 255; **CLARK**, s. 208; **KAY**, Executive Compensation, s. 85; **MELBINGER**, s. 155; **BRAVENEC/SINGER**, s. 29.

genellikle hak kazanma koşulları, ifa koşulları ile mali hakkın kaybına yol açan sebepler yönünden sözleşmede kararlaştırılan diğer mali hak türlerine sıkı sıkıya bağlanmakta ve bu mali haklar aynı akıbete tabi tutulmaktadır³⁶⁴. Örneğin bir gölge pay sözleşmesinde;

“Kâr payı eşdeğeri hakları, sözleşmenin 2 ila 4. maddelerinde yer alan hükümler dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere gölge paylara uygulanan hüküm ve koşullara tabidir. Sözleşmenin 3. maddesi uyarınca herhangi bir gölge payın kaybedilmesi halinde ilgili kâr payı eşdeğeri hakkı da kaybedilir.”

şeklinde bu hususa açıkça yer verilmiştir³⁶⁵.

Şüpheyi mahal vermemek adına vurgulamak gerekir ki her ne kadar kârdan pay alma hakkı hem hesap yöntemi hem de niteliği itibarıyla kâr payı hakkına benzerlik gösterse de kâr payı hakkı olarak nitelendirilemez. Zira kâr payı hakkı, pay sahiplerinin kârdan pay alma hakkını ifade etmek için kullanılan bir terim³⁶⁶ olup gölge pay sahiplerinin pay sahibi olmamalarından³⁶⁷ kaynaklı olarak temelde kâr payı hakkı bulunmamaktadır³⁶⁸. Nitekim ABD hukukunda da gölge pay sözleşmesinden kaynaklanan kârdan pay alma hakkı için kâr payı eşdeğeri (*dividend equivalent*) terimi kullanılmaktadır³⁶⁹. Bu ayrımın önemi, kâr payı hakkına ilişkin mevzuat hükümlerinin

³⁶⁴ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge paya bağımlı herhangi bir kâr payı eşdeğerine ilişkin ödeme, gölge pay üzerinde mali hak kazanılması ve ödenmesini takiben makul olan en kısa sürede ancak hiçbir durumda tahsis tarihinin içinde bulunduğu yılı izleyen üçüncü yılın sonunu geçmemek üzere nakit olarak defaten yapılır. Bununla birlikte üzerinde mali hak kazanılan gölge paylara ilişkin ödemenin hak sahibi tarafından madde 7 uyarınca ertelenmesi hâlinde kâr payı eşdeğerine ilişkin ödeme de aynı şekilde ertelenir.” **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.27, 31.12.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Hak sahibinin kâr payı eşdeğeri hesabına kaydedilen tutarlara; dayanak gölge paylar üzerinde mali hak kazanılması ile aynı tarihte hak kazanılır. Dayanak gölge paylar üzerindeki hakların sona ermesi veya kaybedilmesi hâlinde kâr payı eşdeğeri hesabına kaydedilen tutarlar da aynı şekilde kaybedilir veya sona erer.” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

³⁶⁵ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **COMMScope INC.**: Employee Phantom Stock Agreement (With Related Dividend Equivalent Rights), 8-K (Current Report) EX-10.3, 14.12.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

³⁶⁶ Bu yönde bkz. **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 2; **BADAK**, s. 67; **ÇELİKBOYA**, s. 141.

³⁶⁷ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I, A, 3.

³⁶⁸ Aynı yönde bkz. **ALDEN/AKRESH**, s. 100; **ÖZER**, s. 186.

³⁶⁹ Bu terimin kullanılması yönünde bk. **TRIMBLE**, s. 12; **KONZ**, s. 321; **ELLIG**, Executive Compensation, s. 255; **KAY**, Executive Compensation, s. 85; **HENDERSON**, s. 472; **ALDEN/AKRESH**, s. 100; **LITTELL/TACCHINO/SCHNEIDER**, s. 16.31.

gölge pay sözleşmesi hakkında doğrudan uygulama alanı bulamamasında kendini gösterir.

(3) Koşula Bağlılık

Gölge pay sözleşmesinde mali hakların doğumu; belirli süre hizmet görme, belirli performans ölçütlerini yerine getirme gibi birtakım koşullara³⁷⁰ tabi tutulmaktadır³⁷¹. Buna göre ifa alacaklısı, ancak belirli koşulların gerçekleşmesi halinde mali hak elde edebilmektedir. Gerçekleşip gerçekleşmeyeceği veya ne zaman gerçekleşeceği belirsiz olan bu koşullar, TBK m. 170. anlamında geciktirici koşul³⁷² niteliğindedir. Zira hakkın doğumu, koşulların gerçekleşmesine kadar ötelenmiştir. Bu haklar, koşulların gerçekleşmesine kadar beklenen hak statüsündedir³⁷³. Koşulların gerçekleşmesi halinde ise mali hakka dönüşür³⁷⁴. Dolayısıyla söz konusu hakların koşula bağlı alacak hakkı niteliğini haiz olduğu görüşünü paylaşmaktayız³⁷⁵. İfa alacaklısı ise haklarının doğumu koşula bağlanmış şirket alacaklısı konumundadır³⁷⁶. Bu, bir anlamda pay sahiplerinin mali haklarında görülen koşula bağlılık ile benzerlik göstermektedir. Örneğin kâr payının dağıtımı, net dönem kârının/dağıtılabılır yedek akçelerin (TTK m. 507/1, m. 509/2) ve kâr dağıtımına yönelik genel kurul kararının varlığına bağlanmaktadır³⁷⁷. Her iki grup mali hak, koşula bağlılık noktasında benzerlik gösterse

³⁷⁰ Bu koşullar hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I.

³⁷¹ Bu yönde bkz. **GOLDBERG**, Steven S.: Pension Plans and Executive Compensation, New York City 1974, s. 637; **LEE/CRAWFORD/GRATIAS**, s. 441; **WHITTLESEY**, s. 53; **ALDEN/AKRESH**, s. 100; **POLSKY/THOMAS**, s. 751; **ADES-LAURENT**, s. 369, dn. 87.

³⁷² Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **PULAŞLI**, Hasan: Şarta Bağlı İşlemler ve Hukuki Sonuçları, Ankara 1999, s. 56-62; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1324.

³⁷³ Bu yönde bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, A.

³⁷⁴ Bu yönde bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, A.

³⁷⁵ Gölge pay sözleşmesinin alacak hakkı sağladığı yönünde bkz. **LEE/CRAWFORD/GRATIAS**, s. 441; **CHASON**, Eric D.: “Executive Compensation and Tax Neutrality: Taxing the Investment Component of Deferred Compensation”, Cardozo Law Review, C. 31, S. 5, 2010, s. 1709; **NARAYANAN**, s. 385; **AKDAĞ**, s. 199; **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 102.

³⁷⁶ Gölge pay sahiplerinin şirket alacaklısı olduğu yönünde bkz. **SAMPSON**, s. 1299; **MESSING**, Ellen/**CATTANI**, Jeremy P.: “Negotiating the Executive Compensation Package for the Employee”, Practical Lawyer, C. 48, S. 7, 2002, s. 23; **EASTLAND**, S. Stacy: “Maximizing the Value of a Corporate Executive's Option and Deferred Compensation: Financial Engineering Meets Estate Planning”, Tax Management Compensation Planning Journal, C. 31, S. 12, 2003, s. 460.

³⁷⁷ Bu koşullar için bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **ANSAY**, s. 232-235; **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 2; **BADAK**, s. 78; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 294; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2168, N. 5

de gölge pay bakımından geçerli olan koşula bağlılık, nitelik olarak farklıdır. Öyle ki pay sahipleri, kâr payı hakkına pay sahibi oldukları andan itibaren sahiptir³⁷⁸. Buradaki koşul, pay sahiplerinin mali haklarının doğumuna yönelik değildir. Yalnızca hali hazırda pay sahibine ait olan hakkın muaccel hale gelmesine, diğer bir ifadeyle dağıtımına ilişkin bir koşul söz konusudur³⁷⁹. Nitekim TTK m. 507/1’de de net dönem kârı/dağıtılabılır yedek akçeler ile genel kurul kararının varlığına ilişkin koşullar, dağıtım için öngörülmektedir³⁸⁰. Oysa gölge pay sözleşmesindeki mali haklar bakımından koşula bağlı olma ile kastedilen mali hakların doğumuna yöneliktir.

Mali hakların koşula bağlılığı sebebiyle bu hakların çoğunlukla prim ve bazı hallerde de ikramiye olarak nitelendirilebileceği kanısındayız³⁸¹. Nitekim ABD hukukunda öğretide bu hakların prim olduğu konusunda büyük oranda uzlaşa bulunmaktadır³⁸². Zira hakların doğumu için öngörülen koşullar, çoğunlukla primde olduğu şekilde³⁸³ kişinin performansına/eylemlerine bağlanmaktadır. Dolayısıyla prim

³⁷⁸ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2168, N. 4.

³⁷⁹ Kâr payı hakkının muaccel hale gelmesinin/talep hakkının koşula bağlandığı yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **BADAK**, s. 190; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2168, N. 4. Öğretide bu koşulların kâr payı hakkının doğumuna ilişkin olduğu görüşü de paylaşılmaktadır. Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **ÇEVİK**, s. 714.

³⁸⁰ Aynı yönde bkz. **ÇELİKBOYA**, s. 84, dn. 210.

³⁸¹ İkramiye ile prim, asıl ücrete ek ödemelerdir. Bkz. **ESENER**, Turhan: İş Hukuku, Ankara 1978, s. 166; **CENTEL**, Tankut: İş Hukukunda Ücret, İstanbul 1988, s. 116-117; **ÇOPUROĞLU**, Çağlar: Ücret ve Korunması, Ankara 2013, s. 23. Şirketin ikramiye ile prim sağlamak konusunda bir zorunluluğu bulunmamaktadır. Bkz. **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 240; **ÖZER**, s. 257; **YANLI**, Mali Haklar, s. 42-43; **EYRENCİ**, Öner/**TAŞKENT**, Savaş/**ULUCAN**, Devrim/**BASKAN**, Esra: İş Hukuku, İstanbul 2020, s. 144; **ÇAMOĞLU (TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 410, N. 562; **SÜZEK**, Sarper: İş Hukuku, İstanbul 2023, s. 380. Her ikisi de temelde kişiyi motive etmek amacıyla ödenmektedir. Bkz. **KABAKCI**, Mahmut: “İş Hukuku Uygulamasında Hedef Sözleşmeleri”, İş Hukukunda Genç Yaklaşımlar II, İstanbul 2016, s. 226; **EYRENCİ/TAŞKENT/ULUCAN/BASKAN**, s. 143-144.

³⁸² Bu yönde bkz. **DUNN**, J. D./**RACHEL**, Frank M.: Wage and Salary Administration: Total Compensation Systems, New York 1971, s. 330; **CLARK**, s. 208; **MELBINGER**, s. 156; **CANAN/MITCHELL**, s. 12. Yargı uygulamasında da gölge pay sözleşmesi, prim sözleşmesi olarak değerlendirilmektedir. Bu yönde bkz. *Emmenegger v. Bull Moose Tube Co.*, United States District Court, E.D. Missouri, Eastern Division, 33 F. Supp. 2d 1127, 12.11.1998 (Casetext, E.T. 21.04.2025); *Hahn v. National Bank, NA.*, U.S. District Court for the Eastern District of New York, 99 F. Supp. 2d 275, 12.06.2000 (Justia, E.T. 21.04.2025). Buna karşılık gölge pay sözleşmelerinin her zaman olmasa da genellikle prim sözleşmesi şeklinde düzenlendiği yönünde bkz. **JONES/COATES/LOWDER**, s. 27.

³⁸³ Primde ödemenin kişinin performansına bağlı olduğu yönünde bkz. **CENTEL**, Ücret, s. 127; **MANAVGAT(ŞEHİRALİ ÇELİK/KIRCA)**, Temel Kavramlar, s. 730; **KAYIK AYDINALP**, Aslıhan: “İş Hukukunda Prim”, TAAD, C. 9, S. 36, 2018, s. 56; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 1683, N. 72. Ayrıca bkz. Yargıtay 22. HD, E. 2014/12883 K. 2015/22070 T. 25.06.2015 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 9. HD, E. 2015/9906 K. 2017/8348 T. 09.05.2017 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 9. HD, E. 2021/11646 K. 2021/15791 T. 25.11.2021 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Şirkette belirli süre çalışma, yüksek kalitede mal

gibi³⁸⁴ subjektif sebeplere bağılı olarak kişiye ödeme yapılmaktadır. Mali hakların değerinin payların değerine bağılı olması³⁸⁵ da bu subjektifliği kanıtlar niteliktedir. Öyle ki kişilerin başarısı ile şirket başarı arasında bir doğru orantı kurulmakta olup kişinin başarılı performans göstermesi, alacağı mali hak miktarını da etkilemektedir³⁸⁶. Kişi, adeta başarılı bir işin karşılığını mali hak olarak almaktadır. Nitekim prime karakterini veren bir unsur da başarılı işin karşılığını oluşturması³⁸⁷ ve kişinin prim vasıtasıyla bu başarıdan pay aldırılmasıdır³⁸⁸. Yargıtay da işçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi ile ilgili vermiş olduğu bir kararda bu sözleşmeden kaynaklı hakları prim olarak nitelendirmiştir³⁸⁹. Gölge pay sözleşmelerinin de işçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi ile aynı sonucu doğuran bir araç olması³⁹⁰ karşısında farklı bir sonuca ulaşılması güçtür. Ancak genel uygulamanın aksine bir anlaşmanın yapılması olasılığında bu mali hakların ikramiye olarak nitelendirilmesi de gündeme gelebilir. Örneğin genel uygulamadan ayrılarak hak kazanma koşullarının şirketin onuncu yılını

üretme, üretim fazlalığı gibi çeşitli sebepler; bu başarı kıstasına esas olabilmektedir. Prim çeşitleri hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. **ESENER**, s. 168-169; **KAYIK AYDINALP**, s. 58-59. Oysa ikramiye; şirketin kuruluş yıl dönümü, bayram, yılbaşı gibi olaylara bağılı olarak ödenmektedir (TBK m. 405/1). Bkz. **CENTEL**, Ücret, s. 119; **EYRENCİ/TASKENT/ULUCAN/BASKAN**, s. 144. Ancak prim gibi başarı sonucunda ödenmesi de olanaklıdır. Bkz. **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 239; **TEKİL**, s. 193; **ÜÇİŞİK**, Güzin/ **ÇELİK**, Aydın: Anonim Ortaklıklar Hukuku, C. 1, Ankara 2013, s. 335, C. 1, s. 487; **YANLI**, Mali Haklar, s. 45; **ÇAMOĞLU (TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 410, N. 562; **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, Tuğba: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Hakları”, Anonim Ortaklıkta Mali Hükümler-Dersler'den Süzülenler, İstanbul 2021, s. 249; **BAHTİYAR**, Kârdan Ödeme, s. 262; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 1683, N. 71. Bununla beraber burada kişiye özgü somut başarının temel alınmaması ve kişinin gördüğü işin sonucundan pay almaması, bu ödemeyi primden ayırmaktadır. Dolayısıyla ikramiyenin ödenme sebeplerinde kişiden bağımsız olan objektif sebepler ön plana çıkmaktadır. Bkz. **KABAKCI**, s. 226-227.

³⁸⁴ Primde ödemenin subjektif sebepler esas alınarak yapıldığı yönünde bkz. **KABAKCI**, s. 226.

³⁸⁵ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, A, 2.

³⁸⁶ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, B, 1.

³⁸⁷ Bu yönde bkz. **İZVEREN**, Adil: İş Hukuku (I, II, III), Ankara 1974, s. 136; **ESENER**, s. 168; **TURAN**, Kâmil: Ferdi İş Hukuku, İstanbul 1993, s. 93; **ÖZER**, s. 258; **AKDAĞ GÜNEY**, Necla: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2016, s. 177; **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, s. 249.

³⁸⁸ Bu yönde bkz. **KABAKCI**, s. 227.

³⁸⁹ “Davacı ile davalılardan FI System İnc.arasında 'Niteliksiz Hisse Opsiyon Bağıışı' sözleşmesi imzalanmıştır. Sözleşmede dikkat çeken husus davacıya belirli dönem aralığında bir miktar hisse senedi alma hakkı tanınmakta, amacın şirkete bağılı çalışmanın sürdürülmesinin sağlanmasına yönelik olduğu, tanımlanan bu hisse senetlerinin borsada işlem gören şirket hisselerini düşük bir bedelden ve ancak belirli zaman dilimleri geçtikten sonra alma hakkı verdiği, süre sonunda örneğin somut olayda müktesep olma ilk tarihinin 1 Temmuz 2010 %25 i almak suretiyle başlangıç ve her üç ayda %25 daha olmak üzere en son 1 Temmuz 2016 da kullanılmak üzere hak düşürücü nitelikte bitiş tarihi olarak kararlaştırıldığı, bu niteliği ile karma bir akit olduğu, sağlanan bu hakkın sonuç ve nitelik olarak prim olduğu anlaşılmaktadır.” Yargıtay 9. HD, E. 2022/7885 K. 2022/15517 T. 29.11.2022 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

³⁹⁰ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, V, C.

doldurması, şirketin tüm borçlarını vadesinde ödemesi gibi olaylara bağlanması halinde olduğu gibi. Mali hakların hukuki niteliğinin ikramiye veya prim olarak ayrılması, uygulanacak hükümleri farklılaştırdığından önem arz eder³⁹¹.

c) Hizmet Karşılığını Oluşturması

Gölge pay sözleşmesi ile kişilere gölge paylar ve belirli koşulların gerçekleşmesine bağlı olarak değeri bu gölge paylar üzerinden hesaplanan birtakım mali haklar sağlanmaktadır. Ancak kişilerin bu menfaatler karşılığında şirkete sağlamakla yükümlü olduğu edimin ne olduğu veya bu menfaatlerin karşılığında bir edimle yükümlü olup olmadığı sorununun çözümü de önemlidir. Zira bu sorun, hak sahiplerinin yükümlülüklerinin açıklığa kavuşmasına yarar sağlayacağı gibi sözleşmenin hukuki niteliğinin saptanmasına da katkı sunacaktır. Buna göre kişiler ne gölge pay ne de bunlar üzerinden hesaplanan mali haklar karşılığında şirkete bir bedel ödemektedir³⁹². Diğer bir ifadeyle gölge pay ve mali hak sağlanmasının karşı edimi, nakdi veya gayrinakdi bir bedel değildir. Bu sebeple söz konusu menfaatler, hak sahibinin malvarlığında azalma

³⁹¹ Örneğin TBK m. 450/2, yalnızca ikramiye ödemesi için işçinin işten ayrılması halinde kıstelyevm esasının uygulanmasını öngörmüştür. Dolayısıyla bu hüküm, prim ödemeleri bakımından doğrudan uygulama alanı bulmaz. Bunun yanı sıra aynı durumda olduğu diğer işçilere ödeme yapılırken kendisine ödeme yapılmayan işçinin bu ödemeyi talep hakkının doğup doğmayacağı sorunu, yapılan ödemenin ikramiye veya primden hangisine dahil edileceğinin tespitine bağlıdır. Çünkü genellik ilkesi, mali hakkın herkese veya belirli bir gruba herhangi bir istisna tanınmaksızın ödenmesini ifade eder. Bkz. **ŞEN**, Murat: “İkramiye Ödenmemesinin İş Şartı Haline Gelmesi ve İşçi Aleyhine Sonuç Doğuran İşyeri Uygulamaları (Yargıtay 9. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Üzerine Değerlendirme)”, AÜEHFD, C. 5, S. 1-4, 2001, s. 473; **MOLLAMAHMUTOĞLU**, Hamdi/**ASTARLI**, Muhittin/**BAYSAL**, Ulaş: İş Hukuku, Ankara 2022, s. 630. Bu ilke ikramiye bakımından geçerliken primde bu ilkedan bahsedilememektedir. İkramiye için bkz. **ŞEN**, s. 473; **ÖZER**, s. 258; **ALP**, Mustafa: “Olumsuz İşyeri Uygulaması ile Bir İkramiyenin Kaldırılması – Yargıtay Hukuk Genel Kurulu ve 22. Hukuk Dairesi- Kararlarının İncelenmesi”, Prof. Dr. Hakan PEKCANİTEZ’e Armağan, DEÜHFD, C. 16, Özel Sayı, 2014, s. 3076. Aynı yönde bkz. Yargıtay 7. HD, E. 2014/8621 K. 2014/20550 T. 10.11.2014 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 7. HD, E. 2014/8613 K. 2014/20549 T. 10.11.2014 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). İkramiyedeki genelliğin prime hâkim olmadığı ve primin herkese sağlanması gerekmediği yönünde bkz. **ÖZER**, s. 258; **KABAKCI**, s. 227. Aynı yönde bkz. Yargıtay 9. HD, E. 2009/8001 K. 2011/12171 T. 21.04.2011 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 9. HD, E. 2015/9830 K. 2017/8347 T. 09.05.2017 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Genellik ilkesinin işçiye talep hakkı vereceği yönünde ayrıca bkz. **ÇOPUROĞLU**, s. 25.

³⁹² Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 65; **LEVAL/SCHULZE**, s. 631; **RAY/WILLIAM**, s. 176; **KUBICZKY**, s. 1060; **KELLOUGH/MCQUILLAN**, s. 10:26; **MELBINGER**, s. 154; **WALTER**, s. 5.7; **ROSEN**, Plan Design, s. 10; **BYARS**, Lloyd L./**RUE**, Leslie W.: Human Resource Management, New York 2011, s. 279; **POZA/DAUGHERTY**, s. 407.

yaratmaz³⁹³. Menfaatler, tamamıyla kişilerin hizmetlerinin karşılığını oluşturmaktadır³⁹⁴. Dolayısıyla gölge pay ve mali hakların bedeli, esasen kişinin hizmet ediminden ibarettir³⁹⁵. Bu da gölge pay sözleşmesinin her iki tarafa borç yükleyen karakterde olduğunu ortaya koymaktadır.

3. Olumsuz Unsur

Gölge pay sözleşmesi ile kişilere yalnızca gölge pay ve hak kazanma koşullarının gerçekleşmesine bağlı olarak mali hak sağlanmaktadır. Bu anlamda kişilere, doğrudan pay üzerinde mülkiyet veya intifa hakkı, rehin hakkı gibi diğer herhangi bir hak tanınmaz³⁹⁶. Pay, yalnızca mali hakların hesabında bir ölçü birimi olarak kullanılır³⁹⁷. Nitekim gölge pay sözleşmelerini de kapsayan TTK m. 131/3 ile bu husus “*Hizmet karşılığı olarak verilecek ücretin kısmen veya tamamen kâra iştirak suretiyle ifası kararlaştırıldığı takdirde bu kayıt çalışanlara ortak sıfatını vermez.*” şeklinde açık hükme bağlanmıştır. Bunun yanı sıra gölge pay sözleşmesi ile menkul kıymet de ihraç edilmemektedir³⁹⁸. Ancak istisnaen³⁹⁹ ifanın kısmen veya tamamen pay temini suretiyle gerçekleştirilmesi ihtimalinde yalnızca ifa aşamasına kadar bu sonuç geçerli olmaktadır. Belirtmek gerekir ki gölge pay sözleşmesinin pay temin etmesi halinde bu sözleşme,

³⁹³ Bu yönde bkz. MCCARTHY, Clarence F./CRUMBLEY, D. Larry/DAVIS, Michael P.: The Federal Income Tax: Its Sources and Applications, Englewood Cliffs 1983, s. 17-27.

³⁹⁴ Bu yönde bkz. LEVAL/SCHULZE, s. 627; LEE/CRAWFORD/GRATIAS, s. 441; ROSEN, Plan Design, s. 10. Aynı yönde bkz. “GPP böylece klasik bir 'prim' durumu yaratır: üstün performans (daha yüksek kurumsal kazanç) için ödül (daha yüksek nakit)” Emmenegger v. Bull Moose Tube Co., United States District Court, E.D. Missouri, Eastern Division, 33 F. Supp. 2d 1127, 12.11.1998 (Casetext, E.T. 21.04.2025). Ayrıca bkz. “İşçinin 20 yıl boyunca şirkete sağladığı hizmetler ve gelecekte Kanada’da sağlayacağı hizmetler karşılığında Forest, [https://www.sec.gov/edgar/search](http://corpweb1/adresinde bulunan tasarıda yer alan hüküm ve koşullara tabi olarak gölge pay sağlar.” FOREST OIL CORP.: Phantom Stock Unit Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.4, 30.06.2007 (<a href=), E.T. 21.04.2025).

³⁹⁵ Bu konuda istisna için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, c.

³⁹⁶ Bu yönde bkz. LANHAM, Elizabeth: Administration of Wages and Salaries, New York 1963, s. 447; MOORE, s. 601; MORGAN, s. 69; DUNN/RACHEL, s. 329; HUSBAND/DOCKEREY, s. 244; BECKER/TILLMAN, s. 86; CIBINIC, John Jr./NASH, Ralph C.: Cost-Reimbursement Contracting, Washington 1993, s. 810; AUST, A. Edward/CHARETTE, Lyse: The Employment Contract, Cowansville 1993, s. 81; PHILLIPS, Perry: Employee Share Ownership Plans, Ontario 2001, s. 3; MELBINGER, s. 150; WALTER, s. 5.7; MENDELSON, s. 1848-1849.

³⁹⁷ Bu yönde bkz. TRIMBLE, s. 14; ELLIG, Executive Compensation, s. 255; BARRETT, s. 306, dn. 8.

³⁹⁸ Bu yönde bkz. SNARR, International, s. 171; RIFAAT, s. 682; MORRISON/BUBNOVICH/STRUVE, s. 60.

³⁹⁹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 21.

işçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesine benzemekte ve gölge pay sözleşmesinin yapısından uzaklaşmaktadır.

Gölge pay sahiplerinin pay üzerinde doğrudan herhangi bir hak elde edememesinin birtakım sonuçları da bulunmaktadır. Öncelikle gölge pay sözleşmesi ile doğrudan pay devri veya pay taahhüdü gerçekleştirilmediğinden ifa alacaklısı, pay sahibi sıfatı kazanmamaktadır⁴⁰⁰. Zira anonim şirketlerde pay sahipliği, bütünüyle paya bağlıdır⁴⁰¹. Bunun sonucu olarak da ifa alacaklıları, pay sahipliği sıfatından kaynaklı haklara sahip olmağı gibi⁴⁰² bu sifattan kaynaklı borçlarla da yükümlü değildir. O halde gölge pay sahiplerinin genel kurula katılma hakkı⁴⁰³, oy hakkı⁴⁰⁴, bilgi alma ve inceleme hakkı⁴⁰⁵, özel denetim talep etme hakkı⁴⁰⁶ ve genel kurul kararlarının iptalini talep etme hakkından oluşan yönetsel hakları bulunmadığı gibi⁴⁰⁷ kâr payı hakkı⁴⁰⁸, tasfiye payı

⁴⁰⁰ Bu yönde bkz. **SCHUSTER**, s. 95; **KROLL**, s. 61; **LUFFMAN**, Jacqueline: “Taking Stock of Equity Compensation”, Perspectives on Labour and Income, C. 15, S. 1, 2003, s. 27; **WALTER**, s. 5.7; **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95.

⁴⁰¹ Bu yönde bkz. **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 273; **TAŞDELEN**, Nihat: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının Kazanılması, İstanbul 2005, s. 10; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2147, N. 1.

⁴⁰² Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge paylar, üzerinde mali hak kazanılmış olsun ya da olmasın, ifa sözleşme hükümlerine uygun olarak pay karşılığı yapılmadıkça ve yapılan kadar, hak sahibine herhangi bir kâr payı ya da kâr payı eşdeğeri alma ya da herhangi bir paya ait oy kullanma hakkı da dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere pay sahibi olarak herhangi bir hak sağlamaz.” **IES HOLDINGS INC.**: Form of Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.01.2025); “Hak sahibi, herhangi bir gölge pay için Omega Flex, Inc. şirketinin pay sahibi olarak hiçbir hakka sahip olmaz (genel kurulda oy kullanma veya aşağıdaki madde 3.7’de aksi belirtilmedikçe kâr payı veya herhangi başka bir dağıtımın ödenmesine katılma açısından) ve ileride Omega paylarını edinmek için herhangi bir hak elde etmez.” **OMEGA FLEX INC.**: 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2020 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁰³ Gölge pay sahibinin genel kurula katılma hakkı bulunmadığı yönünde bkz. **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95; **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 103.

⁴⁰⁴ Gölge pay sahibinin oy hakkı bulunmadığı yönünde bkz. **KONZ**, s. 324; **CLARK**, s. 208; **KROLL**, s. 62; **PHILLIPS**, s. 3; **BODIE**, s. 549; **MELBINGER**, s. 154; **LONGNECKER**, s. 45; **WEI**, Chenyang/**YERMACK**, David: “Investor Reactions to CEOs’ Inside Debt Incentives”, The Review of Financial Studies, C. 24, S. 11, 2011, s. 3822; **ORCUTT**, John L.: “Valuing Young Startups is Unavoidably Difficult: Using (and Misusing) Deferred-Equity Instruments for Seed Investing”, Tulsa Law Review, C. 55, S. 3, 2020, s. 527; **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95.

⁴⁰⁵ Gölge pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakkı bulunmadığı yönünde bkz. **SAMPSON**, s. 1299; **MELONE**, Matthew A.: “Are Compensatory Stock Options Worth Reforming”, Gonzaga Law Review, C. 38, S. 3, 2002-2003, s. 538, dn. 13.

⁴⁰⁶ Gölge pay sahibinin özel denetim talep etme hakkı olmadığı yönünde bkz. **CLARK**, s. 208.

⁴⁰⁷ Gölge pay sahibinin yönetsel hakları bulunmadığı yönünde bkz. **CLARK**, s. 208; **MUIR**, s. 493; **AKDAĞ**, s. 200.

⁴⁰⁸ Gölge pay sahibinin kâr payı hakkı bulunmadığı yönünde bkz. **ALDEN/AKRESH**, s. 100.

hakkı⁴⁰⁹, rüçhan hakkı⁴¹⁰, hazırlık dönemi faizi hakkından oluşan mali hakları da yoktur. Bunun yanı sıra gölge pay sahiplerinin sermaye koyma borcundan da bahsedilemez⁴¹¹. Kaldı ki gölge pay sözleşmesinde mali hakların karşılığını oluşturan hizmet edimi, anonim şirketlere sermaye olarak da getirilemez (TTK m. 342/1). Dolayısıyla ıskat işleminin de muhatabı olmazlar (TTK m. 482/2). Her ne kadar bu kişilerin genellikle şirkete farazi bir yatırım yaptıkları kabul edilse⁴¹² de gerçekte böyle bir yatırım bulunmamaktadır.

Bazı hallerde pay sahibi haricindeki kişilerin de pay sahipliği haklarını kullanma yetkisi bulunabilmektedir. Kanun koyucu, bu istisnai halleri çoğunlukla açıkça düzenleme yoluna gitmiştir. Örneğin TTK m. 407/2-3 ile murahhas üyelere⁴¹³, yönetim kurulu üyelerine, şirketin TTK m. 397/4 uyarınca denetime tabi olması halinde denetçilere ve zorunlu veya ihtiyari şekilde görevlendirilmesi halinde Bakanlık temsilcisine genel kurula katılma hakkı tanınmıştır. Bunun yanında oy hakkı, iptal davası açma hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı gibi birçok pay sahipliği hakkı yönünden pay sahibi olmayan kişilerin de bu hakkı haiz olmasına olanak veren açık düzenlemeler öngörülmüştür (TTK m. 432/2, m. 446/1-c-d). Bu şekilde bir açık düzenleme ile pay sahipliği haklarının üçüncü kişilere tanınmaması halinde ise

⁴⁰⁹ Gölge pay sahibinin tasfiye payı hakkı bulunmadığı yönünde bkz. **ALDEN/AKRESH**, s. 100.

⁴¹⁰ Gölge pay sahibinin rüçhan hakkı bulunmadığı yönünde bkz. **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95.

⁴¹¹ Gölge pay sahiplerinin şirket paylarına yatırım yapmak zorunda olmadıkları yönünde bkz. **ADELSTEIN**, s. 65; **VERNAVA**, s. 213, dn. 52; **FEDDERSEN/SCHWEITZER**, s. 863; **GOLDBERG**, s. 635; **RAY/WILLIAM**, s. 172; **KONZ**, s. 320; **REDDEN/VERON**, s. 406; **REARDON**, s. 175; **MORRISON/BUBNOVICH/STRUVE**, s. 45.

⁴¹² Bu yönde bkz. **KELLOUGH/MCQUILLAN**, s. 10:25; **JONES**, Sally M./**RHOADES CATANACH**, Shelley C.: *Principles of Taxation: Advanced Strategies*, New York 2004, s. 69; **DENNIS ESCOFFIER**, Shirley/**FORTIN**, Karen: *Taxation for Decision Makers*, Hoboken 2011, s. 165.

⁴¹³ Her ne kadar ilgili düzenleme, hakkın öznesi olarak yalnızca murahhas üye ve yönetim kurulu üyelerini belirlemişse de murahhas müdürlerin de kapsama dahil olduğu yönünde bir görüş de mevcuttur. Bkz. **TEOMAN**, Ömer: “Yürürlükteki Hukukumuz ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarına Katılmak Zorunda Olanlar”, **BATİDER**, C. 25, S. 4, 2009, s. 28; **ORBAY ORTAÇ**, Nurdan/**AL KILIÇ**, Şengül: “Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin ve Murahhasların Genel Kurula Katılması”, **TFM**, C. 4, S. 2, 2018, s. 217-218. Buna karşılık hem ilgili kanun hükmünde hem de A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği m. 17’de yalnızca murahhas üyelerin zikredilmesi, düzenlemenin bilinçli bir susma sonucu ortaya çıktığı görüşünü kuvvetlendirmektedir. Kanaatimizce her iki düzenlemede de murahhas müdürlerin zikredilmemesi, esasen kanun koyucunun bu kişilerin genel kurul toplantısında yer almamasını tercih ettiğini göstermektedir.

ya bu düzenlemeler ile sağlanan hakların etkin şekilde kullanımı için⁴¹⁴ ya da pay üzerinde sağlanan hakkın yapısından kaynaklı olarak üçüncü kişilerin hak sahipliği kabul edilebilmektedir⁴¹⁵. Oysa gölge pay sahipleri açısından mevzuatta pay sahipliği haklarını kullanmalarına olanak veren bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla oy hakkının etkin bir biçimde kullanımı açısından açıkça düzenleme olmayan birtakım pay sahipliği haklarının intifa hakkı sahiplerinin haiz olduğu haklar arasında kabul edilmesine ilişkin istisna, gölge pay sahiplerine uygulanamaz.

Hakkın yapısı da pay sahipliği haklarının gölge pay sahiplerine tanınmasına olanak vermez. Zira hakkın yapısından kaynaklı olarak birtakım pay sahipliği haklarının tanınması; intifa hakkı, rehin hakkı gibi pay üzerindeki aynı haklardan kaynaklanmaktadır. Buna göre örneğin intifa hakkı, hakkın konusu üzerinde sahibine tam yararlanma yetkisi sağlamaktadır (TMK m. 794/2). Dolayısıyla hakkın yapısı, payın getirisini oluşturan mali hakların da intifa hakkı sahibine ait olmasını gerektirmektedir (TMK m. 805)⁴¹⁶. Oysa gölge pay sözleşmesi ile pay üzerinde hiçbir hak tanınmamasının gereği olarak gölge pay sahiplerinin hakkın yapısından kaynaklı olarak bu haklardan yararlanması da düşünülemez.

Pay sahipliği haklarının gölge pay sahiplerine esas sözleşme, gölge pay sözleşmesi veya genel kurul kararıyla tanınması da olanaksızdır. Zira bu haklar, pay sahipliği hakları olup⁴¹⁷ bu hakların kullanımı, pay üzerinde hak sahibi olmayı gerektirir. Nitekim oy hakkı bakımından TTK'deki hükümlerden bu husus açıkça anlaşılmaktadır.

⁴¹⁴ Örneğin öğretide; pay sahiplerinin yanı sıra pay üzerinde intifa hakkı sahibi olanların da bilgi alma ve inceleme hakkı olduğu görüşü savunulmaktadır. Bu görüş ise diğer yönetsel haklarda da kabul edildiği üzere bilgi alma ve inceleme hakkının oy hakkının sağlıklı bir şekilde kullanılabilmesine hizmet ettiği ve bu anlamda oy hakkının bütünleyicisi olduğu gerekçesine dayandırılmaktadır. Bkz. **OĞUZ**, s. 40; **KENDİGELEN**, Pay Üzerinde İntifa Hakkı, s. 321-325. Genel kurul kararlarına karşı iptal davası açma hakkı bakımından aynı yönde bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 57, dn. 59; **AYTAÇ**, s. 124; **DOMANIÇ**, Şerh 2, s. 890-891; **KENDİGELEN**, Pay Üzerinde İntifa Hakkı, s. 302-320; **MOROĞLU**, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2020, s. 264.

⁴¹⁵ Örneğin pay üzerinde kurulan intifa hakkı, sahiplerine şirket payları üzerinde yararlanma yetkisi tanımakta olup (TMK m. 794/2) bu yetki sebebiyle kâr payı hakkı intifa hakkı sahibine aittir. Bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 57; **BERZEK**, s. 224. Rehin hakkı yönünden bkz. TMK m. 959/1.

⁴¹⁶ Bu yönde bkz. **BERZEK**, s. 224.

⁴¹⁷ Nitekim anılan haklar, TTK'de "*Pay Sahibinin Kişisel Hakları*" başlığı altında düzenlenmektedir.

Öyle ki oy hakkının kullanımı, payın itibari değerine bağlanmıştır (TTK m. 434/1). Gölge pay sahipleri açısından olduğu gibi üzerinde hak sahibi olunan bir payın olmadığı hallerde oy hakkının varlığından da bahsedilemez. Dolayısıyla TTK hükümlerinden sapmanın ancak bunun açıkça öngörüldüğü hallerle sınırlı olduğunu öngören TTK m. 340 da dikkate alındığında gölge pay sahiplerine esas sözleşme, gölge pay sözleşmesi veya organ kararıyla bu hakların tanınmasının olanaksız olduğu sonucuna ulaşılmaktadır⁴¹⁸. Aksi durum, TTK m. 340 anlamında emredici hükümler ilkesinin⁴¹⁹ ihlali sonucunu doğuracaktır. Çünkü kanun koyucu, pay sahipliği haklarını haiz olan pay sahibi haricindeki kişileri çeşitli düzenlemelerde açıkça sayma yoluna gitmiş ve pay sahipliği hakları yönünden hak sahiplerinin sınırını çizmiştir (TTK m. 392, Pay Tebliği m.39.1). Bu hükümlerin gölge pay sahipleri açısından genişletilmesi ve gölge pay sahiplerinin de hak sahipleri arasında dahil edilmesi, buna açıkça izin veren bir kanun hükmünün olmaması karşısında olanaksızdır. Nitekim bu hakların pay sahipleri için dahi sıkı koşullara bağlanması da hakların istisnai olduğu ve pay sahipleri dışında üçüncü kişilere tanınmasının kanun koyucu tarafından istisnai haller haricinde⁴²⁰ tercih edilmediği izlenimini vermektedir⁴²¹.

Belirtmek gerekir ki her ne kadar pay üzerinde rehin hakkı, hapis hakkı gibi haklara sahip olanlara üzerinde hak sağladıkları payın sahibi ile yapılacak bir anlaşma vesilesiyle yönetsel hakları kullanma yönünde özel bir yetki verilebileceği TTK'de açıkça düzenlenmişse de bu kişilerin dahi söz konusu hakları kendi adlarına kullanmadığı

⁴¹⁸ Maddede yalnızca esas sözleşmeden bahsedilse de organ kararları ile iç yönetmeliklerin de evleviyetle emredici hükümler ilkesinin kapsamına dahil olacağı konusunda bkz. **KARASU**, Rauf: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi”, MÜHF-HAD, C. 18, S. 2, 2012, s. 319; **PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 1, Ankara 2024, s. 787, N. 44.

⁴¹⁹ Emredici hükümler ilkesi hakkında bkz. **KARASU**, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Ankara 2015, s. 32

⁴²⁰ Bir hükmün istisnai niteliğinin tespiti ve yorumlanması hakkında bkz. **YONGALIK**, Aynur: “İstisnalar Dar Yorumlanır’ Kuralı ve Değerlendirilmesi”, AÜHFD, C. 60, S. 1, 2011.

⁴²¹ Özel denetim talep etme hakkı yönünden bu konuda bkz. **YURTBAŞI**, Fatih: Anonim Ortaklıklarda Özel Denetim, İstanbul 2019, s. 116.

gözden uzak tutulmamalıdır (TTK m. 426/1, 427/2)⁴²². Bu kişiler, yalnızca temsilci sıfatıyla hakları kullanma yetkisi elde etmektedir. Gölge pay sahiplerinin de temsilci sıfatıyla herhangi bir pay sahibi ile anlaşarak o pay sahibi adına yönetsel hakları kullanma yetkisi elde etmesi olanaklıysa (TTK m. 426/1) da gölge pay sahiplerine bu hakları kendi adlarına kullanma yetkisi tanınması olanaklı gözükmemektedir.

Şüpheyeye mahal vermemek adına belirtmek gerekir ki bu başlık altındaki açıklamalar, kişilerin gölge pay sahibi sıfatına bağlı olarak pay sahipliği hak ve borçlarına sahip olup olamayacağına ilişkindir. Buna karşılık gölge pay sahibinin hali hazırda pay sahibi, pay üzerinde intifa hakkı sahibi, murahhas üye, yönetim kurulu üyesi gibi sıfatlara sahip olması durumunda bu hak ve borçları haiz olması olanaklı olabilir. Ancak bu sonuç, gölge pay sözleşmesinden kaynaklanmamakta olup söz konusu kişilerin gölge pay tanınmasından önce mevcut bulunan sıfatlarından kaynaklanmaktadır.

B. Özellikler

1. Esneklik

Gölge pay sözleşmesi, Türk hukukunun aksine ABD hukukunda bazı eyaletlerin mevzuatında yer bulmuş⁴²³ olmakla beraber her iki hukuk düzeninde de bu sözleşmenin koşullarına dair bir düzenlemeye -tespit edebildiğimiz kadarıyla- rastlanmamaktadır. Bu mevzuat boşluğu, taraflara sözleşmenin tasarımı konusunda oldukça esnek bir hareket alanı sağlamaktadır⁴²⁴. Buna göre tarafların sözleşme koşullarını TBK m. 27'deki sınırları gözeterek⁴²⁵ serbestçe belirlemesi ve bu şekilde sözleşmeyi ihtiyaçlarına göre

⁴²² TTK m. 427'nin sistematığı de farklı bir sonuca ulaşılmasını imkânsız kılmaktadır. Zira anılan maddenin kenar başlığı "*Pay Sahibinin Temsili*" şeklindedir.

⁴²³ Bu konuda bkz. Birinci Bölüm, II, B.

⁴²⁴ Gölge payın esnek koşullara bağlı olduğu yönünde bkz. **FEDDERSEN/SCHWEITZER**, s. 877; **KONZ**, s. 325; **WHITTLESEY**, s. 55; **KELLOUGH/MCQUILLAN** s. 10:26; **SAMPSON**, s. 1282; **SNARR**, International, s. 161; **RAY**, s. 33; **MELBINGER**, s. 150; **WALTER**, s. 5.7; **MOYNIHAN**, s. 93.

⁴²⁵ Esneklik, sözleşme serbestisinin görünümüdür. Bu serbesti hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **EREN**, Genel Hükümler, s. 341-399.

şekillendirmesi olanaklıdır⁴²⁶. Bu da gölge pay sözleşmesinin farklı şekillerde oluşturulmasını sağlayarak⁴²⁷ tek tip bir sözleşmenin ortaya çıkmasına engel oluşturmaktadır. Özellikle gölge pay sözleşmesinin sağladığı haklar, hak kazanma koşulları gibi konularda öğretideki açıklamaların farklılaşması da bundan kaynaklanmaktadır.

Mevzuatın yarattığı esneklik, şirketin mali hak temini için vadeden önce pay satın alması veya bir fon oluşturması gibi hakkı koruyucu yükümlülüklerle karşı karşıya kalmamasını⁴²⁸ ve bunları tamamıyla kendi takdirine bağlı olarak gerçekleştirmesini de sağlamaktadır. Dolayısıyla esneklik, yalnızca sözleşme koşullarına ilişkin olmayıp sözleşmenin kuruluş aşamasından sona erme aşamasına kadar her aşamada geçerlidir. Ancak bu esneklik, bazı olumsuz sonuçlara da yol açabilir. Buna göre detaylı kaleme alınmamış bir gölge pay sözleşmesi, tamamlayıcı mevzuat hükümlerinin de bulunmaması sebebiyle tarafların hak ve yükümlülüklerinin belirsizliğine yol açarak tarafları dava yoluna başvurmaya itebilir⁴²⁹

2. Uzun Vadeye Bağlılık

Gölge pay sözleşmesi, uzun vadeli bir mali hak sağlama yöntemidir⁴³⁰. Bununla mali hakların ifası aşamasına geçilerek gölge pay sözleşmesinin sona erdirilmesi için kuruluş aşamasını müteakip asgari birkaç yılın geçmesi kastedilmektedir. Nitekim ABD hukukunda da gölge pay sözleşmesi, bir yıldan uzun hak kazanma süresine bağlanan mali

⁴²⁶ Gölge pay sözleşmesinin tarafların ihtiyaçlarına göre oluşturulabileceği yönünde bkz. RAY, s. 33.

⁴²⁷ Bu yönde bkz. FEDDERSEN/SCHWEITZER, s. 877; MCNEIL, s. 58.

⁴²⁸ Bu yönde bkz. GOLDBERG, s. 543.

⁴²⁹ Bu yönde bkz. MELBINGER, s. 158. Bu durumda gölge pay sözleşmesinin hukuki niteliğine göre uygulanacak hükümler için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 2.

⁴³⁰ Bu yönde bkz. SIBSON, Robert E.: Compensation, New York 1990, s. 326.

hak sağlama yöntemlerini ifade etmek için kullanılan⁴³¹ uzun vadeli teşvik planı (*long term incentive plan*) olarak sınıflandırılmaktadır⁴³².

Gölge pay sözleşmesinin amaçları, bu sözleşmenin uzun vadeli bir mali hak sağlama yöntemi olmasının gerekçesini oluşturmaktadır. Öyle ki sözleşmenin nitelikli iş gücünü elde tutmak ile maliyet unsurunu ötelemek işlevlerini⁴³³ gerçekleştirebilmesi, ancak şirketin mali durumunun rekabet düzeyini artıracak seviyeye gelmesi halinde olanaklı olacaktır⁴³⁴. Bu da kısa vadede gerçekleşebilecek bir sonuç değildir. Benzer şekilde teşvik amacının gerçekleştirilebilmesi, şirket performansı ile kişinin performansının ölçümünü gerektirir. İki unsur arasındaki bağın ise kısa vadede ortaya çıkması olanaklı değildir. Nitekim bu sözleşmenin kısa vadeye bağlanması halinde kişilerin; gölge payın ve dolayısıyla payların değerini uzun vadede ve istikrarlı bir şekilde artırmak yerine bu değeri, menfaatlerin sağlanacağı dönemde kısa süreliğine ve tek sefere mahsus şekilde artırmak için riskli kararlar almaları olasıdır⁴³⁵. Bunun sonucunda ise kişilerin elde edecekleri menfaatlerin değeri artsa da şirketin uzun vadede zarar görme tehlikesi ortaya çıkabilir.

3. Korporatif Etki Doğurmama

Korporatif kavramı, genel anlamda “şirket veya tüzel kişilikle ilgili” meseleleri nitelendirmektedir⁴³⁶. Şirketler hukuku alanında ise şirket ve pay sahipleri arasındaki

⁴³¹ Uzun vadeli teşvik planlarının bu özelliği için bkz. **HENDERSON**, s. 3; **BROWN**, Gregory K.: “What the Matrimonial Lawyer Needs to Know about Non-ERISA Plans, Executive Compensation, and Other Related Plans”, *Journal of the American Academy of Matrimonial Lawyers*, C. 26, S. 2, 2014, s. 293; **ALDOGAN EKLUNG**, Mehtap: Fairness of CEO Compensation: A Multi-Faceted and Multi-Cultural Framework to Structure Executive Pay, Cham 2019, s. 9.

⁴³² Bu yönde bkz. **MOYNAHAN**, s. 39; **YABLON**, Charles M.: “Bonus Questions--Executive Compensation in the Era of Pay for Performance”, *Notre Dame Law Review*, C. 75, S. 1, 1999, s. 284, dn. 32; **RIFAAT**, s. 682; **KENNEDY**, Kathryn J.: “The Use of Federal Law to Curb Excessive Executive Compensation: Lessons in Past Failures and Lessons for the Future”, *Villanova Law Review*, C. 57, S. 3, 2012, s. 553; **BLACHMAN**, s. 13.

⁴³³ Bu işlevler konusunda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV.

⁴³⁴ Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 65.

⁴³⁵ Benzer yönde bkz. **ERICSON**, s. 285.

⁴³⁶ Bu yönde bkz. **AYOĞLU**, s. 9; **MİLDON**, Yasemin: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Korporatif Düzlem ile Bağlantılı Paralel Yargılamalar, İstanbul 2020, s. 8. Ayrıca bkz. **MERRIAM-WEBSTER.COM LEGAL DICTIONARY**: “*Corporate*” (<https://www.merriam-webster.com/dictionary/corporative>, E.T. 21.04.2025).

hukuki ilişkiye, şirketin organizasyonuna ve işleyişine dair meseleleri ifade etmek için kullanılmaktadır⁴³⁷. Özellikle esas sözleşme kayıtları veya hukuki ihtilafları nitelendirmek için bu kavramdan yararlanılır.

Esas sözleşme hükümleri, hukuki etkileri açısından korporatif (maddi, gerçek) ve korporatif olmayan (şekli, gerçek olmayan) hükümler olarak ikiye ayrılmaktadır⁴³⁸. Şirketin işletme konusuna, sermaye miktarına, yönetim ve temsiline, toplantı ve karar yeter sayılarına, organların oluşumuna, pay senetlerinin türüne, şirketin kanundaki sebepler dışındaki sona erme sebeplerine yönelen esas sözleşme hükümlerinin korporatif nitelikte olduğu kabul edilmektedir⁴³⁹. Korporatif karakterde olmayan hükümler ise şirketin pay sahipleri⁴⁴⁰ ya da üçüncü kişilerle veya pay sahiplerinin kendi aralarındaki bireysel ilişkilerini konu alır⁴⁴¹. Yönetim kurulu üyelerine tanınan kazanç payına (TTK m. 511)⁴⁴², kuruculara veya diğer üçüncü kişilere tanınan intifa hakkına (TTK m. 348, m. 502)⁴⁴³ yönelik hükümler, korporatif olmayan hükümler arasındadır.

⁴³⁷ Bu yönde tanımlar için bkz. **AYOĞLU**, s. 9; **ERDEM**, H. Ercüment: “Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Tahkime Elverişliliği”, Tahkim Anlaşması, İstanbul 2020, s. 7; **MİLDON**, s. 3.

⁴³⁸ Bu sınıflandırma için bkz. **BAHTİYAR**, Mehmet: Anonim Ortaklık Anasözleşmesi, İstanbul 2001, s. 235-236; **YÜKSEL**, Sinan H.: Paysahipleri Sözleşmeleri, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2003, s. 32; **OKUTAN NILSSON**, Gül: Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, İstanbul 2004, s. 95; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 32; **KESKİN**, Harun: Hâkim Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı (Squeeze-out), İstanbul 2022, s. 13, dn. 23.

⁴³⁹ Bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 237-238. Benzer yönde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 95; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 32; **BİLGE**, Kerem: Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması, İstanbul 2017, s. 22; **AYOĞLU**, s. 60; **KESKİN**, Çıkarma, s. 13, dn. 23.

⁴⁴⁰ Şirket ile pay sahipleri arasındaki ilişkinin korporatif nitelikte olmadığı kabulü için buna ilişkin hükümlerin pay sahipliği statüsündense o anda payın sahibi olan kişiye yönelmesi gerekir. Bu yönde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 96; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 32.

⁴⁴¹ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Erdoğan: “Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği”, Makaleler, İstanbul 2010, s. 439; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 32-33. Üçüncü kişilere şirkete karşı alacak hakkı sağlamaya yönelen esas sözleşme kayıtlarının çoğunlukla şekli içerikte olduğu yönünde bkz. **VEZİROĞLU**, Cem: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, İstanbul 2021, s. 312; **MİLDON**, s. 16.

⁴⁴² Bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 238; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 33; **AYOĞLU**, s. 38, dn. 82; **MİLDON**, s. 16-18.

⁴⁴³ Bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 238; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 33; **AYOĞLU**, s. 38, dn. 82.

Hukuki ihtilaflar bakımından da korporatif hukuki ihtilaflar ve korporatif olmayan hukuki ihtilaflar şeklinde bir alt ayrımaya yer verilmektedir⁴⁴⁴. Bu ayrım, esas sözleşme kayıtları yönünden yapılan sınıflandırmanın hukuki ihtilaflar açısından bir görünümünü teşkil eder. Dolayısıyla korporatif nitelik taşıyan meselelerle ilgili açıklamalarımız bu ayrım açısından da geçerlidir. Bu anlamda örneğin oy sözleşmelerine ilişkin esas sözleşmedeki kayıtlar, korporatif nitelik taşımadığı gibi bu sözleşmelerin yol açtığı ihtilaflar da korporatif nitelik taşımaz⁴⁴⁵. Oysa organ kararlarının hükümsüzlüğüne veya yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin hukuki ihtilaflar korporatif karakterdedir⁴⁴⁶.

Korporatif nitelikteki esas sözleşme kayıtlarının bu nitelikte olmayan esas sözleşme hükümlerine göre farklı birtakım hukuki sonuçları bulunmaktadır. İlk olarak korporatif nitelik, ilgili hükmün geniş bir çevrede etkili olmasını sağlar⁴⁴⁷. Buna göre söz konusu nitelik, ilgili esas sözleşme hükmünün şirket tüzel kişiliği, pay sahipleri, şirket organları, organ üyeleri⁴⁴⁸ ve TTK m. 354 kapsamında tescil ve ilana tabi hususlarla sınırlı olarak üçüncü kişiler nezdinde⁴⁴⁹ bağlayıcı olmasına yol açmaktadır⁴⁵⁰. Bu anlamda müstakbel pay sahipleri de korporatif etkinin kapsamına girdiği gibi⁴⁵¹ bağlayıcılık, bu

⁴⁴⁴ Bu sınıflandırma için bkz. **EMİNOĞLU**, Cafer: “Anonim Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Arabuluculuğa Elverişliliği ve Elverişliliğin Tespitinde Ölçüt Önerileri”, TFM, C. 7, S. 2, 2021, s. 278; **KAYIKLIK**, Abdurrahman: “Şirketler Hukuku İhtilaflarında Çok Taraflı Tahkim ve Bu İhtilaflar İçin Tamamlayıcı Tahkim Kuralları Önerisi”, Tahkim Yargılaması İkinci Bölüm Tahkim Okulu Paneller Serisi Cilt-3, İstanbul 2023, s. 227.

⁴⁴⁵ Oy sözleşmelerinden doğan hukuki ihtilafların korporatif nitelik taşımadığı yönünde bkz. **EMİNOĞLU**, s. 280; **KAYIKLIK**, s. 227.

⁴⁴⁶ Bu yönde bkz. **AYOĞLU**, s. 164; **ERDEM**, Şirketler, s. 7; **KAYIKLIK**, s. 227.

⁴⁴⁷ Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 279. Bu etki özelinde korporatif nitelik taşıyan esas sözleşme kayıtları ile bu nitelikte olmayan esas sözleşme kayıtları arasındaki farkı nispi hak-etkisi güçlendirilmiş nispi hak arasındaki farka benzetebiliriz. Limited şirketlerde opsiyon hakkı bakımından bu benzetme için bkz. **AKIN/CANKAT**, s. 981.

⁴⁴⁸ Korporatif nitelikteki esas sözleşme kayıtlarının organ üyeleri için bağlayıcı olduğu yönünde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 280; **KIRCA**, İsmail: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2022, s. 70.

⁴⁴⁹ Korporatif nitelikteki esas sözleşme kayıtlarının tescil ve ilana tabi hususlarda üçüncü kişileri de bağlayacağı yönünde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 280.

⁴⁵⁰ Bu yönde bkz. **BİLGE**, Sözleşme, s. 22; **VEZİROĞLU**, s. 280; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 70.

⁴⁵¹ Bu yönde bkz. **AYOĞLU**, s. 58, dn. 150; **MİLDON**, s. 15; **KESKİN**, Çıkarma, s. 13, dn. 23; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 71.

esas sözleşme hükmünün içeriğine ilişkin olumlu irade beyanında bulunulmasından da bağımsızdır⁴⁵². Dolayısıyla örneğin toplantı ve karar yeter sayılarının değiştirilmesine ilişkin bir genel kurul kararına olumsuz oy vermiş pay sahipleri de bu değiştirilmiş toplantı ve karar yeter sayılarına ilişkin esas sözleşme hükmüyle bağlıdır (TTK m. 423). Oysa korporatif nitelikte olmayan meselelere ilişkin esas sözleşmede düzenleme yapılsa da bunlar, yalnızca bu düzenlemeye yönelik olumlu irade beyanı bulunan kişiler arasında, diğer bir anlatımla taraflar arasında bağlayıcı olacaktır⁴⁵³. Dolayısıyla korporatif nitelikte olmayan esas sözleşme hükümlerinin bu konuda olumlu irade beyanı bulunmayan müstakbel pay sahipleri dahil üçüncü kişiler üzerinde etkisi bulunmamaktadır⁴⁵⁴. Belirtmek gerekir ki şirket ile üçüncü kişiler arasındaki borçlar hukuku karakterli bir sözleşmeye dayanılarak kazanılan alacak hakkının şirketi bağlaması, buna ilişkin esas sözleşmedeki hükmün korporatif karakterde olduğunu göstermez⁴⁵⁵. Esas sözleşmede bu nitelikte bir hükme yer verilmesinin kural olarak herhangi bir hukuki sonucu bulunmamaktadır⁴⁵⁶.

Korporatif nitelikteki meselelerin diğer bir özelliği de ortaklık düzeninde etki doğurmasıdır⁴⁵⁷. Buna göre ilgili düzenlemeler, doğrudan şirket organları üzerinde etki doğurmakta olup ihlali; genel kurul kararlarının iptali (TTK m. 445), haklı sebeple fesih davası (TTK m. 531) gibi şirketler hukukuna özgü yaptırımlarla korunmaktadır⁴⁵⁸. Bu nitelikte olmayan meseleler ise borçlar hukuku zemininde sonuç doğurmakta olup⁴⁵⁹ esas

⁴⁵² Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 280-281.

⁴⁵³ Bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 238; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **AYOĞLU**, s. 58; **VEZİROĞLU**, s. 280;

⁴⁵⁴ Bu yönde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 96; **BİLGE**, Sözleşme, s. 22; **AYOĞLU**, s. 38, dn. 82; **VEZİROĞLU**, s. 280-281.

⁴⁵⁵ Nitekim bir kaydın yalnızca esas sözleşmede yer almasıyla korporatif nitelik kazanamayacağı yönünde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 97; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 32.

⁴⁵⁶ Ancak bazı durumlarda kanun koyucu, esas sözleşmede bu konuda hüküm olmasını zorunlu tutmaktadır. Örneğin TTK m. 511.

⁴⁵⁷ Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 302.

⁴⁵⁸ Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 302. Yalnızca korporatif nitelikteki hükümlerin ihlali durumunda genel kurul kararının iptali yaptırımının gündeme geleceği yönünde ayrıca bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 97; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 70.

⁴⁵⁹ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **VEZİROĞLU**, s. 280; **KESKİN**, Çıkarma, s. 13, dn. 23; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 71;

sözleşmede yer alsa dahi borçlar hukuku yaptırımlarıyla güvence altına alınmaktadır⁴⁶⁰. Bununla birlikte korporatif nitelikte meselelere ilişkin değişiklik, esas sözleşme değişikliklerine ilişkin usule uyulmasını gerekli kılar⁴⁶¹. Dolayısıyla bu meselelere ilişkin değişiklikler, esas sözleşme değişikliği usulü çerçevesinde şirket iradesini sağlayacak çoğunlukta (TTK m. 418, m. 421) pay sahibinin rızası halinde şirket tarafından tek taraflı olarak gerçekleştirilebilir⁴⁶². Oysa korporatif nitelik taşımayan meseleler üzerinde değişiklik, kural olarak esas sözleşme değişikliği usulüne tabi değildir⁴⁶³. Bu meseleler üzerinde ancak tarafların anlaşması ile değişiklik yapılabilir⁴⁶⁴. Şirketin ortaklık iradesini oluşturacak çoğunlukla pay sahibinin kararını gerekçe göstererek bu meseleler üzerinde tek taraflı bir değişiklik yapma yetkisi bulunmamaktadır⁴⁶⁵.

Bu doğrultuda gölge pay sözleşmelerinin hem esas sözleşme açısından hem de ihtilaflar açısından korporatif karakter taşımadığı değerlendirilebilir⁴⁶⁶. Çünkü gölge pay sözleşmeleri, şirket ile pay sahipleri arasındaki bir ilişkiye dayanmamakta ve şirketin organizasyonuna veya işleyişine yönelik bir meseleyi de içermemektedir. Aksine bu sözleşmeler, şirket veya pay sahibi ile yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler veya işçiler arasında bir ilişki oluşturmaktadır⁴⁶⁷. Her ne kadar birtakım hallerde gölge pay sahibinin bu sıfatlarının yanı sıra pay sahibi sıfatı bulunsada burada pay sahipliği statüsünden

⁴⁶⁰ Bu yönde bkz. **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 33; **MİLDON**, s. 19; **VEZİROĞLU**, s. 281; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 71. Korporatif nitelik taşımayan hukuki ihtilaflar bakımından aynı yönde bkz. **EMİNOĞLU**, s. 278.

⁴⁶¹ Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 282. Benzer yönde bkz. **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 71.

⁴⁶² Korporatif nitelik taşıyan meselelere ilişkin değişiklikler, her pay sahibinin olumlu irade beyanını gerektirmez. Bu meselelerde şirket tarafından ortaklık iradesinin oluşması suretiyle tek taraflı olarak değişiklik gerçekleştirilebilir. Nitekim bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 238; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 71.

⁴⁶³ Bu yönde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 97; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **VEZİROĞLU**, s. 282; **KIRCA**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 71.

⁴⁶⁴ Bu yönde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Pay Sahipleri, s. 97; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439.

⁴⁶⁵ Bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 283; **YÜKSEL**, s. 33; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 439; **VEZİROĞLU**, s. 283.

⁴⁶⁶ Bu yönde bkz. **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 103.

⁴⁶⁷ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1.

kaynaklı bir hak kazanılmamaktadır. Bu sözleşme, borçlar hukuku temellidir⁴⁶⁸. Dolayısıyla borçlar hukuku düzeninde etki doğurur.

Gölge pay sözleşmesi korporatif karakter taşımadığından bu sözleşmeye ilişkin esas sözleşmede bir kayıt yer alsa da kaydın bağlayıcılığı esas sözleşmeye onay veren taraflarla sınırlı olup özellikle müstakbel pay sahiplerini, şirket organlarını veya diğer üçüncü kişileri bağlamaz⁴⁶⁹. Bunun sonucu olarak da sözleşmeden kaynaklı talepler için pay sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, denetçilere veya şirketle ilişkili herhangi bir üçüncü kişiye başvurulamaz. Bu talepler, yalnızca sözleşmenin tarafını oluşturan şirkete veya pay sahibine karşı ileri sürülebilir⁴⁷⁰. Bununla birlikte gölge pay sözleşmesinin korporatif karakterde bir ilişki doğurmaması sonucu bu sözleşmenin ihlali halinde şirketler hukuku yaptırımları değil, borçlar hukuku yaptırımları uygulanacaktır. Sözleşme üzerindeki değişiklikler de şirket iradesinin oluşumu suretiyle tek taraflı gerçekleştirilemeyecek ve fakat gölge pay sağlayan ile gölge pay sahibinin uzlaşısı ile olanaklı olacaktır⁴⁷¹.

4. Malvarlığının Korunması İlkesi ile Sıkı İlişki İçerisinde Olması

Anonim şirketlerin temel ilkelerinden biri de malvarlığının korunması ilkesidir⁴⁷².

Bu ilke, şirket alacaklılarının alacaklarını yalnızca şirket malvarlığından karşılayabilme

⁴⁶⁸ Bu yönde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 6.

⁴⁶⁹ Bu yönde bkz. **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 104.

⁴⁷⁰ Gölge pay sağlayanın kimlerden oluşabileceği yönünde bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, A, 1, b.

⁴⁷¹ Nitekim şirketin genel kurul kararı ile tek taraflı olarak üçüncü kişilerin hakları üzerinde tasarruf edemeyeceği yönünde bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 101-102; **MOROĞLU**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 147. Aynı yönde bkz. Yargıtay HGK, E. 2023/269 K. 2023/399 T. 03.05.2023 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁴⁷² Malvarlığının korunması ilkesi hakkında detaylı açıklamalar için bkz. **TEKİNALP** Ünal: “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, İstanbul 2010, s. 1681-1699, **ERYİĞİT**, Harun: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020. Bu ilkenin kapsamı konusunda öğretide birtakım tartışmalar bulunmaktadır. Bu tartışmalar, ilkenin yalnızca şirket sermayesini mi yoksa tüm şirket malvarlığını mı kapsadığı konusunda yoğunlaşmaktadır. Öyle ki bir kısım yazar, korunmak istenen menfaatin pay sahiplerine dağıtılamayan şirket sermayesi olduğu ve bu ilkenin sermayenin korunması ilkesi olarak dar yorumlanması gerektiğini ifade etmektedir. Bu görüşte bkz. **AYDIN**, Alihan: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008, s. 8, dn. 5 ve s. 11-20. Bizim de katıldığımız görüş; korunmak istenen menfaatin tüm şirket malvarlığı olduğu, zira alacaklılara karşı sorumluluğun tüm malvarlığıyla olduğu (TTK m. 329/1) ve dolayısıyla ilkenin geniş yorumlanması gerektiği yönündedir. Bu görüşte bkz.

olanağına sahip olmalarının bir gereğidir (TTK m. 329/1)⁴⁷³. Gölge pay sözleşmeleri, pay değeri üzerinden menfaat sağlamakla⁴⁷⁴ beraber ifa aşamasına kadar şirket malvarlığı üzerinde bir tasarruf içermez. İfa yükümlülüğünün yerine getirilmesi esnasında ise ifa konusunu pay temininin oluşturması halinde doğrudan sermaye üzerinde ve nakit ödemenin ifa konusu olduğu durumlarda ise doğrudan malvarlığı üzerinde tasarruf söz konusu olur. Bu durum, özellikle malvarlığının korunması ilkesinin tam anlamıyla uygulanmadığı bir şirkette şirket malvarlığının ve dolayısıyla şirket alacaklılarının ve pay sahiplerinin menfaatlerinin tehlikeye girmesine sebep olabilir. Nitekim ABD’de Enron Corp. nezdinde gerçekleşen olaylar dizisi, bu konuda önemli bir örnek teşkil etmektedir. Bu olaylar, bir enerji şirketi olan Enron Corp. bünyesinde yöneticilerin birtakım muhasebe hilelerine başvurarak şirketin zararlarını gizlemeye ve şirketi kârlı göstermeye yönelik faaliyetlerinin ortaya çıkması sonucunda pay değerlerinin aniden düşmesi ve şirketin iflası ile sonuçlanan bir süreci ifade etmektedir⁴⁷⁵. Yöneticilere yönelik mali hak sisteminin bu şirketin iflasına yol açan olaylarda önemli bir rol oynadığı düşünülmektedir⁴⁷⁶. Çünkü uygulanan mali hak sistemi, yöneticileri performansa dayalı mali hakların değerini artırabilmek için kısa süreli kâr elde etmeye yönlendirmiş⁴⁷⁷, performanslarının niteliği yerine niceliğine odaklanmalarına yol açmıştır. Bir anlamda yöneticiler, mali hakları zenginleşme aracı olarak kullanmışlardır⁴⁷⁸. Nitekim Enron Corp. yönetim kurulu üyelerinin 2000 yılındaki nakit ve pay bazlı elde ettikleri toplam

ŞEHİRALİ ÇELİK(MANAVGAT/KIRCA), Temel Kavramlar, s. 126-130; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. I, s. 316, N. 467.

⁴⁷³ Bu amaç için bkz. **TEKİL**, s. 51; **ÇEVİK**, s. 80; **ŞEHİRALİ ÇELİK(MANAVGAT/KIRCA)**, Temel Kavramlar, s. 121; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. I, s. 316, N. 467. Bu ilkenin pay sahipleri ve şirketin de yararına olduğu yönünde bkz. **TEKİNALP**, Sermayenin Korunması, s. 1693.

⁴⁷⁴ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2.

⁴⁷⁵ Bu konuda detaylı bilgi için bkz. **BRANSON**, Douglas M.: “Enron- When All Systems Fail: Creative Destruction or Roadmap to Corporate Governance Reform”, Villanova Law Review, C. 48, S. 4, 2003.

⁴⁷⁶ Yöneticilere uygulanan mali hak sisteminin Enron Corp. nezdinde yaşanan olaylarla ilişkisi hakkında bkz. **COFFEE**, John C. Jr.: “What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s”, Cornell L. Rev., C. 89, 28.02.2004, s. 278.

⁴⁷⁷ Bu husus, Enron Corp. hakkında düzenlenen raporda da yer almıştır. Bkz. **JOINT COMMITTEE ON TAXATION**: Report of Investigation of Enron Corporation and Related Entities Regarding Federal Tax and Compensation Issues, and Policy Recommendations, JCS-3-03, 2003, s. 41.

⁴⁷⁸ Bu yönde bkz. **AGGARWAL**, Rajesh: “Executive Compensation and Corporate Controversy”, Vermont Law Review, C. 27, S. 4, 2003, s. 869.

mali hakkın değeri, 350.000 dolardır⁴⁷⁹. Bu miktar, ABD’de halka açık bir şirketin yönetim kurulu üyelerine ödenen ortalama mali hak tutarının iki katından daha fazladır⁴⁸⁰. Enron Corp. nezdinde gerçekleşen bu süreç, yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda daha fazla denetim gereksinimi olduğunu ortaya çıkarmış ve ABD mevzuatında konuyla ilgili önemli değişiklikler gerçekleştirilmiştir⁴⁸¹.

Gölge pay sözleşmelerinin malvarlığının korunması ilkesi çerçevesinde nasıl değerlendirilmesi gerektiği konusunda *Berkwitz v. Humphrey*⁴⁸² kararı da önemli ilkeler içermektedir. Bu karar ve Enron Corp. olayları doğrultusunda gölge pay sözleşmelerinin malvarlığının korunması ilkesi ile uyumunu sağlamak açısından birtakım hususun özellikle gözetilmesi gerektiği kanısındayız.

Gölge pay sözleşmeleri açısından malvarlığının korunması ilkesi bağlamında tehlike yaratabilecek ilk husus, aşırı ücretlendirmeye ilişkindir⁴⁸³. Buna göre Enron Corp. olayındaki gibi fahiş miktarda mali haklarla şirket malvarlığını tehlikeye sokmamak adına ifa tutarı konusunda azami bir sınır çizilmesi yerinde olacaktır. Diğer bir ifadeyle bir kişinin gölge pay sözleşmesinden elde edebileceği azami ifa tutarının sınırlandırılması gerekmektedir. Zira aksi durumda pay değerlerinin kontrol dışı artış göstermesi sonucunda şirket, fahiş miktarda ödemelere veya yüksek miktarda pay temini yükümlülüğüne maruz kalacaktır. Gölge pay ilişkisinin kurulması sonrasında ise bu

⁴⁷⁹ Bu konuda bkz. **PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS OF THE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS UNITED STATES SENATE**: The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse, S. Rpt No. 107-70, 08.07.2002, s. 11.

⁴⁸⁰ Bu konuda bkz. **PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS OF THE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS UNITED STATES SENATE**: The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse, S. Rpt No. 107-70, 08.07.2002, s. 11.

⁴⁸¹ Bu konuda bkz. **CIOPPA**, Paolo: “Executive Compensation: The Fallacy of Disclosure”, Global Jurist, C. 6, S. 3, 2006, s. 1.

⁴⁸² Bu karar için bkz. *Berkwitz v. Humphrey*, U.S. District Court for the Northern District of Ohio, 163 F. Supp. 78, 14.05.1958 (Justia, E.T. 13.04.2025).

⁴⁸³ Aşırı ücretlendirmenin, diğer bir anlatımla fahiş (emsali aşan) tutarlara ulaşan ücretlerin malvarlığının korunması ilkesini ihlal edebileceği yönünde bkz. **MÜLAZIMOĞLU**, Mehmet: Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020, s. 92. Bu yöndeki kararların butlan yaptırımıyla karşılaacağı yönünde bkz. **AKSU**, Raziye: Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, İstanbul 2022, s. 221; **CENKÇİ**, Esra: “Yargıtay Kararlarına Göre Halka Kapalı Şirketlerde Yönetim Kurulu Üyelerinin Ücretlerini Belirleyen Kriterler”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (23 Aralık 2022): Bildiriler-Tartışmalar, Ankara 2023, s. 204.

ilişkiye tek taraflı müdahale etme yetkisinin olmaması karşısında şirketin gölge pay sözleşmesinde bu konuda bir kayda mutlaka yer vermesi gerekir. Aksi durumda fahiş ifa tutarlarını karşılamakla yükümlü olacak ve bu da nihayetinde şirketin borçlarını karşılayamaması sonucu iflasına dahi yol açabilecektir. Nitekim bu husus, *Berkwitz v. Humphrey* kararında şirketin pay değerlerinin fahiş oranlarda artmasına ilişkin somut örneklerle birlikte şu şekilde ifade edilmiştir:

“Planda yer alan bir diğer ciddi eksiklik, işçinin emeklilik menfaati olarak alabileceği toplam tutara ilişkin herhangi bir sınırlamanın bulunmamasıdır. Bu durum, şirketin kârlı faaliyet gösterdiği ve piyasa değerinin yükseldiği dönemlerde işçiye sağlanacak menfaatlerin sunulan hizmetlerin değeriyle açıkça orantısız hâle gelmesine ve bu menfaatlerin tamamının veya bir kısmının şirket fonlarının israfı ya da kötüye kullanımı niteliği taşımasına yol açabilecek bir yapı yaratmaktadır. Bu bakımdan planın potansiyel sonuçlarını göstermek için birimlerin ilk tahsis edildiği tarihten bu yana pay değerinde yaşanan olağanüstü artışa bakmak yeterlidir. Tahsis tarihinde payın piyasa değeri 18 dolar iken 1956 yılı Şubat ayında gerçekleşen pay bölünmesi sırasında bu değer yaklaşık 104 dolara yükselmiştir...”

Gölge pay sahibinin performansı ile yapılacak ödeme veya sağlanacak pay sayısı arasında makul bir dengenin olması da gerekir. Bu anlamda tesadüfi koşulların ifa tutarı üzerindeki etkisi asgari düzeyde tutulmalıdır. Çünkü bu dengenin kurulmaması ve tesadüfi koşulların ifa tutarı üzerindeki etkisi, şirket malvarlığının herhangi bir karşılık elde edilmeksizin veya orantısız bir karşılıkla dağıtılmasına sebep olabilir. Bununla birlikte performans-mali hak dengesinin sağlanamaması sebebiyle performansı yüksek kişilerin düşük tutarda ve performansı düşük düzeyde seyreden kişilerin yüksek tutarda mali hak elde etmesi sonucu da doğabilir. Bu da hak sahipleri arasında eşitsizlik yaratır

(TTK m. 357). Burada bahsedilen tehlikeye *Berkwitz v. Humphrey* kararında şu şekilde dikkat çekilmektedir:

“İncelemeye konu plan, hizmetlerin değeriyle orantılı bir ücretlendirme amacı taşıdığına dair hiçbir emare içermemektedir. Planda, plana katılan kişilerin bireysel ya da toplu olarak şirket kazancından hak kazanacağı belirli bir oran öngörülmemiştir. Ayrıca hizmetlerin değeriyle ücret arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik başka makul bir yöntem de planda yer almamaktadır. İşçinin hak kazanacağı emeklilik menfaatlerinin miktarı, öngörülemez nitelikte tesadüfi koşullara bağlıdır. Bu durum, eğer ücretlendirme makul şekilde hizmetlerin değeriyle ilişkilendirilmiş olsaydı ortaya çıkması önlenebilecek olan ölçüsüz sonuçlar doğurabilecek niteliktedir. Örneğin: Plana göre 5.000 birim tahsis edilmiş bir işçi, 65 yaşına gelene kadar 30 yıl boyunca çalışmış ve emekli olduğu sırada şirket paylarının piyasa değeri, bu birimlerin tahsis edildiği zamanki değerinden daha düşük olabilir. Bu durum, şirketin uzun yıllar boyunca kârlı faaliyet göstermesinin ardından yaşanan ani bir piyasa düşüşünden kaynaklanabilir. Bu süre boyunca söz konusu işçi, son derece değerli hizmetler sunmuş olsa dahi herhangi bir emeklilik menfaatine hak kazanamaz. Buna karşılık daha az sorumluluk gerektiren bir pozisyonda bulunan ve yalnızca 1.000 birime sahip olan başka bir işçi, işe başladıktan yalnızca 5 yıl sonra payın başlangıç değerinden 50 dolar daha yüksek olduğu bir zamanda işten ayrılabilir. Bu işçi, hizmet süresi daha kısa ve katkısı daha az değerli olmasına rağmen 50.000 dolarlık emeklilik menfaatine hak kazanacaktır.”

Bu tehlikeyi sınırlandırabilmek adına birtakım yöntemler uygulanabilir. Buna göre pay değerlerinde hak sahibinin performansından bağımsız olarak olağanüstü değişime yol açabilecek birleşme, bölünme gibi olayların hak kazanma koşulu olarak belirlenmesi durumunda bu olayların gerçekleştiği tarihin üzerinden makul bir süre

geçmesinin ifa tarihi açısından dikkate alınması gerekmektedir. Benzer şekilde şirket veya pay değerinde olağanüstü düşüş veya artış yaşanmasına yol açabilecek genel ekonomik krizler, sektör kısıtlamaları (*gıda sektöründe ülke içerisinde üretimi olmayan bir hammaddenin ithalatının geçici bir süreyle kısıtlanması*), sektör ürün veya hizmetlerine olağanüstü bir olay sonucunda talebin artması (*Covid-19 döneminde cerrahi maskelere talepte yaşanan artış gibi*) gibi hallerin de ifa tarihini öteleyecek haller olarak düzenlenmesi yerinde olabilir. Böylece piyasa değerinin normal seyrine gelmesi ve hak sahibinin yalnızca yaşanan olağanüstü bir olay sonucunda performansı ile uyumsuz bir ödeme alması olabildiğince engellenecektir. Ancak hak sahibinin performansı ile ifa tutarı arasında diğer koşulların elimine edildiği doğrudan bir ilişki kurularak bu tehlikenin tamamen bertaraf edilmesi olanaklı değildir. Zira pay değerleri üzerinde hak sahibinin performansı dışında mutlaka diğer koşulların da etkisi olmaktadır. Bu değerlerin esas alınması da gölge pay sözleşmesinin tanımlayıcı unsurlarından olduğundan bundan vazgeçilmesi, farklı bir mali hak yönteminin ortaya çıkmasına yol açabilecektir.

Enron Corp. olayının yöneticilerin mali hakları konusunda gündeme getirdiği üzere gölge pay sahiplerinin uzun vadeli sonuçlara ve performansın niteliğine odaklanmalarını sağlamak da önemlidir. Aksi halde Enron Corp. olayında yaşandığı gibi şirketin kısa vadede malvarlığı artsa da uzun vadede malvarlığının azalması tehlikesi ortaya çıkabilir. Bununla birlikte performansın niteliği göz ardı edildiğinden uzun vadede şirket itibarının zarara uğrama tehlikesi de gündeme gelebilir. Bu tehlikeleri önleyebilmek adına şirket menfaatlerine de uygun olması koşuluyla ifa tarihinin iş görme sözleşmesinin sona erme tarihi veya sonrası bir tarih olarak belirlenmesi yerinde olabilir. Böylece gölge pay sahiplerinin kısa vadeli sonuçlar üzerinden menfaat sağlaması önlenebilecektir. Keza hak sahibinin kısa süre içerisinde iş görme sözleşmesini feshederek mali hak elde etmesini engelleyebilmek adına ancak haklı sebeplere dayanan sona erme halleri mali hak doğumuna yol açacak şekilde bir düzenleme yapılabilir.

Performansın niceliğine odaklanılmasını önleyebilmek adına ise hak kazanma koşullarının makul içerikte belirlenmesi gerekmektedir. Zira kısıtlı sürede üstün bir performans gerçekleştirilmesini öngören hak kazanma koşulları performansın niteliğine odaklanılması güçleştirir.

Son olarak eksikliği Enron Corp. nezdinde iflas sonucuna yol açan denetim mekanizmalarının güçlendirilmesi gerekmektedir. Buna göre öncelikle kişilerin kendilerine sağlanacak mali hakların değerini kendilerinin tespit etmesi engellenmelidir. Çünkü kişilerin kendi ücretlerini tespit ederken objektif davranmaları ve şirketin menfaatini üstün tutmaları oldukça güçtür. Bu yöndeki kararlar denetlense dahi denetimdeki bir eksiklik şirket malvarlığının azalması tehlikesine yol açacaktır. Dolayısıyla ilk aşamada kontrolün sağlanması denetim mekanizmalarındaki aksamadan kaynaklı bir tehlikeyi de asgari düzeye indirebilecektir. Bununla birlikte her halükârda genel kurul veya kamuoyu tarafından mali hak sisteminin denetim altında tutulması azami korumayı sağlar. Çünkü her ne kadar kendilerine sağlanacak mali haklara kendileri karar vermeseler de bu kişiler, mali hakkın belirlenmesinde esas alınacak belgelerde gerçeği yansıtmayan müdahalelerde bulunabilir. Örneğin performans eşiği içeren gölge pay sözleşmelerinde performansları hakkında yanıltıcı bulgulara yer verebilirler⁴⁸⁴. Şirket ve pay değerleri üzerinde müdahalelerde bulunabilirler⁴⁸⁵. Dolayısıyla denetimin her aşamada sağlanması önemlidir.

Mevzuatta yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticiler için sınırlı da olsa birtakım denetim mekanizmaları bulunmaktadır. Buna göre genel kurul, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu vasıtasıyla yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere sağlanan mali hakların denetimini sağlayabilir. Zira bu rapor, “*yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere ödenen ücret, prim, ikramiye gibi mali*

⁴⁸⁴ Bu yönde bkz. **ÖZER**, s. 169.

⁴⁸⁵ Bu konuda ayrıntılı açıklamalar için bkz. **ÖZER**, s. 172-174.

menfaatler, ödenekler, yolculuk, konaklama ve temsil giderleri, aynı ve nakdî imkânlar, sigortalar ve benzeri teminatlar”ı içermelidir (TTK m. 516/1-c, Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik⁴⁸⁶ m. 9). Rapor, genel kurul toplantısında önceki on beş gün boyunca pay sahiplerinin bilgisine sunulmaktadır (TTK m. 437/1). Bununla birlikte yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda karar verme yetkisinin genel kurulun devredilemez yetkileri arasında yer alması da hem bu kişilerin kendi ücretlerine kendilerinin karar vermesini engellemekte hem de karar verme aşamasında bir denetim olanağı sağlamaktadır (TTK m. 394, m. 408/2-b)⁴⁸⁷. Ancak üst düzey kademede görev almayan yöneticiler ile işçilerin mali hakları konusunda genel kurulun denetim olanağı zayıftır. Zira bu kişilerin mali hakları konusunda karar vermeye yönetim kurulu yetkilidir⁴⁸⁸. Yönetim kurulunun hazırlayacağı yıllık faaliyet raporunda ise bu kişilerin mali haklarına yönelik bir kayda yer verilmemektedir (TTK m. 516, Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik m. 9). Kanımızca malvarlığının korunması ilkesini güvence altına alabilmek adına yapılacak bir mevzuat değişikliği ile TTK m. 516/2’de ve Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik m. 9’da düzenlenen yıllık faaliyet raporunun zorunlu asgari içeriğine yalnızca üst düzey yöneticilerin değil, tüm yöneticilerin dahil edilmesi yerinde olur. Bununla birlikte ifa aşaması ile ilişkili süreçlerin (*yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve işçilerin performanslarının ölçümü; gölge pay değerinin belirlenmesi gibi*) bağımsız bir kurulca tespitini sağlamak adına bağımsız bir komitenin oluşturulması da olası müdahaleleri asgari düzeye indirebilir (TTK m. 363/2).

⁴⁸⁶ RG, 28.08.2012, S. 28395.

⁴⁸⁷ TTK m. 408/2-b’nin malvarlığının korunma ilkesinin somutlaştığı hükümlerden olduğu yönünde bkz. **ERYİĞİT**, Sermayenin Korunması İlkesi, s. 205.

⁴⁸⁸ Bu konuda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II, C, 3, c.

II. Kuruluş

A. Taraflar

1. Taraf Sifatını Haiz Olabilen Kişiler

a) Gölge Pay Sahibi

Gölge pay sözleşmesi, mevzuatta düzenlenmediğinden gölge pay sahibinin kimlerden oluşabileceğine yönelik bir sınırlama da bulunmamaktadır⁴⁸⁹. Dolayısıyla gölge pay sahibinin kimlerden oluşacağı, gölge pay sağlayan tarafın takdirine göre şekillenebilir. Bu konuda tam bir serbesti hâkimdir. Ancak bu serbesti, sözleşmenin işlevlerinden kaynaklı tabii bir sınır içermektedir. Çünkü bu sözleşme, bir teşvik ve ödül işlevi görür⁴⁹⁰. Dolayısıyla başarının karşılığını oluşturan bu yöntemin yalnızca belirli kişilerle sınırlı olarak uygulanması, işlevlerinin tam anlamıyla yerine getirilmesi açısından zorunludur. Bu doğrultuda yerleşik uygulamaya göre gölge pay sahiplerini

⁴⁸⁹ Nitekim sözleşme serbestisinin (TBK m. 26) sözleşmenin kimlerle akdedileceğini de kapsadığı yönünde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 240; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 362; **OĞUZMAN**, M. Kemal/**ÖZ**, Turgut: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. 1, İstanbul 2023, s. 24; **EREN**, Genel Hükümler, s. 361.

⁴⁹⁰ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, C, 1, dn. 190.

büyük oranda⁴⁹¹; işçiler⁴⁹², yöneticiler⁴⁹³ veya yönetim kurulu üyeleri⁴⁹⁴ oluşturmaktadır⁴⁹⁵. Bu sıfatları taşıyan herkesle de sözleşme ilişkisi kurulmamaktadır⁴⁹⁶.

⁴⁹¹ Örneğin danışmanlara veya bağımsız yüklenicilere gölge pay sağlayan şirketler de bulunmaktadır. Bkz. “‘Hak sahibi’ ifa edilmemiş, iptal edilmemiş veya kaybedilmemiş bir menfaate sahip olan işçi, danışman veya yönetim kurulu üyesini ifade eder.” **LENSAR INC.**: Lensar, Inc. Phantom Stock Plan, 10-12B (Registration Statement) EX-10.3, 26.08.2020 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Hak sahibi, madde 6’nın gerekliliklerini yerine getirmiş ve plan kapsamında yönetici tarafından menfaat kazanmak üzere seçilmiş olup şirket veya bir bağlı şirketi tarafından istihdam edilen işçi, şirkete veya bir bağlı şirkete hizmet sağlayan yönetim kurulu üyesi ya da bağımsız yükleniciyi ifade eder.” **QORVO INC.**: 2022 Stock Incentive Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 09.08.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁹² İşçilerin gölge pay sahibi olabildiği yönünde bkz. **MCCLUNG**, David William: An Analysis of the Industrial Wage System and Management Compensation Plans, Florida Atlantic University, Unpublished Master Thesis, Florida 1972, s. 144; **REDDEN/VERON**, s. 406; **FRENCH**, s. 83; **HAMILTON**, Corporations, s. 487; **CIBINIC/NASH**, s. 810; **BODIE**, s. 549; **LEVITT/GARDINER**, s. 19; **HAZEN**, Thomas Lee/**MARKHAM**, Jerry W.: Corporations and Other Business Enterprises: Cases and Materials, St. Paul 2009, s. 272; **SCHNEIDER**, s. 2.69; **BRAVENEC/SINGER**, s. 29; **NARAYANAN**, s. 385; **CİVAN/YATAĞAN ÖZKAN**, s. 95. Bu yönde örnek için bkz. “Hizmete dayalı gölge pay menfaati (‘Menfaat’) bir Georgia şirketi olan Ruby Tuesday, Inc. (‘Şirket’) ile ... (‘İşçi’) arasında ... tarihi itibarıyla akdedilmiş ve yürürlüğe girmiştir.” **RUBY TUESDAY INC.**: Service-Based Phantom Stock Unit Award, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 30.08.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. **ALION SCIENCE & TECHNOLOGY CORP.**: Alion Science and Technology Corporation Performance Shares and Retention Phantom Stock Plan, POS AM (Post-Effective Amendment) EX-10.41, 24.01.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **PIONEER ENERGY SERVICES CORP.**: Performance Phantom Stock Unit Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.29, 31.12.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **GREENE COUNTY BANCORP INC.**: Greene County Bancorp, Inc. 2011 Phantom Stock Option and Long-Term Incentive Plan, 8-K (Current report) EX-10.1, 16.08.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁹³ Yöneticilerin gölge pay sahibi olabildiği yönünde bkz. **WALLACE**, s. 792, dn. 12; **LANHAM**, s. 447; **COHEN/ROBBINS**, s. 945; **MOYNAHAN**, s. 33; **SPINDLER**, s. 280; **CLARK**, s. 208; **THOMAS/MARTIN**, Executive Compensation, s. 1030, dn. 36; **MCDANIEL/MCMAHON/SIMMONS/ABREU**, s. 920; **EMANUEL**, s. 215; **ÖZER**, s. 186-187; **BOZKURT YAŞAR**, s. 80/107, dn. 220/303. Bu konuda örnek için bkz. “Gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), 2015 tarihinde (‘Sözleşme Tarihi’) bir Delaware şirketi olan Columbia Pipeline Group, Inc. (‘CPG’) ile [İsim] (‘Yönetici’) arasında akdedilmiştir.” **COLUMBIA PIPELINE GROUP INC.**: Phantom Stock Unit Agreement, 10-12B/A (Registration Statement) EX-10.14, 22.05.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **ANCHOR MUTUAL SAVINGS BANK**: Anchor Mutual Savings Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.4, 24.10.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁹⁴ Yönetim kurulu üyelerinin gölge pay sahibi olabildiği yönünde bkz. **VOLYNKOVA**, Lilia: “Seinfeld v. Slager: The Delaware Chancery Court’s New Legal Standard for Reviewing Directors’ Decisions about Their Own Pay”, New York Law School Law Review, C. 58, S. 3, 2013-2014, s. 746; **NARAYANAN**, s. 385. Bu konuda örnek için bkz. “Bu gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’) yönetim kurulu üyesini menfaat konusunda bilgilendiren elektronik yazışmada (‘Tahsis Bildirimi’) belirtilen yürürlük tarihi itibarıyla bir Delaware şirketi olan Group 1 Automotive, Inc. (‘Şirket’) ile tahsis bildiriminde belirtilen yönetim kurulu üyesi (‘Yönetim Kurulu Üyesi’) arasında akdedilmiştir.” **GROUP 1 AUTOMOTIVE INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.33, 31.12.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. **GATX CORP.**: Directors’ Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.2, 31.12.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **KINDERHOOK BANK CORP.**: Phantom Stock Appreciation Rights Agreement, 1-A (Offering Statement) EX1A-6 MAT CTRCT, 01.06.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **BSB BANCORP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁹⁵ Azınlıkta kalan bazı yazarlar ise gölge pay sahibinin çalışanlardan oluştuğunu ifade etmektedir. Bkz. **DEMİRKAN**, s. 13; **BAŞ**, s. 32, dn. 98; **AKDAĞ**, s. 199. Kanaatimizce bu, ABD hukukunda gölge pay sahipleri için kullanılan “employee” teriminin Türkçe’ye çevirisinde yaşanan farklılıktan

Kişiler arasında çeşitli ölçütlere göre belirlemeler yapılarak yalnızca o kişiler ile gölge pay sözleşmesi akdedilmektedir. Burada tespit edebildiğimiz kadarıyla iki yöntem uygulanmaktadır. İlk yöntemde gölge pay planında yönetim kurulu, ücret belirleme komitesi gibi organ veya komitelerin hak sahibi yapılacak kişileri belirlemesi öngörülür⁴⁹⁷. Dolayısıyla kişilerin seçiminde hangi ölçütlere göre hareket edileceği sınırlandırılmaz. Genel ilkelere tabi olmak koşuluyla (örneğin TBK m. 26) kural olarak ölçütler konusunda takdir yetkisi kullanılabilir. Buna göre kişilerin şirketteki hizmet süresi, çalıştığı departman gibi çok çeşitli ölçütler üzerinden bir seçim yapılabilir. Diğer yöntemde ise seçimde esas alınacak ölçüt gölge pay planında belirlenir. Burada ölçüt olarak genellikle kilit konum (*key employee gibi*) esas alınmaktadır⁴⁹⁸. Ancak çoğu zaman

kaynaklanmaktadır. Zira “*employee*” terimi, Türkçe’ye hem “işçi” hem “çalışan” olarak çevrilmektedir. Bkz. **CAMBRIDGE DICTIONARY**, “*Employee*” (<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english-turkish/employee>, E.T. 21.04.2025). Ancak bu kavramın Türk hukukundaki işçi terimine karşılık geldiği kanısındayız. Zira her iki kavram yönünden de ücret karşılığında iş/hizmet sözleşmesiyle ve işverene bağımlı olarak çalışma aranmaktadır (İş Kanunu m. 2, TBK m. 393). “*Employee*” bakımından yapılan tanımlarda genellikle hizmet sözleşmesinden ziyade ücret veya özellikle bağımlılık unsuru öne çıkarılmaktadır. Ancak hizmet sözleşmesinin (“*employment contract*”) tanımında bu sözleşmenin işçi ve işveren arasındaki sözleşmeyi ifade ettiği belirtildiğinden bu unsurun işçi için de aranacağı sonucuna ulaşmaktayız. Dolayısıyla ABD hukukundaki “*employee*” kavramı ile iş/hizmet sözleşmesi ile iş gören kişilerin ifade edildiği yorumu yapılabilir. Bkz. “*Bir işveren ile işçi arasında iş koşullarının belirtildiği sözleşme...*” **GARNER**, “*Employment Contract*”, s. 284. Aynı yönde bkz. “*İş sözleşmesi, bir tarafın işveren olarak adlandırıldığı, diğerinin ise işçi olarak adlandırıldığı ve işçinin işverenin veya üçüncü bir kişinin yararına bir şey yapması için işe alındığı sözleşmedir.*” Cal. Lab. Code § 2752. Bu iş görmenin aynı zamanda işverene bağımlı ve ücret karşılığı olması gerekmektedir. Bkz. **FRIED**, Gil/**MILLER**, Lori: *Employment Law*, North Carolina 1998, s. 3. Aynı yönde bkz. “*Başka bir kişi veya organizasyon tarafından, kendisine verilen görevleri yerine getirmek için ödeme karşılığında istihdam edilen ve işverenin gözetim ve denetimi altında çalışan kişi*” **JUSTIA LEGAL DICTIONARY**: “*Employee*” (<https://dictionary.justia.com/employee>, E.T. 21.04.2025); “*‘İşçi’, bir işveren için ve onun kontrolü ve yönlendirmesi altında, ücret veya diğer tazminatlar karşılığında hizmet gören herhangi bir kişiyi ifade eder.*” N.J. Stat. § 34:19-2. “*Employee*” kavramı, resmi dilleri İngilizce olan diğer ülkelerde de bu anlamda kullanılmaktadır. Kanada için bkz. **AUST/CHARETTE**, s. 17-20. Birleşik Krallık için bkz. **SARGEANT**, Malcolm/**LEWIS**, David: *Employment Law*, Harlow 2012, s. 19-22. Oysa çalışan bakımından iş görülen sözleşmenin türü önemli değildir. Bkz. **BAYCIK**, Gaye: “Çalışanların İş Sağlığı ve Güvenliğine İlişkin Haklarında Yeni Düzenlemeler”, ABD, C. 3, 2013, s. 107. Nitekim “*employee*” teriminin Türk hukukuna “işçi” şeklinde çevrildiği örnekler için bkz. **CENTEL**, Tankut: “İş Sağlığı ve Güvenliği Kanunu’nun Uygulama Alanı ve Kapsamı”, Prof. Dr. Nur Centel’e Armağan, MÜHF-HAD, C. 19, S. 2, 2013, s. 79; **KORKUSUZ**, M. Refik/**EKMEKÇİ**, Ömer: *Turkish Individual Labour Law*, İstanbul 2020, s. 19.

⁴⁹⁶ Herkesle sözleşme ilişkisi kurulmaması, sözleşmenin akdedilmesinde hak sahiplerinin çeşitli ölçütleri esas alındığından TTK m. 357, İş Kanunu m. 5 gibi çeşitli düzenlemelerde yer alan eşitlik ilkesine aykırılık yaratmaz.

⁴⁹⁷ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*‘Hak sahibi’, komite tarafından plana katılmak üzere seçilen ve sözleşmeyi imzalayarak komiteye iade eden yönetici, işçi veya yönetim kurulu üyesi anlamına gelir.*” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁹⁸ Bu yönde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63; **LEVAL/SCHULZE**, s. 623; **HAVIGHURST**, Clark C.: “The Continuing Inutility of Employee Stock Options in Closely Held Businesses”, University of Florida Law

sözleşmelerde kilit konumdan ne anlaşılması gerektiğine ilişkin bir tanım maddesine yer verilmediğinden bu yöntemde de bir ölçüde takdir yetkisinin hâkim olduğu ifade edilebilir. Çünkü tanım eksikliği, kavramın kapsamını belirlemede hareket serbestisi sağlamaktadır. Bu noktada belirsizliği ortadan kaldırmak için Türk hukukunda kilit konumdan ne anlaşılması gerektiğine ilişkin mevzuatta yer alan çeşitli tanımlar yol gösterici olabilir (Yabancı Personel İstihdamı Yönetmeliği⁴⁹⁹ m. 4, TMS 24 Hakkında Tebliğ⁵⁰⁰ Ek N. 9)⁵⁰¹.

Gölge pay sahibinin kimlerden oluşacağı konusundaki sözleşme serbestisinin sözleşmenin işlevinden kaynaklı sınır dışında kural olarak bir sınırı bulunmasa da belirli kişilerin görevleri gereği gölge pay sahibi olmaları olanaklı değildir. Zira gölge pay sözleşmesi ile tanınan mali hakların değerinin paylar üzerinden tespit edilmesi⁵⁰², gölge pay sahiplerinin şirketle menfaat ilişkisine girmesine sebep olmaktadır. Bu kişiler, bir anlamda pay sahiplerinin menfaatlerini bünyesinde barındırmaktadır⁵⁰³. Dolayısıyla gölge pay sahipleri, şirkete karşı bağımsız konumda değildir. Bu sebeple konumları gereği bağımsız nitelik taşımaları gereken (Denetçiler yönünden bkz. TTK m. 400/1-b; Bakanlık temsilcisi yönünden bkz. A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği⁵⁰⁴ m. 4/1-b, Devlet

Review, C. 18, S. 2, 1965, s. 268; **OVERMAN**, s. 461; **KONZ**, s. 320; **MEYNELL**, David B.: “Canada”, International Business Lawyer, C. 6, S. 5, 1978, s. 531; **SAMPSON**, s. 1282; **BLACHMAN**, s. 13. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Chaparral Energy Gölge Pay Planı’nın (‘Plan’) amacı, Chaparral Energy’nin belirli kilit işçilerine (‘Hak Sahipleri’) vadeye bağlı tazminat sağlamasıdır.*” **CHAPARRAL ENERGY INC.**: Chaparral Energy Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.7, 30.06.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁴⁹⁹ RG, 29.08.2003, S. 25214.

⁵⁰⁰ RG, 31.12.2009, S. 27449 (4. Mük.).

⁵⁰¹ ABD hukukunda kilit işçi kavramı, çeşitli düzenlemelerde terim olarak yer almış, bazı düzenlemeler ise bu kavramı tanımlama yoluna gitmiştir. Bu düzenlemeler, kilit konumun tespitinde genellikle işçinin ücretini esas almaktadır. Örneğin IRS açısından kilit işçi, (i) şirketin %5’inden fazlasına sahip olanlar, (ii) şirketin %1’inden fazlasına sahip olup yıllık geliri 150.000,00 Amerikan dolarından fazla olanlar veya (iii) yıllık geliri 130.000,00 Amerikan dolarından fazla olanları ifade etmektedir [26 USC § 416(i)(1)]. Benzer şekilde FMLA bağlamında kilit işçi, tüm işçiler arasında en yüksek ücrete sahip yüzde onluk kesimde yer alan işçileri ifade etmek için kullanılmaktadır (29 CFR § 825.217). Oysa Türk hukukunda kilit konumun tespitinde ABD hukukundakinin aksine kişinin ücreti esas alınmaz. Aksine kilit konum belirlenirken kişinin görev tanımı ile bilgi düzeyi üzerinden bir saptama gerçekleştirilir. (Yabancı Personel İstihdamı Yönetmeliği⁵⁰¹ m. 4, TMS 24 Hakkında Tebliğ Ek N. 9)

⁵⁰² Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2.

⁵⁰³ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, C, 2.

⁵⁰⁴ RG, 28.11.2012, S. 28481.

Memurları Kanunu⁵⁰⁵ m. 28-29) denetçi ve bakanlık temsilcisinin gölge pay sahibi olması olanaklı gözükmemektedir. Söz konusu sıfatlar, gölge pay sahipliği ile bağdaşmadığı gibi mevzuat, bu kişilerin şirkette iş görme sözleşmesiyle çalışmasına da çoğu zaman engel oluşturur (Denetçiler yönünden bkz. TTK m. 400/1-b; Bakanlık temsilcisi yönünden bkz. A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği m. 4/1-b, Devlet Memurları Kanunu m. 28-29).

b) Gölge Pay Sağlayan

Sözleşmenin gölge pay sağlayan tarafını çoğunlukla şirket oluşturmaktadır⁵⁰⁶. Bu şirket de genellikle gölge pay sahibinin hizmet gördüğü şirkettir⁵⁰⁷. Ancak hizmet görülen şirket dışındaki bir şirketin (örneğin hizmet görülen şirketin bağlı şirketinin⁵⁰⁸) gölge pay sağlayan tarafta yer almasına da rastlanmaktadır.

Şirketler arasında genellikle şirket yapısında yabancılaşmayı tercih etmeyen⁵⁰⁹ halka kapalı şirketler⁵¹⁰ ve de özellikle aile şirketleri⁵¹¹ öne çıkmaktadır. Girişim

⁵⁰⁵ RG, 23.07.1965, S. 12056.

⁵⁰⁶ Bu yönde bkz. **MOORE**, s. 601; **MORGAN**, s. 69-70; **RAY/WILLIAM**, s. 171; **SCHUSTER**, s. 95; **MILLER**, s. 29A-8; **KAY**, Executive Compensation, s. 92; **SAMPSON**, s. 1275; **FRISCH**, 183; **MELBINGER**, s. 150; **HAZEN/MARKHAM**, s. 272; **MOYNIHAN**, s. 89. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), bir Delaware şirketi olan Lone Pine Resources Inc. (‘Lone Pine’) ile ... (‘İşçi’) arasında ... tarihi itibarıyla akdedilmiştir.” **LONE PINE RESOURCES INC.**: Phantom Stock Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.1, 01.06.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. **TRICO MARINE SERVICES INC.**: Phantom Stock Units Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 14.05.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **QUESTAR CORP.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-99, 10.02.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁵⁰⁷ Bu yönde bkz. **FRENCH**, s. 83. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “... tarihli bu gölge pay tahsisi, bir Delaware şirketi olan Radian Group Inc. (‘Şirket’) tarafından şirketin icracı olmayan yönetim kurulu üyesine (‘Hak Sahibi’) sağlanmıştır.” **RADIAN GROUP INC.**: Form of Phantom Stock Grant Letter For Non-Employee Directors under the Radian Group Inc. Equity Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.6, 08.02.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁵⁰⁸ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “2011 gölge pay planının (‘Plan’) amacı, bir Delaware şirketi olan Fuel Systems Solutions, Inc.’e (‘Şirket’), hak sahibinin çıkarlarını pay sahiplerinin çıkarlarıyla uyumlu hale getirerek pay sahipleri için uzun vadeli değer yaratılmasını teşvik etmek için şirketin veya bağlı şirketlerinin yöneticilerini ve kilit işçilerini cezbetme, elde tutma, motive etme ve ödüllendirmede yardımcı olmaktır.” **FUEL SYSTEMS SOLUTIONS INC.**: 2011 Phantom Stock Option Plan, 8-K (Current report) EX-10, 14.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

⁵⁰⁹ Bu yönde bkz. **MELBINGER**, s. 151.

⁵¹⁰ Gölge pay sözleşmesinin halka kapalı şirketlerce tercih edildiği yönünde bkz. **KAY**, Executive Compensation, s. 92; **GREEN**, s. 43; **KROLL**, s. 60; **OVERTON**, 2:6; **ALDEN/AKRESH**, s. 74; **JONES/RHOADES CATANACH**, s. 69; **MELBINGER**, s. 154; **LONGNECKER**, s. 45; **SMILEY/GILBERT/BINNS/LUDWIG/ROSEN**, s. 33-24; **MENDELSON**, s. 1848; **CARTANO**, s. 627; **MOYNIHAN**, s. 91-92; **POZA/DAUGHERTY**, s. 407.

⁵¹¹ Gölge pay sözleşmesinin aile şirketlerince tercih edildiği yönünde bkz. **SAMPSON**, s. 1281; **ETZEL**, Barbara J.: “Phantom Stock Plan”, Webster’s New World Finance and Investment Dictionary, Indianapolis 2003, s. 247. Aile şirketi; aralarında hisimlik bağı bulunan kişilerin oluşturduğu veya bu kişilerin hâkim

şirketleri⁵¹² arasında gölge pay sözleşmesinden yararlanılmasına da sıklıkla rastlanır⁵¹³.

Çünkü girişim şirketleri, nitelikli iş gücüne ihtiyaç duysalar da bu kişileri istihdam etmek için gereken yüksek masrafları karşılayabilecekleri bir mali kaynakları yoktur⁵¹⁴. Bu da nitelikli iş gücünü istihdam edememelerine yol açar. Oysa kişilere pay sağlanarak bu sorun çözebilmektedir⁵¹⁵. Gölge pay sözleşmesi de pay sahipliğinin bir kopyasını

olduğu şirket olarak tanımlanabilir. Bu tanım için bkz. **KIRCA**, İsmail: “Aile Şirketleri ve Aile Anayasası”, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul 2019, s. 743.

⁵¹² Girişim şirketi, yeni bir şirket tipi değildir. Bu şirketler de mevcut şirket tipleri altında faaliyet göstermektedir. “Girişim” nitelendirmesi ise tamamen şirketlerin faaliyet şekillerinden kaynaklanmaktadır. Mevzuatta bu nitelendirmeye uygun olan şirketlerin tespitini kolaylaştıracak tanımlara yer verilmektedir [Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3) (RG, 09.10.2013, S. 28790.) m. 3/1-f, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) (RG, 02.01.2014, S. 28870.) m. 3/1-f, m. 18/1, 2014/5932 sayılı Üst Fonlara Kaynak Aktarımına İlişkin Karar (RG, 14.03.2014, S. 28941.) m. 3/1-f, Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1) (RG, 27.10.2021, S. 31641.) m. 4/1-ğ]. Ancak bu tanımlar, ilgili düzenlemelerin kapsamından kaynaklanan belirli ek koşullar ve sınırlamalar içerdiğinden girişim şirketinin tanımında doğrudan uygulanabilir değildir. Örneğin kitle fonlaması aracılığıyla finansman temini için girişim şirketlerinin anonim şirket şeklinde örgütlenmesi öngörülmektedir [Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1) m. 4/1-ğ]. Oysa girişim şirketlerinin belirli bir şirket tipi altında faaliyet göstermesi gerekmemektedir. Bkz. **AKDAĞ**, s. 9. Mevzuattaki bu ek koşul ve sınırlamalar göz ardı edildiğinde ise bir şirketin girişim şirketi olarak nitelendirilebilmesi için gelişme/büyüme potansiyeli taşıması gerektiği yönünde büyük oranda uzlaşma olduğu gözlemlenmektedir [Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3) m. 3/1-f, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) m. 3/1-f, m. 18/1, Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1) m. 4/1-ğ]. Ancak bu unsur, tek başına bir şirketi girişim şirketi olarak nitelendirmek için yeterli değildir. Zira şirketlerin birçoğu büyüme/gelişme potansiyeline sahipse de girişim şirketlerini bu şirketlerden ayırt eden diğer bazı unsurlar bulunmaktadır. Bu unsurlar, öğretilerdeki tanımlardan çıkarılabilir. Esasen söz konusu tanımlarda da gelişme/büyüme potansiyeline bir unsur olarak yer verilmektedir. Bununla beraber girişim şirketinin özünü ortaya koyan daha detaylı tanımlar yapılmaktadır. Buna göre girişim şirketleri, daha önce karşılanmamış bir ihtiyaca yönelik ürün ya da hizmeti ilk kez pazara tanıtan ve bu sebeple risk ve belirsizlik ile karşı karşıya kalan oluşumlardır. Bkz. **GULBRANDSEN**, Carl E.: “Bayh-Dole: Wisconsin Roots and Inspired Public Policy”, Wisconsin Law Review, C. 2007, S. 6, 2007, s. 1155; **NAWEL**, Irayen/**AMINA**, Latroche: “Start-up Company and Business Incubators. What Economic Value?”, Revue Européenne du Droit Social, C. 53, 2021, s. 40; **KAHLESSENANE**, Soheyb/**SHAMSUDDIN**, Jauriyah/**MINAI**, Mohd Sobri: “Start-ups in the Era of Digital Revolution: Factors that Shape the Intention to Launch a New One”, Journal of International Business Economics and Entrepreneurship, C. 8, S. 1, 2023, s. 90; **WETZEL**, Tobias/**EICHE**, Julia: “Challenges of Start-Ups—An Analysis of Individually Tailored Recommendations Based on the Development Phases, Branches, Business Models and Founding Teams”, Open Journal of Business and Management, C. 12, S. 3, 2024, s. 1559. Öyle ki bu şirketler, yenilikçi bir fikre dayanmaktadır. Bkz. **ANAWALT**, Howard C./**ENAYATI**, Elizabeth: “Shaping Legal Advice to Meet the Development Demands of the Specific Inventive Environment”, Santa Clara Computer and High-Technology Law Journal, C. 7, S. 1, 1991, s. 38. Dolayısıyla uzun süreli bir faaliyet geçmişine sahip olmamalarına rağmen (**RASHKIN**, Michael D.: “Deducting High-Technology Start-up Expenditures”, Santa Clara Computer and High-Technology Law Journal, C. 2, S. 1, 1986, s. 91; **ANDERSON**, Bentley J.: “Venture Capital and Securities Market Development in Malaysia: The Search for a Functioning Exit Mechanism”, Wisconsin International Law Journal, C. 12, S. 1, 1993-1994, s. 4; **İBRAHİM**, Darian M.: “Should Angel-Backed Start-Ups Reject Venture Capital”, Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law, C. 2, S. 2, 2013, s. 253.) hızlı büyüme potansiyeli taşırlar. Bkz. **ANAWALT/ENAYATI**, s. 38; **POLSKY**, Gregg: “Explaining Choice-of-Entity Decisions by Silicon Valley Start-Ups”, Hastings Law Journal, C. 70, S. 2, 2019, s. 418; **NAWEL/AMINA**, s. 40.

⁵¹³ Bu yönde bkz. **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 101.

⁵¹⁴ Bu yönde bkz. **PARKER**, Richard L.: “The Innocent Civilians in the War against Noll Trafficking: Section 382 and High-Tech Start-up Companies”, Virginia Tax Review, C. 9, S. 4, 1990, s. 643; **AKIN**, Hisse Opsiyonu, s. 149; **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 101.

⁵¹⁵ Bu yönde bkz. **PARKER**, s. 643; **AKIN**, Hisse Opsiyonu, s. 149.

oluşturduğundan⁵¹⁶ pay temininin yarattığı sulanma gibi belirli sorunları ortadan kaldırmak suretiyle bu istihdamı sağlayabilmektedir⁵¹⁷. Sonuç itibarıyla bu sözleşmenin daha çok küçük ölçekli şirketlerde yaygın olduğu ifade edilebilir⁵¹⁸. Halka açık şirketlerde bu yöntemin yaygın şekilde uygulanmaması⁵¹⁹ ise şirketin pay değerinin birçok etkene bağlı olarak değişmesi sebebiyle kişinin performansı ile pay arasındaki bağlantının sağlanmasında yaşanacak zorluk gözetildiğinde doğaldır. Çünkü pay değerinde farklı etkenlere bağlı olarak değişim yaşanması, kişilerin sözleşme sonunda elde edecekleri menfaatin şansa bağlı olmasına sebep olabilecektir⁵²⁰.

Türk hukukunda istisnaen pay sahiplerinin gölge pay sağlamasına da rastlanmaktadır⁵²¹. Kanaatimizce bu durum, özellikle tek pay sahipli anonim şirketler ile aile şirketlerinde tek pay sahibinin veya hâkim pay sahibinin işveren olarak algılanmasının bir sonucudur. Bunun yanı sıra kişilere daha güvenceli bir alacak temin etmek amacı da pay sahibi ile sözleşme akdedilmesinde etkin rol oynayabilir. Çünkü şirketle akdedilen sözleşmede şirketin herhangi bir sebeple son bulması halinde kişilerin alacağına kavuşamaması ihtimali yüksektir. Ancak pay sahibinin ölmesi ihtimalinde dahi mirasçıları vasıtasıyla alacağın tahsili olanağı bulunmaktadır. Buna karşılık pay sahiplerinin gölge pay sağlayan olduğu sözleşmelerde ifa alacaklısının şirketin verimliliğine ortak olmasından ziyade pay sahiplerinin mali haklarının devrine benzer bir durum ortaya çıkmaktadır. Diğer bir anlatımla burada kişiler, farazi pay sahibi olmaktan çok pay sahiplerinin birer alacaklısı durumunda olacaktır. Bu da gölge pay sözleşmesinin alacak hakkı sağlayan adi bir sözleşmeden farksız olmasına sebep olur. Dolayısıyla

⁵¹⁶ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 32.

⁵¹⁷ Şirketin gölge pay sözleşmesi sayesinde belirli bir süre masraf yapmak zorunda kalmamasının özellikle girişim şirketleri için yararlı olduğu yönünde bkz. **SAMPSON**, s. 1282-1283.

⁵¹⁸ Bu yönde bkz. **OVERTON**, s. 12:4.

⁵¹⁹ Bu yönde bkz. **OVERTON**, s. 7:22.

⁵²⁰ Bunun sakıncaları hakkında bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 4.

⁵²¹ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “*Opsiyon Veren, Şirket’in pay sahibi olarak ve sadece Şirket’teki pay sahibi sıfatına istinaden, ... Opsiyon Sahibi’ne bir gölge pay opsiyonu vermektedir.*” Bu maddenin yer aldığı sözleşme, çalışmadaki diğer örneklerin aksine kamuya duyurulmadığı için çalışmada sözleşmenin tarafları, tarihi gibi unsurlara yer verilememiştir.

kişiler, gölge pay sözleşmesine şüpheyle yaklaşabileceğinden sözleşmenin işlevlerini⁵²² yerine getirmesi güçleşebilir. Zira kanaatimizce kişiler için gölge pay sözleşmesini çekici kılan husus, bu sözleşme ile pay sahipliğine benzer bir konumun temin edilmesidir.

2. Taraflar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği

a) Genel Olarak

Mevzuatta gölge pay sözleşmesine ilişkin bir düzenlemeye rastlanmamaktadır. Bu ise taraflar arasında ortaya çıkabilecek bir hukuki uyuşmazlıkta hangi hükümlerin uygulanacağı sorusunu gündeme getirir. Taraflar arasındaki ilişkinin hukuki niteliğinin belirlenmesi, burada önemli bir işlev görecektir. Çünkü bu nitelendirme, söz konusu ilişkiye mevcut düzenlemelerden hangilerinin ve ne oranda uygulanabileceğinin belirlenmesini sağlayacaktır.

Türk hukukunda gölge pay ilişkisinin hukuki niteliği konusunda tespit edebildiğimiz kadarıyla mahkeme kararı veya yerleşik bir öğreti görüşü bulunmamaktadır. Nitekim tesadüf edebildiğimiz kadarıyla bu konuda öğretilerdeki tek değerlendirmeyi *Günay* gerçekleştirmiştir. Buna göre *Günay*, bu ilişkinin adi ortaklık niteliğinde olduğu kanaatindedir⁵²³. *Günay*, bu görüşünü şu gerekçelere dayandırmaktadır: Gölge pay ilişkisinde taraflar, ortak amaç etrafında bir araya gelmekte ve bu amacı gerçekleştirmek için ortak bir çaba içerisine girmektedir. Bu ilişkide tarafların ortak amacı, şirketin hedeflerinin gerçekleştirilerek şirket değerinin artırılmasıdır. Gölge pay sağlayan emek ve şirketi ve gölge pay sahibi de emeğini ortaklığa sermaye olarak getirmektedir.

Kanaatimizce gölge pay sözleşmesinin esnek yapısı⁵²⁴, taraflar arasındaki ilişkinin bu şekilde kesin sınırlarla çizilmesine olanak vermemektedir. Çünkü bu özellik,

⁵²² Gölge pay sözleşmesinin işlevleri konusunda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV.

⁵²³ Bu yönde bkz. **GÜNAY**, Girişim Şirketlerinin Finansmanı, s. 104-105

⁵²⁴ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 1.

sözleşmenin taraflarca farklı şekillerde oluşturulmasına yol açmaktadır. Bu kapsamda sözleşmenin her iki tarafında da farklı sıfatları haiz kişiler bulunabilmektedir. İfa şeklinin de taraf ihtiyaçları doğrultusunda farklılaştırılması olanaklıdır. Bunlar, sözleşmenin gölge pay sözleşmesi olarak nitelendirilmesinde bir etki yaratmasa da tarafların ya da hak ve yükümlülüklerinin farklı biçimlerde ortaya çıkmasına ve dolayısıyla bu sözleşmenin hukuken farklı şekillerde nitelendirilebilmesine zemin hazırlar. Örneğin sözleşmenin gölge pay sağlayan tarafını şirketin oluşturması durumunda bunun gölge pay sahibinin hizmet gördüğü şirket olup olmadığı dahi hukuki nitelendirmeyi farklılaştırmaktadır. Aşağıda bu nitelendirmeye etki eden temel ölçütler ayrı ayrı gözetilerek taraflar arasındaki ilişkinin hukuken genellikle ne şekilde nitelendirilebileceği tespit edilmeye çalışılacaktır. Şüpheyi mahal vermemek adına vurgulamak gerekir ki taraflar arasındaki ilişki, çoğunlukla açıklanan şekilde tezahür etse de tek bir sözleşme hükmünün dahi bu ilişkiye farklı bir hukuki nitelik kazandırması olasıdır. Dolayısıyla her somut olayda sözleşmenin lafzı ile taraf iradelerinin TBK m. 19 çerçevesinde değerlendirilerek bir sonuca varılması zorunludur⁵²⁵.

**b) Gölge Pay Sözleşmesinin Hizmet Görülen Şirket-Gölge Pay Sahibi
Arasında Akdedilmesi Halinde**

(1) İfanın Nakit Ödeme Şeklinde Gerçekleştirilmesinin Öngörüldüğü Haller

(a) Sonuca Katılma Unsuru

Gölge pay sözleşmesinin hukuki niteliğinin tespitinde bu sözleşmeyi karakterize eden unsurlar yol gösterici olabilir. Buna göre kanaatimizce bu sözleşmeyi mali hakların değerinin hesaplanma şekli karakterize etmektedir⁵²⁶. Çünkü birçok sözleşmede farklı terimlerle ifade edilen mali haklar sağlansa da gölge pay sözleşmesindeki mali haklar,

⁵²⁵ Hukuki işlemin yalnızca sözüne bağlı bir yoruma itibar edilemeyeceği yönünde bkz. TUNÇOMAĞ, s. 279-280. Sözleşmelerin yorumu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, s. 148-153.

⁵²⁶ Bu yönde bkz. LEVAL/SCHULZE, s. 619.

değerinin paylara endekslenmesi yoluyla diğer mali haklar karşısında farklılaşmaktadır⁵²⁷. Dolayısıyla ifanın nakit ödeme şeklinde gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü hallerde bu sözleşmenin tek bir sözleşme tipinin tipik veya atipik türü olarak nitelendirilmesi gerektiği kanısındayız. Zira mevcut sözleşme tipleriyle farklılaşan tek unsurun mali hakkın hesaplanma şekli olması karşısında bu sözleşmenin birden fazla sözleşme tipinden meydana geldiğini ifade etmek güçtür.

Gölge pay sözleşmesinde her iki taraf da çoğunlukla hizmet görülen şirketin kârlılığını/verimliliğini ve/veya payların değerini artırma gayreti içerisinde olup⁵²⁸ bu kârlılık/verimlilik veya değer oranında ise maddi menfaat elde etmektedir⁵²⁹. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinde tarafların; gayretleri ile şekillenen bir sonuca katılmaları söz konusudur. Bu da gölge pay sözleşmesini sonuca katılmalı⁵³⁰ sözleşme ile adi ortaklık sözleşmesine yaklaştırmaktadır. Çünkü bu iki sözleşme tipinde de taraflar, sermayesiyle şekillenen sonuçtan maddi menfaat elde etmektedir. Sonuca katılmalı sözleşmede bu unsur, sözleşmenin tipine bağlı olarak⁵³¹ farklı şekillerde ortaya çıkabilir. Örneğin hizmet

⁵²⁷ Mali hakların değerinin paylara endeksli olarak hesaplandığı yönünde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 19.

⁵²⁸ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, C, 1.

⁵²⁹ Zira sağlanan mali hakların değeri, şirketin kârı veya payların değeri üzerinden hesaplanmaktadır. Bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2.

⁵³⁰ Bu sözleşmeler, öğretide farklı terimlerle de anılmaktadır. Buna göre tespit edebildiğimiz kadarıyla en yaygın kullanılan terimler, kâra katılmalı/iştirakli sözleşme/hukuki ilişki ile sonuca katılmalı sözleşme/hukuki ilişki terimleridir. Kâra katılmalı/iştirakli sözleşme/hukuki ilişki terimini kullanan yazarlardan bazıları için bkz. **İMREGÜN**, Oğuz: Kara Ticareti Hukuku Dersleri, İstanbul 2005, s. 158; **MOROĞLU**, Erdoğan: “Adi Şirkete Dair”, Makaleler, İstanbul 2010, s. 762; **GÜREL**, Murat: Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı, Ankara 2014, s. 138. Sonuca katılmalı sözleşme/hukuki ilişki terimini kullanan yazarlardan bazıları için bkz. **YALMAN**, Macit/**TAYLAN**, Erbay: Adi Ortaklık, Ankara 1976, s. 34-38; **SUNGURBEY**, İsmet: Medeni Hukuk Sorunları, C. 5, İstanbul 1984, s. 617; **İNAL**, Emrehan: Sonuca Katılmalı Sözleşme Kavramı ve Gelir Paylaşımli İnşaat Sözleşmesi, İstanbul 2011, s. 9; **BARLAS**, Nami: Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 2016, s. 26/41, N. 58/85. Yargıtay da kararlarında sonuca katılmalı sözleşme/hukuki ilişki terimine yer vermektedir. Bu terime yer veren Yargıtay kararlarından bazıları için bkz. Yargıtay 3. HD, E. 2014/3156 K. 2014/7037 T. 07.05.2014 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 3. HD, E. 2015/17444 K. 2016/12349 T. 01.11.2016 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Bununla beraber kazanca katılmalı sözleşme/hukuki ilişki terimi de tercih edilebilmektedir. Bkz. **PULAŞLI**, Hasan: “Türk, İsviçre ve Alman Hukukuna Göre ‘İktisadi Amaç’ Kavramının Şirket ve Dernekler Bakımından Değerlendirilmesi”, BATİDER, C. 32, S. 2, 2016, s. 30. Sonuca katılmalı sözleşme/hukuki ilişki terimi, kâr dışındaki diğer sonuca katılma hallerini de kapsadığından bu çalışmada sonuca katılmalı sözleşme terimi kullanılacaktır. Aynı yönde bkz. **İNAL**, s. 9.

⁵³¹ Mevzuatta yalnızca hizmet sözleşmesi, kira sözleşmesi ve yayım sözleşmesi açısından sonuca katılmalı sözleşme şekli düzenlenmiştir (TBK m. 357/2, m. 403, m. 497/2). Buna karşılık öğretide sözleşme serbestisi ilkesinin bir gereği olarak diğer sözleşme tiplerinin de sonuca katılmalı şekilde düzenlenebileceği kabul

görülen şirketin kazancı⁵³² üzerinden bir ücret alınması halinde sonuca katılmalı bir hizmet sözleşmesi söz konusudur (TBK m. 403)⁵³³. Adi ortaklık sözleşmesinde sonuca katılma ise tarafların ortaklık kârından pay alması şeklinde ortaya çıkmaktadır⁵³⁴. Ancak sonuca katılmalı sözleşme ile adi ortaklık sözleşmesi, birçok yönden farklılaşmaktadır. Dolayısıyla en başta gölge pay sözleşmesinin sonuca katılmalı sözleşme gibi karşılıklı bir sözleşme mi yoksa adi ortaklık sözleşmesi gibi çok taraflı bir sözleşme mi olduğunun değerlendirilmesi gerekmektedir.

(b) Sonuca Katılma Unsurunun Sağladığı Hukuki Nitelik

Sonuca katılmalı sözleşme ile adi ortaklık sözleşmesi arasındaki ayrımnda birçok ölçütten yararlanılmakta ve fakat bu ölçütlerden her biri tek başına sözleşmeler arasındaki ayrımı sağlamak konusunda yetersiz kalmaktadır⁵³⁵. Dolayısıyla bu ölçütlerin kümülatif olarak tarafların iradesiyle birlikte değerlendirilmesi gerekir. Buna göre iki sözleşme arasındaki ayrımnda adi ortaklığın unsurlarından özellikle ortaklık iradesini (*animus societatis*) gösteren⁵³⁶ ortak amaç⁵³⁷ ve ortak çaba (*affectio societatis*)⁵³⁸ unsurları

edilmektedir. Bkz. **KUNTALP**, Erden: Sonuca Katılmalı Ödünç Sözleşmesi (Kavram ve Hukuki Niteliği), Ankara 1980, s. 6; **İNAL**, s. 8. Kanaatimizce de mevzuatta buna engel bir durum olmadığından her sözleşme tipinin sonuca katılmalı şekilde düzenlenmesi olanaklıdır.

⁵³² Bu kazanç, yalnızca kârı kapsamamaktadır. Örneğin ciro üzerinden bir pay sağlanması da sözleşmeye sonuca katılmalı sözleşme niteliği sağlayacaktır. Bkz. **İNAL**, s. 46.

⁵³³ Bu yönde bkz. **YALMAN/TAYLAN**, s. 36.

⁵³⁴ Bu yönde bkz. **ARIKAN**, Habip: Gelir Paylaşımli İnşaat Sözleşmesi, İstanbul 2022, s. 60.

⁵³⁵ Bu yönde bkz. **İNAL**, s. 97.

⁵³⁶ Ortak amaç unsurunun ortaklık iradesini gösterdiği yönünde bkz. **İNAL**, s. 65; **DERDİMAN**, Furkan: Adi Ortaklık Yapısındaki Değişiklikler, İstanbul 2022, s. 9.

⁵³⁷ Ortak amaç unsurunun sonuca katılmalı sözleşme ile adi ortaklık sözleşmesi arasında ayrımı sağladığı yönünde bkz. **KUNTALP**, Erden: Karışık Muhtevalı Akit (Karma Sözleşme), Ankara 2013, s. 68; **BARLAS**, s. 26, N. 58. Aynı yönde bkz. “Sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi ile adi ortaklık sözleşmesini, özellikle müşterek amaç unsuru birbirinden ayırt eder. Sonuca katılmalı ödünçte, müşterek amaç takip edilmemesi önemli bir ayırt edici unsurdur.” Yargıtay 3. HD, E. 2024/591 K. 2024/1205 T. 20.03.2024 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Tüm karşılıklı sözleşmeler açısından bkz. **ŞENER**, Oruç Hami: Adi Ortaklık, Ankara 2008, s. 102.

⁵³⁸ Ortak çaba unsurunun sonuca katılmalı sözleşme ile adi ortaklık sözleşmesi arasındaki ayrımnda belirleyici olduğu yönünde bkz. **DOĞANAY**, Ümit: Adi Şirket Akdi, İstanbul 1968, s. 58; **YALMAN/TAYLAN**, s. 30; **SUNGURBEY**, s. 616-617; **MOROĞLU**, Adi Şirket, s. 762; **AKIN**, Murat Yusuf: “Adi Şirket”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 41; **BARLAS**, s. 41, N. 85; **PULAŞLI**, İktisadi Amaç, s. 30; **POROY/TEKİNALP(ÇAMOĞLU)**, C. I, s. 47, N. 72e. Aynı yönde bkz. “Ancak, adi ortaklığın, bazı komşu hukuksal müesseselerden, özellikle sonuca katılmalı sözleşmelerden ayırt edilmesini sağlayan temel kriterler; müşterek amaç ve müşterek amaç uğruna birlikte çaba unsurudur.” Yargıtay 3. HD, E. 2015/17444 K. 2016/12349 T. 01.11.2016 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

belirleyicidir. Ortak çaba unsurunu somutlaştıran; kişilerin zarara katılım durumu⁵³⁹, yönetim ve denetim yetkisini haiz olup olmadığı da bir sözleşmenin bu iki sözleşme tipinden hangisine dahil olduğunun tespitinde yönlendirici olmaktadır⁵⁴⁰. Bu doğrultuda gölge pay sözleşmesinin yapısı itibarıyla söz konusu ölçütleri hangi sözleşme tipi lehine taşıdığının incelenmesi suretiyle sözleşmenin hukuki niteliği belirlenebilecektir.

Bir ilişkinin adi ortaklık olarak nitelendirilebilmesi için bu ilişkinin kişi, sözleşme, katılma payı, ortak amaç ve ortak çaba unsurlarını içermesi gerekmektedir (TBK m. 620)⁵⁴¹. Bir sözleşmeye dayanan⁵⁴² ve gölge pay sahibi ile gölge pay sağlayan olmak üzere azami iki kişiden oluşan gölge pay ilişkisinin adi ortaklığın kişi⁵⁴³ ve sözleşme⁵⁴⁴ unsurlarını içerdiği konusunda şüphe yoktur. Bunun yanı sıra adi ortaklıkta ortak amacın gerçekleştirilebilmesi için⁵⁴⁵ kişilerin ortaklığa katılım payı getirmesi de zorunludur (TBK m. 621/1). Gölge pay ilişkisinde ise bu amaç için gölge pay sahibinin hizmet⁵⁴⁶

⁵³⁹ Zarara katılım durumunun sonuca katılmalı sözleşme ile adi ortaklık sözleşmesi arasında ayrımı sağladığı yönünde bkz. **KARAYALÇIN**, Yaşar: Ticaret Hukuku, II. Şirketler Hukuku, A. Giriş – Adi Şirket – Ticaret Şirketleri (Kollektif – Komandit – Limited – Kooperatif Şirketler), Ankara 1973, s. 61.

⁵⁴⁰ Bu yönde bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 58-59; **KUNTALP**, Ödünç, s. 15-16; **ŞENER**, s. 123-124. Aynı yönde bkz. “11. Bundan başka, sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi ile adi ortaklık sözleşmesini birbirinden ayırmada bazı emareler de söz konusudur. Bunlardan en önemlisi, hukuksal ilişkiye nakti edimi ile katılan kişinin zarara katılıp katılmamasıdır. Şayet, bir zarara katılma söz konusu ise, adi ortaklık, aksi takdirde sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinin varlığından söz edilir. 12. Keza, adi ortaklıkta, ortakların ortaklık işlerini denetlemesi ve yönetmesi söz konusu olur. Denetleme ve yönetme özellikle müşterek amaç uğruna birlikte çaba (affectio societatis) ile yakın bağlantı içerisinde. Oysa, sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinde; ödünç verenin, yönetme ve denetleme yetkisi kural olarak bulunmaz.” Yargıtay 3. HD, E. 2024/591 K. 2024/1205 T. 20.03.2024 (Lexpera, E.T. 21.04.2024).

⁵⁴¹ Bu unsurlar için bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 9-63; **YALMAN/TAYLAN**, s. 18-30; **DOMANIÇ**, Hayri: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C. I, İstanbul 1988, s. 370-377; **YONGALIK**, Aynur: Adi Şirkette Sermaye Payı, Ankara 1991, s. 5-12; **BARLAS**, s. 18-79, N. 40-151; **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 21-37, N. 1-45. Aynı yönde bkz. “Buna göre adi ortaklığın unsurları; kişi, müşterek amaç, müşterek amaç uğruna birlikte çaba (affectio societatis), katılım payı (sermaye) ve sözleşme bağı şeklinde belirtilebilir.” Yargıtay 3. HD, E. 2020/2442 K. 2020/6611 T. 16.11.2020 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁵⁴² Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 6.

⁵⁴³ Kişi unsuru, adi ortaklıktan bahsedebilmek için asgari iki kişinin olması zorunluluğunu ifade etmektedir. Bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 9; **YALMAN/TAYLAN**, s. 23; **DOMANIÇ**, Şerh 1, s. 370-371; **YONGALIK**, Adi Şirket, s. 6; **İMREGÜN**, Kara Ticaret Hukuku, s. 155; **ŞENER**, s. 3; **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 29, N. 20.

⁵⁴⁴ Sözleşme unsuru, adi ortaklığın temelini bir sözleşme ilişkisine dayalı olmasını ifade eder. Bkz. **DOMANIÇ**, Şerh 1, s. 372; **ŞENER**, s. 8; **BAHTİYAR**, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul 2024, s. 16. Aynı yönde bkz. “...adi ortaklık ilişkisi mutlaka sözleşme temeline dayanır.” Yargıtay HGK, E. 2017/457 K. 2020/469 T. 24.06.2020 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁵⁴⁵ Katılım payının ortak amacın gerçekleştirilmesi için getirilmesi gerektiği yönünde bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 34; **DOMANIÇ**, Şerh 1, s. 396; **YONGALIK**, Adi Şirket, s. 11; **ŞENER**, s. 8; **POROY/TEKİNALP(ÇAMOĞLU)**, C. I, s. 53, N. 76.

⁵⁴⁶ Adi ortaklık ilişkisinde hizmet edimi katılım payı olabilmektedir (TBK m. 621/1).

edimini ve gölge pay sağlayanın da maddi kaynaklarını katılım payı olarak sağladığı düşünülebilir. Ancak gölge pay ilişkisinde ortak amaç ve ortak çaba unsurları eksiktir.

Gölge pay ilişkisinde yalnızca menfaatlerin aynı yönde olması söz konusu olup bu da ortak amaç unsurunun varlığı için yeterli değildir⁵⁴⁷. Zira gölge pay sahibinin amacı, mali hak sağlamakken gölge pay sağlayanın amacı, hak sahibinin verimli bir şekilde hizmet görmesidir. Şirketin kârlılığının/verimliliğinin ve/veya şirket paylarının değerinin artması, her iki tarafın menfaatine de olsa gölge pay ilişkisine girilmesi konusunda taraflar arasında amaç farklılığı bulunmaktadır. Nitekim çok rastlanmasa da mali hakların değerinin pay ile ilişkili olarak değil de bir formül üzerinden belirlenmesi⁵⁴⁸ halinde gölge pay sahibinin şirketin kârlılığını/verimliliğini ve/veya payların değerini artırmak yönünde bir menfaatinin olması dahi beklenmez. Kaldı ki hem gölge pay sahibinin hem de gölge pay sağlayanın amacının şirketin kârlılığını/verimliliğini ve/veya payların değerini artırmak olduğu varsayımında dahi bu amaç, adi ortaklıktaki ortak amaç unsuruna tekabül etmemektedir. Çünkü bu durumda dahi yalnızca gölge pay sağlayanın amacına hizmet etmek için bir araya gelmektedir. Ortak amaç unsuru ise kişilerin ortaklığa atanan amacı kendi amaçları gibi benimsemesini⁵⁴⁹, bu amacın hepsi için müşterek olmasını gerektirmektedir⁵⁵⁰. Oysa burada şirketin; kendi menfaatleri ile ortaklığın menfaatleri arasında bağ kurması düşünülemez⁵⁵¹. Dolayısıyla bir tarafın amacına hizmet etmek için bir araya gelinmesi, ortak amaç unsurunu karşılamaz⁵⁵².

⁵⁴⁷ Menfaatlerin aynı doğrultuda olması halinde doğrudan ortak amacın varlığı sonucuna ulaşılamayacağı yönünde bkz. **KUNTALP**, Ödünç, s. 13; **İNAL**, s. 62. Nitekim amaç ile menfaatin aynı anlama gelmediği ve menfaatin kişinin bir ihtiyacını ve bu ihtiyaç için temenni ettiği varlığı ifade ettiği yönünde bkz. **ARSLANLI**, Halil: “Şirket Mukaveleleriyle Cemiyetler ve İki Tarafa Borç Yükleyen Akitler Arasındaki Ayrılıklar ve Bunları Tefrike Yarayan Ölçüler”, *İHFM*, C. 11, S. 3–4, 1945, s. 129. *Doğanay* ise menfaat ortaklığının ortak amaç unsurunu meydana getireceğini ifade ederek bu görüşe karşı çıkmaktadır. Bkz. **DOĞANAY**, *Adi Şirket*, s. 57, dn. 12. Kanaatimiz, menfaat ile amaç unsurlarının ayrı olduğu yönündedir. Zira bir sonucun kişinin menfaatine olması, her zaman onu amaç edindiğini göstermez.

⁵⁴⁸ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 3.

⁵⁴⁹ Bu yönde bkz. **BARLAS**, s. 27, N. 60.

⁵⁵⁰ Ortak amaç için amacın müşterek olması gerektiği yönünde bkz. bkz. **ŞENER**, S. 102. Aynı yönde bkz. “Ortak amaçtan bahsedebilmek için, sözleşme ile ulaşılmak istenen hedefin bütün ortaklar için müşterek olması gerekir.” Yargıtay 3. HD, E. 2021/1151 K. 2021/1487 T. 16.02.2021 (Lexpera, 21.04.2025).

⁵⁵¹ Benzer yönde bkz. **DOĞANAY**, *Adi Şirket*, s. 48.

⁵⁵² Bu yönde bkz. **DOĞANAY**, *Adi Şirket*, s. 48; **YALMAN/TAYLAN**, s. 29; **BARLAS**, s. 27, N. 60; **ŞENOCAK**, Kemal: “Adi Ortaklık Sözleşmesi”, *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, Ankara 2022, s. 923.

Gölge pay ilişkisinde ortak amaca ulaşmak için ortakların birlikte gösterdikleri gayreti ifade eden⁵⁵³ ortak çaba unsuru da çoğunlukla bulunmamaktadır. Ancak ilk bakışta gölge pay sahibinin şirketin kârlılığını/verimliliğini veya payların değerini artırmak için hizmet görmesi ve gölge pay sağlayanın da bu amaç uğruna maddi kaynaklarını kullanması, kararlar alması gibi finansal ve yönetsel çabasının bulunması sebebiyle bu unsurun var olduğu yanlılığı oluşabilir. Oysa yalnızca ortaklığa katılım payı getirilmesi, ortak çabanın varlığı açısından yeterli değildir⁵⁵⁴. Dolayısıyla gölge pay ilişkisinde hizmet edimi ve maddi kaynakların katılım payı olarak sağlandığı kabulü, doğrudan ortak çaba unsurunun da varlığı sonucunu doğurmaz.

Ortak çaba unsuru, kişilerin eşit⁵⁵⁵ ve iş birliği içerisinde ortak amaç için hareket etmelerini gerektirmektedir⁵⁵⁶. Öncelikle gölge pay ilişkisinde tarafların iş birliğinden bahsedilemeyeceği kanısındayız. Çünkü iş birliği, tarafların yan yana hareket etmesini gerektirirken gölge pay ilişkisinde taraflar karşılıklı konumdadır. Her ne kadar şirketin

⁵⁵³ Bu tanım için bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 54; **DOMANİÇ**, Şerh 1, s. 376. Aynı yönde bkz. “*TBK’nın 620 nci maddesinde; ‘ortak bir amaca erişmek üzere’ ifadesiyle açıkça belirtilen ortak amaç unsuru, sözleşmenin temel unsurudur. Ortakların, ortak bir amacı gerçekleştirmek için bir araya gelmeleri de yeterli değildir. Bu sebeple, ortakların ayrıca bu amacı gerçekleştirmek üzere çalışmalara katılmayı ve bu amaçla işbirliği yaparak birlikte çaba göstermeyi de taahhüt etmeleri ve bu hususta üzerlerine düşeni yapmaları gerekir. Yani ortaklar, ortak amacın gerçekleşmesi için eşit durumda gayret ve özen gösterme yükümlülüğü altındadırlar.*” Yargıtay 3. HD, E. 2020/9827 K. 2021/2448 T. 09.03.2021 (Lexpera, 21.04.2025).

⁵⁵⁴ Bu yönde bkz. **BARLAS**, s. 41, N. 84.

⁵⁵⁵ Ortak çaba unsurunun kişilerin eşit hareket etmesini gerektirdiği yönünde bkz. **BAŞTUĞ**, İrfan: Şirketler Hukukunun Temel İlkeleri, İzmir 1974, s. 26; **YONGALIK**, Adi Şirket, s. 12; **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 36, N. 43.

⁵⁵⁶ Bu yönde bkz. **YONGALIK**, Adi Şirket, s. 12; **ŞENER**, s. 116. Aynı yönde bkz. “*Bu sebeple, ortakların ayrıca bu amacı gerçekleştirmek üzere çalışmalara katılmayı ve bu amaçla işbirliği yaparak birlikte çaba göstermeyi de taahhüt etmeleri ve bu hususta üzerlerine düşeni yapmaları gerekir. Yani ortaklar, ortak amacın gerçekleşmesi için eşit durumda gayret ve özen gösterme yükümlülüğü altındadırlar.*” Yargıtay 3. HD, E. 2021/273 K. 2021/12613 T. 07.12.2021 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Eşitlik ve iş birliğinin olmadığı her durumda adi şirket sözleşmesinin yokluğu sonucuna varılmaması gerektiği yönünde bkz. **KARAYALÇIN**, Ticaret Hukuku, s. 62; **YALMAN/TAYLAN**, s. 30, dn. 46. Oysa iş birliği, “[a]maç ve çıkarları bir olanların oluşturdukları çalışma ortaklığı” olarak tanımlanmaktadır. Bkz. **TÜRK DİL KURUMU**: “İş Birliği”, Güncel Türkçe Sözlük (<https://sozluk.gov.tr/>, E.T. 21.04.2025). Dolayısıyla amaç birliğinin doğal bir sonucu da iş birliğidir. Bu doğrultuda iş birliği eksikliğinin doğrudan adi şirket ilişkisinin yokluğu sonucunu doğurmayacağı görüşüne katılmamaktayız. İş birliğinin doğal bir sonucu da eşitliktir. Bu eşitlik, tam bir eşitlik olmada da ortaklar arasında ortak amacı gerçekleştirmeye yönelik çabanın en azından yaklaşık olarak eşit olması gerekir. Çünkü bir tarafın ortak çabasının dar kapsama sahip olması ve fakat diğer tarafların yoğun bir çabasının bulunması, tabiiyet ilişkisini gündeme getirebilir. Örneğin bir hizmet ilişkisinde tarafların ortak bir amacından söz edilemeye de işçinin çabası işverene göre oldukça yoğundur. Bu, işçinin işverene bağımlı olmasının bir yansımasıdır (İş Kanunu m. 8/1, TBK m. 393). Bu sebeple eşitsizliğin mutlaka adi ortaklık ilişkisinin yokluğuna yol açmayacağı görüşünü benimsememekteyiz.

kârlılığını/verimliliğini ve/veya payların değerini artırmak, tarafların ortak menfaatini oluştursa ve bu tarafların karşılıklı konumda olmadığı yanılgısını yaratsa da gölge pay ilişkisinin yapısı buna olanak tanımamaktadır. Çünkü gölge pay ilişkisinde bir değişim söz konusudur. Öyle ki gölge pay sahibinin hizmet edimi, gölge pay sağlayanın kârlılığından/verimliliğinden ve/veya payların değerinden elde edilecek bir değer ile değişim içerisindedir⁵⁵⁷. Dolayısıyla bu iki edim birbirlerinin ivazını oluşturmaktadır. Oysa adi ortaklıkta tarafların borçları, birbirinin ivazını teşkil etmemekte⁵⁵⁸ ve edimler, ortak amacı gerçekleştirmek için birleştirilmektedir⁵⁵⁹. Kaldı ki gölge pay sözleşmesinin işveren şirket ile işçi arasında akdedilmesi halinde taraflar arasındaki hiyerarşi, ortak çaba unsurunun bulunmadığını daha net bir şekilde ortaya koyar⁵⁶⁰.

Çabanın yaklaşık olarak eşit olduğu kabulüne ulaşılması da olanaklı gözükmemektedir. Bu unsurun varlığı konusunda birkaç ölçüt, yol gösteri olmaktadır. Buna göre adi ortaklıkta ortakların ortaklık işlerine ilişkin yönetim⁵⁶¹ ve denetim⁵⁶² yetkisi bulunmakta olup bu yetkilerin ortak çaba unsurunun bir sonucu olduğu kabul edilmektedir (TTK m. 625, m. 631)⁵⁶³. Gölge pay sözleşmelerinde ise -tespit

⁵⁵⁷ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, c. Ancak istisnaen bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, c.

⁵⁵⁸ Bu yönde bkz. **BİLGE**, Necip: Borçlar Hukuku Dersleri: Hususi Borç Münasebetleri, Ankara 1958, s. 329-330; **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 25; **YALMAN/TAYLAN**, s. 19; **HATEMİ**, Hüseyin/**SEROZAN**, Rona/**ARPACI**, Abdülkadir: Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992, s. 577; **AKIN**, Adi Şirket, s. 33; **BARLAS**, s. 66-67, N. 131; **ŞENOCAK**, s. 941-942. Aynı yönde bkz. “Karşılıklı yüklenmeleri gerektiren sözleşmelerde olduğu gibi, ortaklık aktinde temerrüt veyahut (Borçlar Kanununun 81. Maddesi [TBK m. 98] uyarınca) bir aktin borcunu yerine getirmemesi halinde öbürünün de borcunun yerine getirmekten kaçınması söz konusu edilemez. Çünkü, ortaklık, karşılıklı borçları kapsayan bir akit değildir. Herkesin belli bir amaca ermek için bir takım borçlar altına girdiği akittir ki bundaki borçlar, hukuk bakımından bir birinin karşılığı sayılmaz.” Yargıtay HGK, E. 1963/4-26 K. 1963/96, T. 11.12.1963 (Legalbank, E. T. 21.04.2025).

⁵⁵⁹ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Şirket Mukaveleleri, s. 134-135; **BİLGE**, Borçlar, s. 329-330; **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 25; **YALMAN/TAYLAN**, s. 19; **HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, s. 577; **İMREGÜN**, Kara Ticaret Hukuku, s. 155; **ŞENER**, s. 15; **AKIN**, Adi Şirket, s. 33; **BARLAS**, s. 66-67, N. 131.

⁵⁶⁰ Benzer yönde bkz. **ŞENER**, s. 117.

⁵⁶¹ Yönetim yetkisi; şirketin olağan ile olağanüstü işlerinin yürütülmesi ve ortaklar arası ilişkilerin düzenlenmesi yetkilerini kapsamaktadır. Bkz. **BAŞTUĞ**, s. 37; **ŞENER**, s. 289.

⁵⁶² Denetim yetkisi; şirket işleri hakkında bilgi isteme, şirket defterlerini inceleme, ortaklığın mali hali ile ilgili özet çıkarma yetkilerini kapsamaktadır (TBK m. 631). Bkz. **KARAYALÇIN**, Ticaret Hukuku, s. 147; **BAŞTUĞ**, s. 37; **ŞENER**, s. 359-361; **POROY/TEKİNALP (ÇAMOĞLU)**, C. I, s. 71, N. 94a.

⁵⁶³ Bu yönde bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 59; **KUNTALP**, Ödünç, s. 15. Aynı yönde bkz. “Keza, adi ortaklıkta, ortakların ortaklık işlerini denetlemesi ve yönetmesi söz konusu olur. Denetleme ve yönetme özellikle müşterek amaç uğruna birlikte çaba (affectio societatis) ile yakın bağlantı içerisindedir.” Yargıtay 3. HD, E. 2024/591 K. 2024/1205 T. 20.03.2024 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

edebildiğimiz kadarıyla- gölge pay sahibine herhangi bir yönetim ve denetim yetkisi sağlanmamaktadır⁵⁶⁴. Şüpheyi mahal vermemek adına vurgulamak gerekir ki gölge pay sahibinin gölge pay sağlayan ile gölge pay sözleşmesi dışındaki bir ilişkiye-vekalet ilişkisi, hizmet ilişkisi gibi- dayanarak bu yetkilere sahip olması sonucu değiştirmez. Zira önemli olan, bu yetkilerin adi ortaklık olarak nitelendirilmesi muhtemel olan ilişkiden kaynaklanmasıdır. Bununla birlikte kişilerin ortaklığın olumlu sonucuna olduğu kadar olumsuz sonucuna da katılması gerekir (TTK m. 622, m. 623)⁵⁶⁵. Dolayısıyla bir tarafın yalnızca ortaklığın kârına katılmasını öngören ve ortaklığın zararından muaf tutan bir ilişkide adi ortaklık gündeme gelmez⁵⁶⁶. Bunun tek istisnası, TBK m. 623/3'te öngörülmektedir. Buna göre katılım payı olarak emeğini getiren ortağın zarardan muaf tutulması, tarafların anlaşması koşuluna bağlı olarak olanaklıdır. TBK m. 623/3'ün tanıdığı olanakla hizmet ediminin katılım payı olarak getirildiği gözetilerek gölge pay sahibinin zarara katılmaması, sözleşmeye konulacak bir hükümle haklı gösterilebilir. Ancak bu halde dahi sonuca katılmanın adi ortaklıktan farklı olması sebebiyle her halükârda ortak çaba unsurunun yokluğu sonucuna ulaşılması gerekmektedir. Buna göre öncelikle gölge pay sahibi her ne kadar bir sonuca katılsa da bu sonuç, gölge pay sağlayanı ait bir sonuçtur. Diğer bir anlatımla doğan kâr ve zarara tamamen gölge pay sağlayan şirket sahiptir. Gölge pay sahibi ile gölge pay sağlayanın kâr ve zarar üzerinde ortak bir hakkı bulunmaz. Oysa adi ortaklıkta ortaklar, ortaklığa ait bir sonucu

⁵⁶⁴ Bu konudaki örneklerden bazıları için bkz. **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **TRIAD GUARANTY INC.**: Triad Guaranty Inc. Executive/Key Employee Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.41, 26.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **TRICO MARINE SERVICES INC.**: Phantom Stock Units Agreement, 8-K/A (Current Report) EX-10.3, 22.05.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁵⁶⁵ Bu yönde bkz. **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 75, N. 40.

⁵⁶⁶ Kişilerin TBK m. 623/2'nin uygulama alanı dışında kalmak kaydıyla yalnızca kâra veya yalnızca zarara katılacağını öngören sözleşmelerin adi şirket sözleşmesi olmayacağı yönünde bkz. **DOĞANAY**, Adi Şirket, s. 47; **KARAYALÇIN**, Ticaret Hukuku, s. 140; **BAŞTUĞ**, s. 26; **YALMAN/TAYLAN**, s. 19; **DOMANIÇ**, Şerh 1, s. 398; **HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, s. 589; **ŞENER**, s. 239; **POROY/TEKİNALP(ÇAMOĞLU)**, C. I, s. 60, N. 83. Yalnızca muafiyet koşulunun geçersiz olacağı, kâr ve zarar paylaşımının adi ortaklığın esaslı unsuru olmadığı yönünde bkz. **ŞENOCAK**, s. 991-992.

paylaşmakta olup bu sonuç üzerinde tüm ortakların elbirliği halinde hakkı bulunmaktadır (TTK m. 622, m. 638).

Belirtmek gerekir ki gizli ortaklık ilişkisinde de ortak amaca ulaşmak amacıyla yapılan işlemler, üçüncü kişiler nezdinde tek ortak tarafından yürütülmektedir⁵⁶⁷. Ancak gölge pay ilişkisinin aksine bu ilişkide ortak amaca yönelik işlemlerin üçüncü kişiler nezdinde tek ortak tarafından gerçekleştirildiği izlenimi uyansa da işlemler, iç ilişkide tüm ortaklar hesabına gerçekleştirilmektedir⁵⁶⁸. Gizli ortak, ortaklık kâr ve zararını paylaşmaktadır⁵⁶⁹. Dolayısıyla en azından iç ilişkide adi ortaklık ilişkisinin varlığı gündeme gelir⁵⁷⁰. Oysa gölge pay ilişkisinde ortak amaca erişmek üzere gölge pay sahibi adına işlem yapılmadığı gibi hesabına işlem yapılmasıyla da karşılaşılmamaktadır. Bu sebeple gölge pay ilişkisi, gizli ortaklık niteliğinde de değildir.

Nihayet tüm bu sebeplerle ortak amaç ve ortak çaba unsuru eksik olan gölge pay ilişkisinin hukuken adi ortaklık olarak nitelendirilemeyeceği ve fakat sonuca katılmalı bir sözleşme niteliğinde olduğu görüşündeyiz. Ancak sonuca katılmalı sözleşme, bir sözleşme tipi değildir⁵⁷¹. Bu sözleşmeler, mevcut sözleşme tiplerinin ücret/bedel konusunda farklılaşmış şekillerini oluşturmaktadır. Çünkü bir sözleşmeyi sonuca katılmalı hale getiren ücretin/bedelin hesaplanma şeklidir. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesi, sonuca katılmalı bir sözleşme olmakla birlikte hangi sözleşme tipinin sonuca katılmalı türünü oluşturduğunun da irdelenmesi gerekmektedir.

⁵⁶⁷ Gizli ortaklıkta, ortaklardan biri üçüncü kişilerle herhangi bir işlem gerçekleştirmemekte ve fakat yalnızca ortaklığa sermaye sağlamak ve kâr ile zarara katlanmaktayken bu işlemler, üçüncü kişiler nezdinde diğer ortak tarafından gerçekleştirilmektedir. Üçüncü kişiler nezdinde gizli ortak bilinmemektedir. Bkz. **BİLGE**, Borçlar, s. 332; **BAŞTUĞ**, s. 31; **ŞENER**, s. 146-147; **BARLAS**, s. 194-196, N. 392-394.

⁵⁶⁸ İşlemlerin iç ilişkide tüm ortaklar hesabına gerçekleştirildiği yönünde bkz. **KARAN**, Hakan: “Deniz Ticareti Şirketleri Arasında Kurulan Gizli Adi Şirketlerde Görünen Ortak Perdesinin Kaldırılması”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (12 Haziran 2009): Bildiriler-Tartışmalar, Ankara 2009, s. 133.

⁵⁶⁹ Bu yönde bkz. **BİLGE**, Borçlar, s. 332; **ŞENER**, s. 146-147; **BARLAS**, s. 195, N. 392.

⁵⁷⁰ Gizli ortaklığın adi ortaklık niteliği hakkında bkz. **BİLGE**, Borçlar, s. 332; **BAŞTUĞ**, s. 31; **ŞENER**, s. 146; **KARAN**, s. 133; **BARLAS**, s. 220, N. 452; **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 46, N. 59.

⁵⁷¹ Bu yönde bkz. **İNAL**, s. 8.

(c) İş Görme Unsuru ve Bu Unsurun Sağladığı Hukuki Nitelik

Gölge pay sözleşmesinin bir iş görme sözleşmesi⁵⁷² olduğu konusunda şüphe yoktur. Zira bu sözleşmede mali hakların karşılığını gölge pay sahibinin hizmetleri oluşturmaktadır. Ancak bu sözleşmenin iş görme sözleşmeleri içerisindeki yeri, gölge pay sahibinin sıfatına bağlıdır. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesi, hak sahibinin sıfatına bağlı olarak vekalet, eser, hizmet sözleşmesi gibi iş görme sözleşmelerinden⁵⁷³ birisini oluşturabilir. Örneğin gölge pay sahibinin yönetim kurulu üyesi⁵⁷⁴ veya Murahhas üye⁵⁷⁵ olması halinde bu sözleşme, hukuken sonuca katılmalı vekalet sözleşmesi şeklinde nitelendirilebilir. Buna karşılık gölge pay sahibinin Murahhas müdür olması halinde bu sözleşme, genellikle sonuca katılmalı hizmet sözleşmesi olarak ortaya çıkar⁵⁷⁶.

Nihayet belirtmek gerekir ki gölge pay sözleşmesi, çoğunlukla hak sahibinin hizmet görülen şirketle gölge pay sözleşmesi akdetmesinden önce veya eş zamanlı imzaladığı iş görme sözleşmesiyle bağlantılı bir sözleşmedir⁵⁷⁷. Çünkü gölge pay

⁵⁷² İş görme sözleşmeleri, kişinin emek ve hizmetlerini konu almaktadır. Bkz. **FEYZİOĞLU**, Feyzi Necmeddin: Borçlar Hukuku İkinci Kısım Akdin Muhtelif Nevileri (Özel Borç İlişkileri), C. 1, İstanbul 1980, s. 25; **EREN**, Fikret: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara 2024, s. 21.

⁵⁷³ Bu sözleşmelerin iş görme sözleşmesi olduğu yönünde bkz. **FEYZİOĞLU**, s. 25-31; **EREN**, Özel Hükümler, s. 21.

⁵⁷⁴ Yönetim kurulu üyeleri ile şirket arasındaki sözleşmenin vekalet sözleşmesi olduğu, büyük çoğunlukla kabul edilmektedir. Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 108; **ANSAY**, s. 103-104; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 202; **GÜNDOĞDU**, Görkem/**KAPLAN**, Hasan: “Anonim Ortaklık ile İşçileri Arasındaki İlişkide Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Durumu”, İHFM, C. 65, S. 2, 2007, s. 259-261; **KIRCA(ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 453-456; **ÇAMOĞLU(TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 389, N. 543. Ancak bu görüşte olan yazarlar dahi tarafların aralarındaki sözleşmeyi hizmet sözleşmesi şeklinde akdetmelerine bir engel bulunmadığını ifade etmektedir. Bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 108-109; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 202; **GÜNDOĞDU/KAPLAN**, s. 61-62; **ÇAMOĞLU(TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 389, N. 543. Bazı yazarlar ise bu sözleşmenin hizmet sözleşmesi olduğu görüşünü paylaşmaktadır. Bu görüş için bkz. **HACİMAHMUTOĞLU**, Sibel: AT ve Türk Hukukunda Anonim Ortaklığın Karar Alma Sürecinde Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, Ankara 2008, s. 173-175; **KAYA**, Mustafa İsmail: Şartlı Sermaye Artırımı, Ankara 2009, s. 78. Diğer bir görüşe göre ise bu sözleşme; vekalet, hizmet ve şirket sözleşmelerinin birleşiminden meydana gelmektedir. Bu görüş için bkz. **DOMANIÇ**, Hayri: Anonim Şirketler, İstanbul 1988, s. 382-388.

⁵⁷⁵ Murahhas üye, yönetim yetkisi devredilen yönetim kurulu üyesi olduğundan yönetim kurulu üyeleri yönünden yapılan açıklamalar Murahhas üyeler açısından da geçerlidir (TTK m. 370/2).

⁵⁷⁶ Murahhas müdür ile şirket arasındaki sözleşme, çoğunlukla hizmet sözleşmesi kabul edilmektedir. Bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 209; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 252; **ÇEVİK**, s. 530; **ÇAMOĞLU(TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 502, N. 624b; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 1934, N. 426.

⁵⁷⁷ Bağlantılı sözleşmeler, birleşik sözleşme niteliği taşımaktadır. Bkz. **KORKMAZ**, Ekin: “Türk-İsviçre Hukukunda Akdin Zayıf Tarafını Korumayı Amaçlayan Kategorik Bir Düzenleme Örneği Olarak ‘Kira Sözleşmesi ile Bağlantılı İşlem Yasağı’ -Değerlendirme ve Eleştiriler-”, Bilkent Üniversitesi Genç Hukukçu Araştırmacılar Sempozyumu (11-12 Ekim 2019), İstanbul 2020, s. 138. Birleşik sözleşmeler ise

sözleşmesinde genellikle mali hakkın kaybedilmesine ilişkin sebeplere yer verilmekte ve iş görme ilişkisinin bu sebeplerle sona ermesi, gölge pay sözleşmesinden kaynaklı tüm hakların kaybına yol açmaktadır⁵⁷⁸. Diğer bir anlatımla gölge pay sözleşmesinin sürdürülmesi, ilk veya eş zamanlı akdedilen iş görme sözleşmesinin varlığına bağlanmaktadır.

(2) İfanın Pay Temini Şeklinde Gerçekleştirilmesinin Öngörüldüğü Haller

Sözleşmede ifanın kısmen veya tamamen pay temini şeklinde gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü hallerde de sonuca katılmalı sözleşme türü gündeme gelir. Çünkü bu halde, yalnızca ifa şekli değişmekte ve fakat sözleşmeye sonuca katılmalı sözleşme niteliğini veren; ifanın hesaplanma biçimi ile sözleşmenin yapısı aynı kalmaktadır. Bununla birlikte ifa şeklindeki farklılaşma, sözleşmenin hukuki niteliğine başka sözleşme tiplerinin de eklenmesine sebep olabilir.

İfanın pay devri suretiyle gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü hallerde mali hakkın karşılığını gölge pay sahibinin hizmeti oluşturabilir. Dolayısıyla bu durumda payın karşılığı hizmet edimi olduğundan iş görme sözleşmesi⁵⁷⁹ ve payın bir bedel karşılığında devri söz konusu olduğundan⁵⁸⁰ pay satış sözleşmesi birlikte gündeme gelir (TBK m. 207/1). Payın hizmet edimi ile değişimi mevzuatta düzenlenmediğinden burada isimsiz

nitelikleri itibarıyla bağımsız birden çok sözleşmenin varlıklarının ve geçerliliklerinin birbirlerine bağlandığı sözleşmeleri ifade etmektedir. Bkz. **TANDOĞAN**, Haluk: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. I/1, İstanbul 2008, s. 75-76; **KUNTALP**, Akit, s. 163. Burada bağımsızlık ile her bir sözleşmenin kendi tipine uygun hükümlere tabi olması kastedilmektedir. Bkz. **KUNTALP**, Akit, s. 166; **KORKMAZ**, Bağlantılı İşlem, s. 139. Gölge pay sözleşmesinde tek taraflı bir bağlılık bulunmaktadır. Buna göre yalnızca gölge pay sözleşmesinin geçerliliği taraflar arasındaki iş görme sözleşmesinin geçerliliğine tabi kılınmaktadır. Örneğin bkz. “*Sözleşme veya plan kapsamındaki hiçbir hüküm, hak sahibine şirket veya herhangi bir bağlı şirket nezdinde sürekli istihdam hakkı tanımaz; ayrıca şirketin veya bağlı şirketinin hak sahibinin hizmet ilişkisini herhangi bir zamanda ve herhangi bir sebeple sona erdirmeye hakkını etkilemez.*” **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.34, 31.12.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Birleşik sözleşmelerde bağlılık çeşitleri hakkında bkz. **KUNTALP**, Akit, s. 165-166; **EREN**, Özel Hükümler, s. 992.

⁵⁷⁸ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, II, B, 9.

⁵⁷⁹ Satış bedelinin hizmet edimi olması halinde iş görme sözleşmesinin gündeme geleceği yönünde bkz. **ZEVLİLER**, Aydın/**GÖKYAYLA**, Emre: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, İstanbul 2024, s. 29. Nitekim iş görme sözleşmelerinde bir hizmet ediminin yükümlenmesi söz konusudur. Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölümü II, A, 2, b, 1, c, dn. 572.

⁵⁸⁰ Bu yönde bkz. **AYOĞLU**, s. 244, **TÜRKYILMAZ**, İsmail: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Satış Sözleşmeleri Ekseninde Satıcının Beyan ve Tekeffülleri, İstanbul 2021, s. 9.

sözleşme⁵⁸¹ söz konusu olacaktır⁵⁸². Bu isimsiz sözleşme; pay satış sözleşmesi ile gölge pay sahibinin sıfatına göre hizmet/vekalet/eser sözleşmesi gibi iş görme sözleşmelerine ait unsurların birleşmesinden oluşmaktadır. Dolayısıyla, karma sözleşme niteliğindedir⁵⁸³.

İfanın sermaye artırımını ile gerçekleştirilmesinin öngörülmesi halinde ise sonuca katılmalı iş görme sözleşmesinin yanı sıra iştirak vaadi sözleşmesi de gündeme gelir. Çünkü bu durumda gölge pay sağlayan, bir pay devri gerçekleştirilmemektedir. Ancak ileride gerçekleşecek bir sermaye artırımında yeni oluşturulacak payların gölge pay sahibi tarafından taahhüt edilmesi halinde bu payların gölge pay sahibine tahsisini taahhüt etmektedir⁵⁸⁴. Dolayısıyla burada gölge pay sahibine bir rüçhan hakkı⁵⁸⁵ tanınmaktadır⁵⁸⁶. Buna göre iştirak sözleşmesi, şirkete; iştirak taahhüdünde bulunan kişiye sermaye artırımının tamamlanması koşuluyla bu taahhütte yer alan payları tahsis etmek borcunu

⁵⁸¹ İsimli sözleşme, sözleşmenin unsurlarının veya bu unsurların birleşme şeklinin mevzuatta düzenlenmediği sözleşmeleri ifade etmektedir. Bu tanım için bkz. **KUNTALP**, Akit, s. 3.

⁵⁸² Satış bedelinin hizmet ediminden oluşması durumunda isimsiz sözleşmenin söz konusu olacağı yönünde bkz. **EREN**, Özel Hükümler, s. 34; **YAVUZ**, Cevdet: Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), İstanbul 2024, s. 29. Bir şirketin çalışanlarına ücret olarak pay temin etmesi halinde isimsiz sözleşmenin gündeme geleceği yönünde ayrıca bkz. **TÜRKYILMAZ**, s. 26.

⁵⁸³ Karma sözleşme, birden çok tipik sözleşmenin unsurlarının birleştiği sözleşmedir. Bkz. **FEYZİOĞLU**, s. 51; **TANDOĞAN**, s. 69; **KUNTALP**, Akit, s. 15-16; **EREN**, Özel Hükümler, s. 977. Aynı yönde bkz. “Devre tatil sözleşmeleri BK’nın 19/1 [TBK m. 26/1] maddesine dayanılarak sözleşme özgürlüğü prensibi içerisinde yapılan sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler BK’nın da düzenlenen sözleşme tiplerinden olmayıp atipik sözleşmelerdir. Atipik sözleşmelerin devre tatil sözleşmeleriyle ilgili olanları ise yasanın tanımladığı değişik akit tiplerini kapsadığından (hizmet, kira, vekalet, satış gibi) karma sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır.” Yargıtay 13. HD, E. 2013/4794 K. 2013/11028 T. 02.05.2013 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Bizim de paylaştığımız görüşe göre karma sözleşmeleri yalnızca tipik sözleşmelere ait unsurların bir araya geldiği sözleşmelerle sınırlanamamak gerekmektedir. Bir sözleşmenin atipik sözleşmelerin unsurlarını da içermesi halinde geniş anlamda karma sözleşme gündeme gelir. Bu yönde bkz. **HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, s. 45; **OKTAY**, Saibe: “İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşlukların Tamamlanması”, İHFM, C. 55, S. 1-2, 1996, s. 274.

⁵⁸⁴ İştirak vaadi sözleşmesinin bu niteliği hakkında bkz. **YILDIZ**, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul 1996, s. 107-108; **BAŞ**, s. 274.

⁵⁸⁵ Rüçhan hakkı, hem kanuni rüçhan hakkına sahip olanlar hem de bir sözleşmeyle bu hakkı kazananları kapsayacak şekilde şirketin dış kaynaklar aracılığıyla gerçekleştirdiği sermaye artırımını sonucunda oluşan yeni payları öncelikle alma hakkını ifade etmektedir. Bkz. **YILDIZ**, Yeni Pay, s. 85; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 9-10.

⁵⁸⁶ Pay sahibi olmayan kişilere sözleşme ile rüçhan hakkı tanınabileceği yönünde bkz. **TEOMAN**, İntifa Senetleri, s. 248; **YILDIZ**, Yeni Pay, s. 104; **GÖRMEZ**, Onur: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Rüçhan Hakkının Kısıtlanması, İstanbul 2017, s. 17; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 187; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 124; **BEKTAŞ**, s. 37; **TURAN**, Mustafa: “Rüçhan Hakkının Kullanılması ve Sınırlandırılması”, Prof. Dr. Zühtü Aytaç’a Armağan, İstanbul 2024, s. 1875. Gölge pay sahiplerine sözleşmeyle rüçhan hakkı tanınmasının pay sahiplerinin rüçhan hakkına etkisi hakkında açıklamalar için ayrıca bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, b, 2, c.

yüklemektedir⁵⁸⁷. Gölge pay sözleşmesinde ise henüz bir taahhüt gerçekleşmeden bu taahhüdün gerçekleşmesi kaydıyla söz konusu borç altına girileceğine ilişkin bir mutabakat söz konusu olduğundan iştirak sözleşmesi değil, bu sözleşmenin akdedilmesine ilişkin bir vaat bulunmaktadır. Dolayısıyla gölge pay sahibi ile ileride bir iştirak sözleşmesi yapılması taahhüt edildiğinden⁵⁸⁸ bu sözleşmenin bir ön sözleşmesi⁵⁸⁹ niteliğinde olan⁵⁹⁰ iştirak vaadi sözleşmesi söz konusudur. Nihayetinde sermaye artırımını ile ifa öngören gölge pay sözleşmelerinde sonuca katılmalı eser/hizmet/vekalet sözleşmesi ile iştirak vaadi sözleşmesine ilişkin birtakım unsurların birleşimiyle oluşan bir sözleşme gündeme gelir. Bu sözleşme, karma sözleşme niteliğindedir. Çünkü gölge pay sözleşmesi, bu sözleşme tiplerine ait birtakım unsurların birleşiminden meydana gelmekte, mevzuatta düzenlenen bir sözleşme tipini tek başına karşılamamaktadır.

Gölge pay sözleşmesinin karma sözleşme olarak nitelendirilmesi, uygulanacak hükümler bakımından önemlidir. Buna göre her sözleşme tipine ait unsura ilgili sözleşmeye dair hükümler, niteliğine uygun düştüğü ölçüde uygulanacaktır⁵⁹¹. Bu

⁵⁸⁷ Bu yönde bkz. **SOYKAN**, İsmail Cem: Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı, İstanbul 2019, s. 540.

⁵⁸⁸ İştirak sözleşmesinin tanımı ve taraflara yükledikleri borçlar için bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 92-93; **SOYKAN**, s. 538-541; **KAŞARCIOĞLU**, Demet: “Birleşme ve Devralma Uyuşmazlıklarında Tahkim”, Tahkim Yargılaması Birinci Bölüm- Tahkim Okulu Paneller Serisi Cilt- 2, İstanbul 2021, s. 105-106; **ŞAHİN**, Nesrin: İştirak (Sermaye Katılım) Sözleşmeleri Yoluyla Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliğinin Kazanılması, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2021, s. 5-6; **COŞKUN BAYLAN**, Hazel/**ZEYTİNKAYA ÖZTÜRK**, Yağmur: “Start-Up Yatırımları: Sermaye İştirak Sözleşmeleri”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, İstanbul 2023, s. 409.

⁵⁸⁹ Tarafların ileride bir borç sözleşmesi yapma taahhüdünde bulundukları sözleşmeler, ön sözleşme olarak tanımlanmaktadır. Bkz. **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 142; **EREN**, Genel Hükümler, s. 353.

⁵⁹⁰ İştirak vaadi sözleşmesinin ön sözleşme niteliğinde olduğu yönünde bkz. **YILDIZ**, Yeni Pay, s. 108; **BAŞ**, s. 274; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 125.

⁵⁹¹ Karma sözleşmelere uygulanacak hükümlerin tespiti noktasında birçok görüş bulunmaktadır. Dışlama görüşüne göre bu sözleşmelere TBK'nin genel hükümleri uygulanmalıdır. Birleştirme görüşüne göre her bir unsur için ilgili sözleşme tipine dair hükümlere kıymet verilmeli ve bu hükümler doğrudan doğruya uygulanmalıdır. Kıyasen uygulama görüşü ise birleştirme görüşüne nazaran sözleşme tiplerine ait hükümlerin kıyasen uygulanması gerektiğini ifade etmektedir. Soğurma görüşüne göre oluşturulan yeni sözleşmede hangi sözleşme tipine ait unsur ağır basıyorsa o sözleşme tipine dair hükümler esas alınmalıdır. Yaratma görüşüne göre bu sözleşmeler mevzuatta düzenlenmediğinden TMK m. 1 gereği hâkimin hukuk yaratarak uyuşmazlıkları çözmesi uygun düşer. Bu görüşlerin ayrıntılı açıklamaları için bkz. **TANDOĞAN**, s. 73-75; **KUNTALP**, Akit, s. 228-234; **EREN**, Özel Hükümler, s. 983-985. Kanaatimizce dışlama, soğurma ve yaratma görüşleri tarafların birçok sözleşme tipine ait unsurları birleştirerek yeni bir sözleşme tipi oluşturmak yönündeki iradelerini dışlamakta ve bu sözleşme tiplerini tamamen veya kısmen göz ardı etmektedir. Bu gerekçeyle diğer görüşlerin taraf iradelerine daha uygun olduğu kanısındayız.

doğrultuda gölge pay sözleşmesini uygulanacak hükümler bağlamında iki aşamaya ayırmak gerekir.

Dönüştürme tarihine⁵⁹² kadar olan süreçte sonuca katılmalı sözleşmeye dair hükümler uygulanacaktır. Hangi sözleşme tipinin sonuca katılmalı türünün esas alınacağı ise gölge pay sahibinin sıfatına göre belirlenir. Örneğin bir hizmet sözleşmesinin sonuca katılmalı türünün varlığı söz konusu olduğunda hizmet sözleşmesine dair hükümler, sonuca katılma esasına uygun düştüğü ölçüde⁵⁹³ uygulanacaktır⁵⁹⁴. Dönüştürme işlemi sonrasında ise pay temini aşamasına ilişkin olarak iştirak vaadi sözleşmesi veya pay satış sözleşmesine ilişkin hükümler gündeme gelecektir. Buna göre payın sermaye artırımı ile temin edilmesi halinde iştirak vaadi sözleşmesine uygulanabilecek hükümler gözetilecektir. İştirak vaadi sözleşmesi, mevzuatta düzenlenmemektedir. Ancak bu sözleşme, temelde ileriki bir tarihte; bedel karşılığı pay üzerinde mülkiyet hakkı sağlanmasına ilişkin sözleşme yapma taahhüdünü içermektedir (TBK m. 207/1). Dolayısıyla iştirak vaadi sözleşmesi, pay satış sözleşmesi yapma vaadini bünyesinde barındırdığından hukuken pay satış vaadi sözleşmesi niteliği taşımaktadır⁵⁹⁵. Dolayısıyla ön sözleşmeye dair TBK m. 29 gereği bu sözleşme için de pay satış sözleşmesi hükümleri

Çünkü her bir unsurun hali hazırda bir sözleşme tipine ait olması, bu unsurlara ilgili sözleşme tiplerine dair hükümlerin uygulanmasını en uygun çözüm haline getirmektedir. Ancak yeni bir sözleşme tipi yaratılması sebebiyle söz konusu hükümlerin yeni sözleşme tipinin niteliği esas alınarak bir değerlendirmeye tabi tutulması uygun düşer. Nitekim taraflar da mevzuattaki sözleşme tiplerinden ayrılan bir sözleşme tipi oluşturarak mevcut hükümlerin doğrudan uygulanmasını tercih etmediklerini zımni şekilde ortaya koymaktadır. Bu sebeple birleştirme görüşüne nazaran kıyasen uygulama görüşünü daha yerinde bulmaktayız. Zira birleştirme görüşünde hükümlerin koşulsuz bir şekilde uygulanması öngörülmektedir. Dolayısıyla bu görüşler arasında kıyasen uygulama görüşünü paylaşmaktayız. Aynı yönde bkz. **AKKANAT**, Halil: “Teslim Borcu Doğuran Bazı Sözleşmelerde (Satım, Eser) Nitelendirme Sorunu”, Prof. Dr. Türkân Rado’nun Anısına Armağan, İstanbul 2020, s. 14-16. Tespit edebildiğimiz kadarıyla Yargıtay uygulamasında birleştirme görüşü ile kıyasen uygulama görüşü esas alınmakta ve fakat tam anlamıyla bir birlik bulunmamaktadır. Bkz. “Kural olarak, karma sözleşmeye, her bir edimin alındığı sözleşmelerden her birinin kuralları doğrudan doğruya uygulanır.” Yargıtay HGK, E. 1979/1613 K. 1982/565 T. 09.06.1982 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); “Ortaya konulan karma niteliğinin bir sonucu olarak da taraflar arasında bir uyumsuzluk doğması halinde bu karma sözleşmeyi oluşturan unsurların ait olduğu sözleşme tiplerine ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanacağı ifade edilmektedir.” Yargıtay 11. HD, E. 2014/1447 K. 2014/10145 T. 30.05.2014 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁵⁹² Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 7.

⁵⁹³ Sonuca katılma esasının düzenlendiği sözleşme tipleri bakımından ilgili sözleşme tipine ilişkin hükümlerin ancak sonuca katılma esasına uygun düştüğü ölçüde uygulanacağı yönünde bkz. **İNAL**, s. 132.

⁵⁹⁴ Bu yönde bkz. **İNAL**, s. 134, dn. 182.

⁵⁹⁵ İştirak sözleşmesinin satış sözleşmesine ait unsurlar taşıdığı yönünde bkz. **ŞAHİN**, s. 16.

uygulama alanı bulacaktır. Bununla birlikte anonim şirketlerde sermaye artırımına ilişkin hükümler de artırım sürecine doğrudan uygulanır. Payın pay devri suretiyle temin edilmesinin öngörüldüğü hallerde de pay satış sözleşmesine ilişkin hükümler uygulama alanı bulur. Buna göre pay satış sözleşmesi, mevzuatta doğrudan düzenlenmese de satış sözleşmesinin bir türünü oluşturması sebebiyle satış sözleşmesine dair hükümler, niteliğine uygun düştüğü ölçüde gölge pay sözleşmesine de uygulanır⁵⁹⁶. Satış sözleşmesine dair TBK hükümlerinin uygulanmasında ise pay satışının bir taşınır satışı niteliğinde olduğu⁵⁹⁷ gözetilerek taşınır satış sözleşmesine dair özel hükümlerin öncelikle dikkate alınması gerekmektedir. Ancak pay satışı ile bir ortaklık hakkının satışı söz konusu olduğundan bu hükümler doğrudan uygulanmamalı ve fakat her somut olayda pay satışının niteliğine uygun düşüp düşmediği değerlendirilmesi yapılmalıdır⁵⁹⁸. Bununla beraber TTK'de anonim şirketlerde pay devrine⁵⁹⁹ ilişkin hükümlere de yer verilmekte olup (TTK m. 489-m. 498) bu hükümler de gölge pay sözleşmesinden doğan payın devrine yönelik borcun ifasında doğrudan uygulama alanı bulur⁶⁰⁰.

c) Gölge Pay Sözleşmesinin Pay Sahipleri/Diğer Şirketler- Gölge Pay Sahibi Arasında Akdedilmesi Halinde

Gölge pay sağlayan tarafın hizmet görülen şirket haricindeki bir şirketten (*hizmet görülen şirketin bağlı şirketi gibi*) veya pay sahiplerinden oluşması halinde sözleşmenin hukuki niteliğinde bir değişiklik olmaz. Çünkü bu halde de sözleşmedeki hak ve borçlar

⁵⁹⁶ Satış sözleşmesinin bir türünü oluşturan pay satış sözleşmesine satış sözleşmesine dair hükümlerin niteliğine uygun düştüğü ölçüde uygulanacağı yönünde bkz. **TÜRKYILMAZ**, s. 5.

⁵⁹⁷ Bu yönde bkz. **YAVUZ**, Cevdet: Satıcının Satılanın (Malın) Ayılarından Sorumluluğu, İstanbul 1989, s. 38; **TAŞDELEN**, Pay Sahipliği, s. 111; **TANDOĞAN**, s. 102; **AYOĞLU**, s. 246; **TÜRKYILMAZ**, s. 97. Aynı yönde bkz. “*Hisse devri menkul satımı hükmünde olup...*” Yargıtay 11. HD, E. 2016/4417 K. 2017/138 T. 10.01.2017 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); “*Önemle vurgulamak gerekir ki; anonim şirket hisse devir sözleşmeleri, menkul satımı niteliğindedir.*” Yargıtay HGK, E. 2022/729 K. 2023/1214 T. 06.12.2023 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁵⁹⁸ Bu yönde bkz. **YAVUZ**, Sorumluluk, s. 38; **AYOĞLU**, s. 247.

⁵⁹⁹ Pay devrinin pay satış sözleşmesinden doğan pay devir borcunun ifasına yönelik tasarruf işlemi ifade ettiği yönünde ayrıca bkz. **AYOĞLU**, s. 244.

⁶⁰⁰ TTK'deki pay devrine ilişkin hükümlerinin sözleşmeden doğan pay devir borcunun ifasına ilişkin olduğu yönünde bkz. **AYOĞLU**, s. 258-259; **TÜRKYILMAZ**, s. 5.

aynı kalmaktadır. Ancak ifanın tarafları değiştirmektedir. Buna göre hizmet görülen şirketle akdedilen gölge pay sözleşmesinin aksine burada mali hakkın ifası, aksi kararlaştırılmadığı sürece gölge pay sağlayan tarafından yerine getirilir. Gölge pay sahibinin ise mali hakkın karşılığını üçüncü bir kişiye ifa etmesi gerekir. Bu, gölge pay sözleşmesinin yalnızca sonuca katılmalı sözleşme veya sonuca katılmalı sözleşme ve pay satış sözleşmesi veya iştirak sözleşmesi unsurlarından oluşan karma bir sözleşme olarak nitelendirilmesine engel teşkil etmez. Bununla beraber sözleşmeyi üçüncü kişi yararına sözleşmeye dönüştürür⁶⁰¹. Zira bu durumda gölge pay sahibinin hizmet ediminden yararlanacak olan hizmet görülen şirketken bu edimin verimli bir şekilde yerine getirilmesinin karşılığına gölge pay sağlayan katlanacaktır. Dolayısıyla bu halde gölge pay sözleşmesine uygulanacak hükümler arasında üçüncü kişi yararına sözleşmeye dair hükümler de yer alır (TBK m. 129).

B. Şekil

Sözleşmelerin geçerliliği ya tarafların kararlaştırması ya da mevzuatta öngörülmesi halinde bir şekle tabidir (TBK m. 12/1, m. 17/1)⁶⁰². Gölge pay sözleşmesi, mevzuatta düzenlenmediğinden geçerliliğinin bir şekle tabi olup olmadığı konusunda doğrudan uygulanabilir bir hüküm de bulunmamaktadır. Ancak bu sözleşmenin hukuki niteliğinden kaynaklı olarak başka sözleşme tiplerine ilişkin hükümlerin uygulanması gündeme gelmektedir. Bu hükümler doğrultusunda gölge pay sözleşmesinin geçerliliği, belirli bir şekle uyularak düzenlenmesini gerektirebilir. Dolayısıyla gölge pay

⁶⁰¹ Üçüncü kişi yarına sözleşme, bir sözleşme tipi olmayıp üçüncü kişi lehine bir edim yükümlülüğü öngören sözleşmeleri ifade etmektedir. Bkz. ASLAN, Yavuz Can: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020, s. 2; ÇİLENTİ KONURALP, Ayşen: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020, s. 2. Aynı yönde bkz. “Bir sözleşmede ifanın taraflarca üçüncü kişiye yapılmasının kararlaştırılmasına, üçüncü kişi yararına sözleşme denir.” Yargıtay 11. HD, E. 2020/5607 K. 2021/3872 T. 20.04.2021 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁶⁰² Örf ve âdet hukuku veya TMK m. 1 gereği hâkimin hukuk yaratması ile sözleşmenin geçerliliğinin şekle tabi kılınamayacağı yönünde bkz. OĞUZMAN/ÖZ, C. 1, s. 146; EREN, Genel Hükümler, s. 308.

sözleşmesinin hukuki niteliği kapsamında ikili bir ayırım yapılarak bu sözleşmenin şekil şartına tabi olup olmadığının değerlendirilmesi uygun olacaktır.

İfanın yalnızca nakdi ödeme suretiyle yerine getirilmesinin öngörüldüğü gölge pay sözleşmesi, gölge pay sahibinin sıfatına bağlı olarak değişen sonuca katılmalı iş görme sözleşmesine dair unsurları içerir. Gölge pay sahibi hangi sığata sahip olursa olsun mevzuatta iş görme sözleşmeleri açısından bir şekil şartı ise öngörölmemektedir. Dolayısıyla bu nitelikteki gölge pay sözleşmesinin düzenlenmesinde şekil serbestisi hâkimdir (TBK m. 12/1).

İfanın pay devri veya sermaye artırımı ile pay temin edilmesi suretiyle yerine getirilmesinin öngörüldüğü durumlarda ise sözleşmenin karma niteliği sebebiyle her bir unsura ilişkin şekil şartının ayrıca incelenmesi gerekir. Buna göre sonuca katılmalı iş görme sözleşmesinin şekil serbestisine tabi olduğı bir üst paragrafta tespit edilmiştir. Dolayısıyla pay temin şekline bağılı olarak farklılaşmakla birlikte gölge pay sözleşmesine karma sözleşme niteliği kazandıran pay satış sözleşmesi ile iştirak vaadi sözleşmesi özelinde bir değerlendirme gerçekleştirilmelidir.

İştirak vaadi sözleşmesine hukuki niteliği itibarıyla pay satış sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulanacağına yukarıda değinilmişti⁶⁰³. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinin geçerliliğinin şekle tabi olup olmadığı değerlendirmesinde pay satış sözleşmesinin şekil şartları bakımından bir inceleme yapılması yeterli olacaktır. Zira pay temininin şekli ne olursa olsun gölge pay sözleşmesine pay satış sözleşmesine dair hükümler uygulanmaktadır⁶⁰⁴. Bu sözleşme ise taşınır satış sözleşmesi ile satış sözleşmesine ilişkin genel hükümlere tabidir. Söz konusu hükümlerde bir şekil şartına ise yer verilmemektedir.

⁶⁰³ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b, 2.

⁶⁰⁴ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b, 2.

Ancak mevzuatta pay devri ile iştirak taahhüdünün şekline ilişkin hükümler bulunmaktadır. Dolayısıyla bu hükümlerin gölge pay sözleşmesinin geçerliliğini şekle tabi kılıp kılmayacağının incelenmesi de yerinde olacaktır. Buna göre sermaye artırım suretiyle pay temini öngören gölge pay sözleşmeleri bakımından gündeme gelen iştirak taahhüdünün belirli bir şekle uyularak gerçekleştirilmesi aranmaktadır (TTK m. 459/2). Dolayısıyla sermaye artırım sürecinde iştirak taahhüdünün TTK m. 459/2’de öngörüldüğü gibi yazılı şekle uyularak yapılması ve hükümdeki kayıtların (*taahhüt edilen payların sayısı, itibari değeri, grubu gibi*) taahhüt içeriğinde yer alması zorunludur. Bu taahhüdün şirket tarafından kabulüyle veya şirket tarafından payların veya pay senetlerinin satın alınması için yapılan bir çağrı sonucunda bu taahhütte bulunulması durumunda söz konusu taahhütte birlikte iştirak sözleşmesi kurulur⁶⁰⁵. Ancak şirketin iştirak taahhüdünü kabulünün veya -mevzuattaki diğer düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla- pay ya da pay senetlerinin satın alınması için yapacağı çağrının da iştirak taahhüdüne ilişkin şekle uyularak gerçekleştirilmesine yönelik bir hüküm bulunmamaktadır. Bu anlamda iştirak taahhüdüne ilişkin geçerlilik şekli, yalnızca iştirak taahhüdüne ilişkin olup iştirak sözleşmesinin tümüne sirayet etmez⁶⁰⁶. Dolayısıyla TBK m. 29 gereği iştirak vaadi sözleşmesinin geçerliliği de bir şekle tabi değildir.

Mevzuatta pay devirlerinin geçerliliği için de belirli şekil şartları öngörülmektedir. Buna göre pay senetlerinin nama yazılı olması durumunda ciro veya alacağın devri⁶⁰⁷ ve senet üzerindeki zilyetliğin devri, hamiline yazılı olması halinde ise

⁶⁰⁵ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 92; **SOYKAN**, s. 529-530. TTK m. 459/2’de iştirak taahhüdünün zorunlu içeriğinde ilgili sermaye artırım kararı da yer almaktadır. Dolayısıyla iştirak taahhüdü, sermaye artırım kararı sonrasında söz konusu olabilir. Bunun tek istisnası, TTK m. 459/1’de düzenlenen ve genel kurul kararının alınması sırasında iştirak taahhüdünde bulunulması olanağını öngören kısa yoldan artırımdır. Bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 91-92; **SOYKAN**, s. 490-496.

⁶⁰⁶ İştirak taahhüdünün geçerliliği için kanunda bir şekil şartı öngörülmesinin iştirak sözleşmesinin geçerliliği için de bu şekle uyulmasını gerektirmediği yönünde bkz. **SOYKAN**, s. 593.

⁶⁰⁷ Öğretide çoğunlukla anonim şirketlerde nama yazılı pay senetlerinin ciro dışında alacağın devri hükümlerine göre de devredilebileceği kabul edilmektedir. Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 181; **DOMANIÇ**, Şerh 2, s. 1308; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 362; **DOĞANAY**, Şerh 1, s. 1235; **SEVİ**, Ali Murat: Anonim Ortaklıklarda Payın Devri, Ankara 2018, s. 257-258; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 126; **ÜLGEN/HELVACI/KAYA/NOMER ERTAN**, s. 65;

senet üzerindeki zilyetliğin devri suretiyle MKK'ye bildirim yapılması gerekmektedir (TTK m. 489/1, m. 490/2, Hamiline Yazılı Pay Senetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşuna Bildirilmesi ve Kayıt Altına Alınması Hakkında Tebliğ m. 5). Çıplak payların devrinde ise alacağın devri hükümleri uygulanacağı için yazılı devir beyanı aranır (TBK m. 184)⁶⁰⁸. Ancak bu şekil şartları, tasarruf işlemine yönelik olup borçlandırııcı işlem mahiyetindeki gölge pay sözleşmesine sirayet etmez⁶⁰⁹. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinde nihai olarak pay devri öngörülmesinden kaynaklı bir şekil şartı gündeme gelmez.

Nihayetinde gölge pay sözleşmesinin belirli bir şekle uyularak düzenlenmesi gerekmez. Ancak sözlü olarak akdedilen bir gölge pay sözleşmesi, birçok probleme yol açabilir. Çünkü gölge pay sözleşmelerinde taraf hak ve yükümlülükleri, doğrudan sözleşme hükümleri ile düzenlenmekte ve fakat sözleşmede bu yönde bir eksiklik olması durumunda doğrudan uygulanacak bir yedek mevzuat hükmü bulunmamaktadır. Dolayısıyla ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların çözümü, tarafların öngörmedikleri farklı sözleşme tiplerine ilişkin hükümlerin uygulanmasını gerektirebilecektir. Bu da çözümün tarafların arzu ettiği şekilde sonuçlanmamasına yol açabilir. Bununla beraber HMK⁶¹⁰ m.

TEKİNALP(POROY/ÇAMOĞLU), C. II, s. 136, N. 1133b; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2157, N. 29. Nitekim Yargıtay kararları da bu yöndedir. Bkz. “*Nama yazılı pay senetlerin devri için, bir temlik beyanı veya senedin arkasında tam bir cironun yapılması, ayrıca senet üzerindeki zilyetliğin devir ve teslimi gerekir.*” Yargıtay 11. HD, E. 2004/1848 K. 2004/10978 T. 08.11.2004 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. Yargıtay 11. HD, E. 2006/8112 K. 2007/10405 T. 09.07.2007 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 11. HD, E. 2016/870 K. 2016/9035 T. 22.11.2016 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). TTK m. 490/2 hükmünün kesin bir sınır çizdiğinden bahisle devrin yalnızca ciro ve zilyetliğin devri yoluyla olanaklı olduğu yönünde bkz. **TAŞDELEN**, Pay Sahipliği, s. 12; **BOZER/GÖLE**, s. 33. Kanaatimizce TTK m. 490/2 hükmü, yalnızca bu senetlerin devrinde kural olan alacağın devri hükümlerinin yanı sıra ek bir olanak sağlamaktadır. Dolayısıyla nama yazılı olan bu senetlerin devrinde TTK m. 647/2'deki genel kuraldan ayrılmayı gerektirecek bir gerekçe bulunmamaktadır. Bu sebeple öğretideki çoğunluk görüşüne katılıyoruz. Aynı yönde bkz. **ÜLGEN/HELVACI/KAYA/NOMER ERTAN**, s. 65-66.

⁶⁰⁸ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 149-150; **DOMANIÇ**, Şerh 2, s. 1325; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 364; **TEKİL**, s. 379; **ÇEVİK**, s. 774; **TAŞDELEN**, Pay Sahipliği, s. 115; **SEVİ**, s. 277; **TEKİNALP(POROY/ÇAMOĞLU)**, C. I, s. 618, N. 767a; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 122; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2156, N. 26. Yargıtay kararları da aynı yöndedir. Bkz. “*[A]nonim ortaklığın çıplak paylarının devri alacağın temliki suretiyle mümkündür.*” Yargıtay 11. HD, E. 2014/15601 K. 2015/11180 T. 27.10.2015 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. Yargıtay 11. HD, E. 2017/1639 K. 2019/848 T. 05.02.2019 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 11. HD, E. 2021/5300 K. 2023/1105 T. 23.2.2023 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁶⁰⁹ TTK'de pay devri için öngörülen şekil şartlarının pay üzerinde bir hak geçişini sağlamayan pay satış sözleşmesi için geçerli olmadığı yönünde bkz. **SEVİ**, s. 202; **BAŞ**, s. 279; **TÜRKYILMAZ**, s. 86.

⁶¹⁰ RG, 04.02.2011, S. 27836.

200 ile belirli miktarı⁶¹¹ aşan hukuki işlemlerde ispatın ancak senetle⁶¹² yapılabileceği öngörülmektedir. Gölge pay sözleşmesinin; hakkın doğumunun dayanağı olan bir hukuki işlem⁶¹³ olması karşısında akdedildiği zamandaki değeri senetle ispat sınırının üzerinde ise bu madde kapsamına gireceği açıktır. Dolayısıyla bir uyuşmazlık durumunda tarafların hak ve yükümlülüklerinin ispatının sağlanabilmesi ve bunların belirli hale gelerek uyuşmazlıkların tarafların arzu ettiği şekilde çözümlenebilmesi için sözleşmenin yazılı şekilde düzenlenmesi uygun olacaktır. Nitekim yazılı şekilde düzenlenmiş bir gölge pay sözleşmesi, tarafların hak ve yükümlülüklerinde büyük oranda belirliliği sağlayarak⁶¹⁴ bir uyuşmazlık yaşanması ihtimalini sözlü akdedilmiş bir sözleşmeye göre asgari düzeye indirecektir. Bununla birlikte sözlü yapılan sözleşmeden kaynaklanan bir uyuşmazlık durumunda sözleşme ilişkisinin de ispatı gerekecektir. Bu da ispatı sağlayacak delil arayışı ve bu delillerin mahkemece değerlendirilmesi sebebiyle ek bir zaman tahsisine yol açacaktır. Yazılı sözleşme, bunu da ortadan kaldırır⁶¹⁵.

C. Dayanak Yetki

1. Genel Olarak

Gölge pay sözleşmesinin geçerliliği, yalnızca taraf iradelerinin uzlaşmasıyla sağlanmaz. Tarafların ilgili sözleşmeyi kurmak konusunda iradeleri ortak olsa da emredici hükümlere aykırı sözleşmeler geçersizdir (TBK m. 27). Her ne kadar mevzuatta doğrudan düzenlenmese de gölge pay sözleşmesi, gölge pay sağlayan tarafın şirket

⁶¹¹ 27.11.2024 tarih ve 32735 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği (Sıra No: 574) ile 2024 yılı için yeniden değerlendirme oranı %43,93 olarak belirlenmiştir. HMK ek m. 1/1 gereği HMK m. 200’deki senetle ispat sınırı her yıl, bu oran nispetinde artacağından 2025 yılında uygulanacak senetle ispat sınırı 33.000,00-TL’dir.

⁶¹² Usul hukuku bakımından ancak yazılı belgeler, senet niteliğini haizdir. Bkz. **DELİDUMAN**, Seyithan: “Medeni Usul Hukukunda Senet ve Senetlerle Yazılı Şekil Arasındaki İlişki”, AÜEHFD, C. 4, S. 1-2, 2000, s. 415.

⁶¹³ Bu yönde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 6.

⁶¹⁴ Sözleşmelerde şeklin açıklık sağladığı yönünde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 216; **İNAN**, s. 124; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 172; **EREN**, Genel Hükümler, s. 305.

⁶¹⁵ Sözleşmelerde şeklin ispat kolaylığı sağladığı yönünde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 216; **İNAN**, s. 124; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 99; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 171; **EREN**, Genel Hükümler, s. 305.

olduğu durumlarda TTK'nin anonim şirketlere özgülenmiş hükümlerine tabidir. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinin geçerliliği, bu hükümlerin emredici karakteri nispetinde yetkili organlarca karar alınması ve/veya esas sözleşmeye kayıt konulmasından oluşan şirket içi işlemlerin tamamlanmasını gerektirebilir. Bu işlemler, şirketin gölge pay sözleşmesi yapılması hususundaki hukuki yetkisini oluşturmaktadır. Gölge pay sahibinin sıfatı, bu işlemlerin değişkenlik göstermesine yol açabilir.

Bazı durumlarda ise mevzuatta o konuda emredici bir hüküm olmasa da çeşitli gerekçelerle ilgili işlemlerin yapılması tercih edilebilmektedir. Ancak bu durumda da anonim şirketlerde emredici hükümler ilkesinin (TTK m. 340)⁶¹⁶ söz konusu işlemlerin gerçekleşmesine olanak verip vermediği sorusu gündeme gelmektedir. Aşağıda gölge pay sağlayan tarafın şirket olduğu varsayımı üzerinden; gölge pay sahibinin sıfatına göre sözleşmenin geçerliliği için ihtiyaç duyulan şirket içi işlemler ve bunların kapsamı ile bu işlemlerin ihtiyari olarak gerçekleştirilebilip gerçekleştirilemeyeceği sorunları açıklanmaya çalışılacaktır.

2. Esas Sözleşme Kaydı

a) Zorunlu Kayıt

(1) Uygulanacak Hükümün Tespiti

Anonim şirketlerde esas sözleşmenin içeriği, temelde TTK m. 339'da düzenlenmektedir. Bu hüküm, esas sözleşmede yer alması gereken zorunlu kayıtlarla⁶¹⁷

⁶¹⁶ Emredici hükümler ilkesi için bkz. **KARASU**, Emredici Hükümler.

⁶¹⁷ Zorunlu kayıtlar, genellikle; anonim şirketin kurulması açısından esas sözleşmede yer alması gereken mutlak kayıtları oluşturur. Diğer bir ifadeyle, bu kayıtların anonim şirketin geçerli bir şekilde kurulabilmesi için mutlaka esas sözleşmede yer alması gerekmektedir. Bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 107; **VEZİROĞLU**, s. 262.

öngörülmesi koşuluyla zorunlu kayıtları⁶¹⁸, tadadı⁶¹⁹ şeklinde sıralamaktadır. Bu maddede yer verilen öngörülmesi koşuluyla zorunlu kayıtlar, esas sözleşmede yer almadıkça geçerlilik kazanmaz (TBK m. 27/1)⁶²⁰. Ancak bazı düzenlemeler, ilgili içeriğin esas sözleşmenin yanı sıra organ kararıyla da geçerli kılınmasına olanak tanımaktadır. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin mali haklarını düzenleyen TTK m. 394 uyarınca bu hakların esas sözleşme haricinde genel kurul kararıyla da geçerli şekilde sağlanabilmesi olanaklıdır. Dolayısıyla TTK m. 339'a rağmen diğer TTK hükümlerinin bir konuda esas sözleşmede herhangi bir kayıt yer almasa da ilgili hususun organ kararıyla geçerli kılınmasını sağlayıp sağlamayacağı sorununun çözümlenmesi önemlidir. Kanaatimizce TTK m. 339, diğer TTK hükümlerine nazaran esas sözleşmenin içeriği konusunda özel hüküm mahiyetindedir⁶²¹. Örneğin TTK m. 339/2-f, yalnızca şirket kârından sağlanacak menfaatleri içermekte ve fakat TTK m. 394 ile genel anlamda mali haklar düzenlenmektedir. Bu niteliği gereği TTK m. 339, -zorunlu esas sözleşme içeriği öngören hükümler istisna olmak kaydıyla- diğer TTK hükümleri karşısında öncelikle uygulanır. Dolayısıyla bir hususun organ kararıyla geçerliliğini sağlayabilme olanağı, ancak TTK

⁶¹⁸ Öngörülmesi koşuluyla zorunlu kayıtlar, kural olarak anonim şirket kuruluşuna doğrudan etki etmez. Ancak bu kayıtların esas sözleşmede yer almamasının bazı hallerde şirketin tescil talebinin reddine sebep olacağı yönünde bkz. **AKDAĞ GÜNEY**, Necla: Anonim Şirketlerde Kuruluş, İstanbul 2014, s. 294. Kuruluşta; koşulun olmasına rağmen koşula bağlı kaydın esas sözleşmede yer almamasının her durumda tescil talebinin reddine yol açacağı yönünde bkz. **ARAS**, Çağlar Doğu: "Esas Sözleşme", Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, Ankara 2023, s. 1488. Kanaatimizce koşula bağlı kayıtların esas sözleşmede bulunmaması, ancak ilgili içeriğin geçerlilik kazanamaması sonucunu doğurur. Zira bu kayıtların esas sözleşmede yer almasına ilişkin zorunluluk, ancak böyle bir kaydın kararlaştırılması halinde söz konusudur. Dolayısıyla bu kayıtların, her zaman esas sözleşmede yer alması gerekmez. Bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 103-104; **VEZİROĞLU**, s. 268.

⁶¹⁹ Anonim şirket esas sözleşmesine dair temel düzenleme, TTK m. 339 olsa da bazı anonim şirket türleri açısından TTK dışındaki diğer düzenlemelerde özel hükümlere yer verilebilmektedir. Bkz. Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı Kanunu (RG, 15.01.1954, S. 8608.) m. 15, SPK m. 51. Bununla birlikte TTK hükümleri içerisinde de TTK m. 339 dışında zorunlu kayıtlara ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Bkz. TTK m. 354, m. 367. Bu konuda bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 101; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 430; **VEZİROĞLU**, s. 266. Aynı yönde bkz. "Esas sözleşmede yer almaları herhâlde zorunlu olan kayıtlar 6762 sayılı TTK'nin 279. maddesinde [TTK m. 339] belirtilmiştir. Bu tür kayıtlar anılan maddede sayılanlardan ibaret olmayıp 6762 sayılı TTK'nin diğer bazı maddelerinde de başkaca zorunlu kayıtlara yer verilmiştir. Öte yandan bazı anonim şirket türlerini düzenleyen diğer özel kanunlarda da ilgili anonim şirketlerin esas sözleşmelerinde yer alması zorunlu başkaca kayıtlar da öngörülmüştür." Yargıtay HGK, E. 2017/140 K. 2020/1013 T. 09.12.2020 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁶²⁰ Bu yönde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 103-104, **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 432; **VEZİROĞLU**, s. 269.

⁶²¹ Aynı yönde bkz. **KARAKÖSE**, s. 315.

m. 339'da yer alanlar dışındaki içeriği kapsamaktadır⁶²². Bu anlamda gölge pay sözleşmesinin geçerliliği için esas sözleşmede bir kayda yer verilmesinin zorunlu olup olmadığının değerlendirilmesinde kural olarak yalnızca TTK m. 339 hükmünün içeriği önem taşır⁶²³. Nitekim bu konuda zorunluluk öngören başka bir mevzuat düzenlemesi de bulunmamaktadır.

(2) Zorunluluk Olup Olmadığının Değerlendirilmesi

TTK m. 339'da gölge pay sözleşmesi ile ilgili olabilecek bir unsura da yer verilmektedir. Buna göre “kurucularla yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket kârından sağlanacak menfaatler”, esas sözleşmenin öngörülmesi koşuluyla zorunlu unsurları arasında sayılmaktadır. Gölge pay sözleşmesi ile sağlanan mali hakların bu hükmün kapsamına girip girmediğinin tespiti açısından ise ikili bir ayırım yapılması gerekir. Buna göre payın değerini talep hakkında şirket kârı üzerinden bir menfaat sağlanmamaktadır⁶²⁴. Aksine bu hak, şirket kazancı üzerinden hesaplanmaktadır. Birçok bağlamda farklı tanımları yapılsa da şirketler hukuku anlamında kâr, hesap dönemi başlangıcındaki özsermaye ile hesap dönemi sonundaki özsermaye arasındaki pozitif artışı ifade etmektedir⁶²⁵. Diğer bir anlatımla hesap dönemi sonunda şirketin aktifleri ve

⁶²² Nitekim öngörülmesi koşuluyla zorunlu kayıtların ortaklık düzeninde hüküm ifade edebilmesi için mutlaka esas sözleşmede düzenlenmesi gerektiği yönünde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 152; **VEZİROĞLU**, s. 29.

⁶²³ Yönetim kurulu üyelerine şirket kârı üzerinden kazanç payı olarak adlandırılan bir pay verilmesi halinde TTK m. 394'e (eTTK m. 333) nazaran TTK m. 339/2-f'nin (eTTK m. 279/2-5) uygulanacağı ve bu hakkın sağlanabilmesi için esas sözleşmede bir kayda yer verilmesi gerektiği yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 41; **MANAVGAT(KIRCA/ŞEHİRALİ ÇELİK)**, Temel Kavramlar, s. 733; **ÖZER**, s. 229-230; **GÜRBÜZ USLUEL**, Kâr Payı, s. 145; **KENDİGELEN**, Abuzer: Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, İstanbul 2016, s. 282; **YANLI**, Mali Haklar, s. 45; **GÜNAY**, Ece Deniz: Sermaye Piyasası Hukuku'nda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi, İstanbul 2018, s. 164, dn. 131; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 337; **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, s. 246; **BAHTİYAR**, Kârdan Ödeme, s. 257-258; **KARAKÖSE**, s. 261; **SONGUR**, Damla: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Hakları”, Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, Ankara 2023, s. 2136. *Karayalçın* ise kazanç payının eTTK m. 279/2-5 (TTK m. 339/2-f) hükmü kapsamında olduğunu dolaylı bir şekilde ifade etmekle beraber kazanç payının bir iş görme sözleşmesi, yönetim kurulu yönetmeliği veya genel kurul kararında kararlaştırılabileceğini, kararlaştırılmaması halinde genel kurulun takdiri doğrultusunda kazanç payı ödenmesine de karar verebileceğini ifade etmektedir. Bkz. **KARAYALÇIN**, Muhasebe Hukuku, s. 139.

⁶²⁴ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 1.

⁶²⁵ Bu yönde bkz. **TEKİNALP**, Ünal: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İstanbul 1979, s. 62.

pasifleri arasındaki aktifler lehine olan olumlu fark, kâr olarak adlandırılmaktadır⁶²⁶. Dolayısıyla şirketler hukuku anlamında kâr ile yıllık kâr kastedilmektedir⁶²⁷. Oysa kazanç, kârdan çok daha geniş bir kavramdır⁶²⁸. Buna göre kazanç, bir şirketin aktifini artıran herhangi bir değer anlamına gelmektedir⁶²⁹. Kârın aksine kazancın nakdi bir değer olması gerekmediği gibi⁶³⁰ bu kavram, bir hesap dönemi içerisinde gerçekleşen faaliyetlerin sonucuna özgülenmiş bir kavram da değildir. TTK m. 339/2-f'nin ise yalnızca şirket kârından sağlanacak menfaatleri esas alması karşısında gölge pay sözleşmesi ile yalnızca payın değerini talep hakkı sağlanması durumunda bu hak yönünden esas sözleşmede bir kayda yer verilmesi zorunlu değildir.

İlk bakışta kârdan pay alma hakkının doğrudan şirket kârına dayalı bir mali hak olduğu varsayılabilir. Bu varsayım sebebiyle gölge pay sözleşmesinin tamamen veya kısmen kârdan pay alma hakkı içerdiği hallerde TTK m. 339/2-f gereğince esas sözleşmede bir kayda yer verilmesinin zorunluluk teşkil ettiği savunulabilir. Ancak kullanılan terime rağmen bu hak ile kârdan bir menfaat sağlanmamaktadır. Buna göre kârdan pay alma hakkında yalnızca; mali hakkın doğumu, kâr payı hakkının muaccel olmasına dair koşullara tabi kılınmaktadır⁶³¹. Anılan koşullar gerçekleştiğinde ise gölge pay sahipleri, mali anlamda pay sahipleri ile eşit bir konuma getirilmektedir. Bu bağlamda şirkette adi paylar için oluşturulan kâr dağıtımının varsayımsal bir kopyası gölge paylar için de oluşturulmaktadır. Öyle ki gölge paylar, adi pay farz edilerek dağıtılabilir kârın

⁶²⁶ Bu yönde bkz. **BİRSEL**, Mahmut T.: Anonim Şirketler Hukukunda Kâr Kavramı, C. 1, İzmir 1973, s. 1; **BİLGİN**, Yüksel: Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı ve Kâra Katılan Kişiler, Ankara 1982, s. 13; **ERİMEZ**, s. 33; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 291; **KARSLIOĞLU**, Hasan: “Anonim Şirketlerde Kâr Payının Hesaplanması ve Dağıtım İlkeleri”, ABD, C. 77, S. 3, 2019, s. 188; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 346.

⁶²⁷ Bu yönde bkz. **HIZIR**, Serdar: “Anonim Şirkette Pay Sahibinin Şirkete Borçlanma Yasağını Düzenleyen TTK m. 358 Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, BATİDER, C. 29, S. 2, 2013, s. 271.

⁶²⁸ Kâr ile kazanç kavramlarının eş anlamlı olmadığı yönünde bkz. **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2167, N. 3. Kâr ile kazanç terimlerinin aynı kavramı karşılar şekilde kullanımı için bkz. **DOMANİÇ**, Şerh 2, s. 1520; **BAHTİYAR**, Kârdan Ödeme, s. 260. Nitekim eTTK’de de kâr payı hakkını ifade etmek için kazanç payı terimi tercih edilerek kâr ve kazanç kavramları, aynı anlamda kullanılmıştır. Bkz. eTTK m. 455.

⁶²⁹ Bu yönde bkz. **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2167, N. 3.

⁶³⁰ Bu yönde bkz. **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2167, N. 3.

⁶³¹ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I, F.

bu gölge paylardan oluşan bir şirkette dağıtılması durumunda gölge pay sahibinin hak kazanacağı kâr payı hakkı, kârdan pay alma hakkı şekline büründürülmektedir. Kârdan pay alma hakkı, bu varsayım üzerinden hesaplanır⁶³². Dolayısıyla dağıtılabılır kârın belirli bir oranı veya miktarının gölge pay sahiplerine dağıtılması söz konusu değildir. Nitekim mali hakkın değeri, şirket kârından ödenecek olsa dahi şirketin zorunlu bir giderini oluşturduğundan net dönem kârından dışlanmaktadır⁶³³. Diğer bir ifadeyle yıllık kârın hesabında o hesap dönemi içerisindeki aktiflerden çıkarılan pasif kalemlerden birini de bu mali hakkın değeri oluşturmaktadır. Bu anlamda da kârdan menfaat sağlanması söz konusu değildir⁶³⁴. O yüzdendir ki gölge pay sözleşmeleri ile sağlanan haklara ilişkin esas sözleşmeye bir kayıt konulması zorunluluğu bulunmamaktadır⁶³⁵.

⁶³² Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 2.

⁶³³ Bu yönde bkz. **BİRSEL**, Kâr Kavramı, s. 81; **CANÖZÜ**, Salih: Anonim Şirketlerde Kâr Payının Tespiti ve Dağıtılması, Ankara 2016, s. 132; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 456; **ÇELİKBOYA**, s. 368-369.

⁶³⁴ Çalışanlar için aynı yönde bkz. **ÇELİKBOYA**, s. 368.

⁶³⁵ Temelde kârdan bir menfaatin sağlanmadığı opsiyon sözleşmelerinin de nihai olarak pay temin etmesi ve bu anlamda pay sahipliğinden kaynaklı kâr payı hakkı sağlaması sebebiyle TTK m. 339/2-f kapsamında bir esas sözleşme kaydını gerektirdiği yönünde bkz. **ÖZER**, s. 274-275. Bu görüş esas alındığında gölge pay sözleşmelerinde ifanın pay temini şeklinde gerçekleştirileceğinin öngörülmesi durumunda esas sözleşmede bu yönde bir kaydın bulunması gerekecektir. Ancak kişinin pay sahibi olmasına ve dolayısıyla kâr payı hakkı şeklinde kârdan menfaat elde etmesine yol açan hukuki işlemler, kanaatimizce TTK m. 339/2-f kapsamına girmemektedir. Zira hükümde şirket kârından sağlanacak menfaatlardan bahsedilmekteyken pay temini ile şirket kârından değil, şirket sermayesinden sağlanan bir menfaat söz konusudur. Nitekim kanun koyucu tarafından pay sahibine tanınan kâr payı hakkının yalnızca; pay sahibi olmayan üçüncü kişilere sağlanması durumunda esas sözleşmede bir kaydın varlığı gerekli görülmüştür. Bkz. **DOMANIÇ**, Şerh 2, s. 208; **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 165; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 1, s. 484. Dolayısıyla şirket kârından menfaat elde edecek kişinin pay sahibi olmaması gerekmektedir. Çünkü hüküm, malvarlığının korunması ve kamunun bilgilendirilmesini amaç edinmekteyken (Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 156 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>), E.T. 21.04.2025) pay sahipliğinden kaynaklı olarak kârdan menfaat elde edilmesi halinde bu amaçlar anlamsız hale gelmektedir. Öyle ki bu durumda pay sahibi olanlar için kanunun öngördüğü bir hak söz konusudur (TTK m. 507/1). Bu hak, kanunda düzenlendiğinden kamunun ayrıca bilgilendirilmesine gerek bulunmadığı gibi kanunda oranı düzenlenen bu haktan kaynaklı olarak malvarlığının korunması da gerekmemektedir. Kaldı ki pay sahibi olma olanağı tanıyan hukuki işlemler, pay sahibinin sermaye koyma borcu yönünden bir muafiyet getirmemektedir. Bu sebeple gölge pay sözleşmesi sebebiyle şirket malvarlığının azalmasının aksine getirilecek sermaye nispetinde şirket aktiflerinde bir artış yaşanmaktadır. Nihayetinde hüküm; pay sahibi olmaya dayanan kârdan elde edilen menfaatleri düzenlemek amacını gütmeyeceğinden *Özer*'in görüşüne iştirak etmiyoruz.

b) İhtiyari Kayıt

Esas sözleşmeye gölge pay sözleşmesine ilişkin bir kayıt konulması zorunlu olmasa da istisnaen⁶³⁶ ihtiyari bir kayıt konulması tercih edilebilir. Bu tercih; esas sözleşmenin pay sahipleri⁶³⁷, şirket organları⁶³⁸, kendilerini ilgilendiren konular özelinde denetçiler, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, tahvil sahipleri gibi şirket ilgilileri⁶³⁹ ve TTK m. 354 gereği tescil ve ilana tabi hususlar hakkında üçüncü kişiler⁶⁴⁰ için bağlayıcı olmasından⁶⁴¹ kaynaklanabilir. Her ne kadar gölge pay sözleşmesine ilişkin kayıt, bu korporatif etkiden yararlanamasa da⁶⁴² esas sözleşmenin ilan edilerek (TTK m. 354) herkes nezdinde görünür kılınması, hak sahipleri için güçlü bir güven işlevi sağlayabilir⁶⁴³. Elbette esas sözleşmede düzenleme yapılmasının birçok olumsuz yönü de bulunmaktadır. Özellikle esas sözleşmenin değişen koşullara uyarlanması için aranacak yeter sayılar, ihtiyari kayıtları pratiklikten uzaklaştırmaktadır⁶⁴⁴. Zira esas sözleşmede aksine bir kayda yer verilmediği müddetçe bu sözleşmedeki bir kaydın değiştirilmesi için TTK m. 421'deki ağırlaştırılmış yeter sayılar dikkate alınır. Oysa genel kurul, bir hususu TTK m. 418'de yer alan daha düşük yeter sayılarla karara bağlayabilmektedir. Bu

⁶³⁶ Mali hakların esas sözleşmede düzenlenmesinin çok tercih edilmediği yönünde bkz. **ÖZER**, s. 332. Mali hakların tutarının esas sözleşmeyle düzenlenmesine çok rastlanmadığı yönünde bkz. **YANLI**, Mali Haklar, s. 49. Nitekim şirketlerin TTSG'de ilan edilen esas sözleşme içeriklerinde de mali haklar konusunda detaylı hükümlere yer vermedikleri saptanmaktadır. Örneğin "trendyol.com" alan adlı elektronik ticaret pazaryerinin işleticisi olan DSM Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Ticaret Anonim Şirketi, yalnızca yönetim kurulu üyelerine sağlanacak ücret ve huzur hakkının genel kurul tarafın belirleneceği yönünde bir hükme yer vermektedir. Bkz. **DSM GRUP DANIŞMANLIK İLETİŞİM VE SATIŞ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**: DSM Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Ticaret Anonim Şirketi Esas Mukavelesi, TTSG, S. 7419, 15.10.2009, s. 435-437. Aynı yönde bkz. **YEMEK SEPETİ BANABI PERAKENDE GIDA TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**: Yemek Sepeti Elektronik İletişim Tanıtım Pazarlama Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Ana Sözleşmesi, TTSG, 04.04.2007, S. 6780, s. 1107-1109.

⁶³⁷ Esas sözleşmenin pay sahipleri için bağlayıcı olduğu yönünde bkz. **ANSAY**, s. 47; **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 13; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 429; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 30; **AKDAĞ GÜNEY**, Kuruluş, s. 281.

⁶³⁸ Esas sözleşmenin şirket organları için bağlayıcı olduğu yönünde bkz. **BAHTİYAR**, Anasözleşme, s. 13; **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 429.

⁶³⁹ Esas sözleşmenin şirket ilgilileri için bağlayıcı olduğu yönünde bkz. **ANSAY**, s. 47.

⁶⁴⁰ Esas sözleşmenin üçüncü kişiler için bağlayıcı olduğu yönünde bkz. **MOROĞLU**, Anasözleşme, s. 429; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 30.

⁶⁴¹ Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 231. Aynı yönde bkz. "...esas sözleşme, şirketin organlarını, pay sahiplerini ve şirketin tüzel kişilik kazanmasıyla objektif nitelik kazanan hükümleriyle üçüncü kişileri bağlamaktadır." Yargıtay HGK, E. 2017/140 K. 2020/1013 T. 09.12.2020 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁶⁴² Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 3.

⁶⁴³ Esas sözleşmenin hukuki işlem güvenliği sağladığı yönünde bkz. **AKDAĞ GÜNEY**, Kuruluş, s. 279.

⁶⁴⁴ Bu yönde bkz. **YANLI**, Mali Haklar, s. 49; **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, s. 252.

olumsuzluk da şirketleri esas sözleşmede genel politikanın belirlenmesi ve diğer hususların organ kararına bırakılması yöntemini uygulamaya teşvik etmektedir⁶⁴⁵. Nitekim esas sözleşmenin temelde şirketin genel politikasını düzenleyen bir sözleşme olması karşısında gölge pay sözleşmesine ilişkin detaylı hükümler içermesi de uygun düşmez⁶⁴⁶.

Esas sözleşmede ihtiyari bir kayda yer verilmek istendiğinde TTK m. 340'ta düzenlenen emredici hükümler ilkesinin buna olanak verip vermeyeceği sorunu ortaya çıkmaktadır⁶⁴⁷. Zira bu ilke, anonim şirketlere uygulanan TTK hükümlerinin⁶⁴⁸ aksini öngören ihtiyari kayıtların geçerliliğini söz konusu hükümlerde buna olanak veren bir düzenlemenin bulunması koşuluna bağlamaktadır. Buna göre ilgili hükmün aksine düzenleme yapılabileceği, hükmün lafzında açıkça öngörülebileceği gibi hükmün yorumu yoluyla da bu sonuca ulaşılabilir⁶⁴⁹. Ancak TTK m. 340'ın uygulama alanı bulabilmesi

⁶⁴⁵ Bu yönde bkz. **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, s. 252-253.

⁶⁴⁶ Yönetim kurulunun mali hakları bakımından aynı yönde bkz. **ÖZER**, s. 332.

⁶⁴⁷ Pay sahipliği haklarının esas sözleşmeyle gölge pay sahibine sağlanabilip sağlanamayacağı hususunun TTK m. 340 özelinde değerlendirilmesi yönünde bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 3.

⁶⁴⁸ Anonim şirketler özelinde emredici hükümler ilkesinin yalnızca TTK'nin anonim şirketlere özgülenen dördüncü bölümü (TTK m. 329-563) ile anonim şirketler bakımından da uygulama alanı bulan genel hükümleri (TTK m. 39/2, m. 43, m. 64, md. 138, m. 562, m. 1521 gibi) açısından uygulanacağı yönünde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 381.

⁶⁴⁹ Nitekim madde gerekçesinde hükümden sapmanın haklılık kazandığı hallerde de sapmanın geçerli olacağı ifade edilmiştir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 157 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025). Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 50-52; **AYOĞLU**, s. 28; **ARAS**, s. 1500; **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 779, N. 32. Bazı yazarlar ise yalnızca hükmün lafzının dikkate alınması gerektiği görüşünü paylaşmaktadır. Bu görüş, hükmün uyuşmazlıkların azaltılması amacıyla düzenlenmesine rağmen hükümden sapabilmenin haklı olup olmadığı hususunun birçok uyuşmazlığı da beraberinde getireceği ve dolayısıyla hükmün kendi dayanağını ortadan kaldıracağı gerekçesine dayandırılmaktadır. Bkz. **ŞEHİRALİ ÇELİK (KIRCA/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 160-161; **AKDAĞ GÜNEY**, Kuruluş, s. 289; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 113-115. *Veziroğlu* ise bir hükmün emrediciliğinin değerlendirilmesinde ilk olarak maddenin lafzına bakılması gerektiği, istisnai hallerde sistematik ve daha sonra amaçsal yorumun uygulanabileceği ve fakat her halde hükmün yedek hukuk kuralı niteliğinin açıkça anlaşılmasının zorunlu olduğu kanaatindedir. Bkz. **VEZİROĞLU**, s. 392. Yargıtay, önüne gelen uyuşmazlıklarda yalnızca sapmaya kanunun açıkça izin vermesini aramakta ve fakat bu hükümden sapmanın yorum yoluyla haklı görülüp görülmeceğini değerlendirmemektedir. Bkz. *“Davacı şirketin esas sözleşmesinin 8 inci maddesinde yer alan yönetim kurulu başkanının genel kurul tarafından ‘üç yılda bir’ seçileceğine dair düzenlemedeki ‘üç yılda bir’ ibaresi, yukarıda da bahsedildiği üzere, 6102 sayılı Kanun’un 340 ıncı maddesi ile öngörülen emredici hükümler ilkesi bağlamında esas sözleşmede yer almaması gereken bir ibaredir. Zira 6102 sayılı Kanun’un 366 ncı maddesinin ilk fıkrasının birinci cümlesindeki ‘Yönetim kurulu her yıl üyeleri arasından bir başkan ve bulunmadığı zamanlarda ona vekâlet etmek üzere, en az bir başkan vekili seçer’ şeklindeki hüküm emredici nitelikte düzenlenmiş olup yönetim kurulu başkanının genel kurul tarafından seçileceğinin esas*

için ilgili konuda TTK'nin anonim şirketlere uygulanan hükümleri arasında bir düzenleme bulunması gerekmektedir⁶⁵⁰. Dolayısıyla söz konusu hükümler arasında düzenlenmeyen bir husus hakkında bu susmanın bilinçsiz kanun boşluğu olarak nitelendirilebilmesi koşuluyla emredici hükümler ilkesi uygulanmaz⁶⁵¹. Nitekim bununla uyumlu olarak madde gerekçesinde; bir konu hakkında kanunun susması durumunda kanun boşluğunun doldurulmasına dair metodoloji kurallarının gündeme gelmesi gerektiği belirtilmektedir⁶⁵². TTK hükmünün aksinin düzenlenmesi niteliğinde olmayan, yalnızca ilgili konu hakkında daha detaylı düzenlemeler içeren, konuyu somutlaştıran ve bu yönüyle ilgili hükmü tamamlayıcı mahiyetteki kayıtların da esas sözleşmede yer almasına bir engel bulunmamaktadır⁶⁵³. Dolayısıyla ihtiyari esas sözleşme kaydının

sözleşmede düzenlendiği durumlarda başkanın ve başkan vekilinin 'her yıl' seçileceğine dair emredici hükümden sapılması noktasında açıkça bir izin öngörülmemiştir." Yargıtay HGK, E. 2022/65 K. 2023/144 T. 01.03.2023 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Aynı yöne bkz. Yargıtay 11. HD, E. 2020/6310 K. 2021/5300 T. 22.6.2021 (Lexpera, E.T. 21.04.2025); Yargıtay 11. HD, E. 2021/3844 K. 2022/9063 T. 14.12.2022 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁶⁵⁰ Bu yönde bkz. **VEZİROĞLU**, s. 380.

⁶⁵¹ Kural olarak TTK'de düzenlenmeyen hususlar hakkında sapmadan da bahsedilemeyeceği görüşünde olan bazı yazarlar, burada ikili bir ayırım yapılması gerektiğini belirtmektedir. Buna göre kanun koyucunun iradesi değerlendirilmeli ve konu hakkında TTK'de düzenleme yapılmamasının unutkanlık veya bilinçsizlikten kaynaklaması halinde bu konuda esas sözleşmede düzenleme yapılabileceği sonucuna ulaşılmalıdır. Ancak TTK'deki susma, bilinçli bir tercihin ürünüyse bu konuda esas sözleşmeye hüküm konulamaz. Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 57; **AYOĞLU**, s. 31; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 114. Bu şekilde bir ayırma yer vermeksizin TTK'de düzenlenmeyen konularda TTK m. 340'ın uygulanmayacağı görüşünü paylaşan yazarlar için bkz. **VEZİROĞLU**, s. 380; **PULAŞLI**, Şerh 1, s. 779, N. 32. Kanaatimizce de burada ikili bir ayırım yapılması gerekmektedir. Zira kanun koyucunun susması, bilinçli bir tercihe dayanmaktaysa ilgili konuda esas sözleşmeyle düzenleme yapılamayacağına ilişkin zımni bir düzenleme olduğunun kabulü gerekir.

⁶⁵² Bu yönde bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 157 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁶⁵³ Madde gerekçesinde de esas sözleşmeye TTK hükmünü tamamlayıcı kayıt konabileceği dolaylı olarak ifade edilmektedir. Bkz. "340 ıncı madde, bu Kanunun herhangi bir hükmünden açıkça anlaşılmaya bile, esas sözleşme ile, yönetim kurulu üyeleri başta olmak üzere yöneticiler, denetçiler, işlem denetçileri ve benzeri kişiler için yaş, ek meslekî nitelikler ve kişisel şartlar konulmasına; komisyonlar ve kurullar oluşturulmasına; şeref başkanlıkları ve danışma konseyleri ihdas olunmasına, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına engel değildir. Çünkü, her anonim şirket, yöneticilerinde Kanunda öngörülenlere ek olarak nitelikler aramak, yaş sınırları koymak ve danışma kurulları kurmak hakkına sahiptir." Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 157 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025). TTK hükümlerini tamamlayıcı nitelikte esas sözleşme kayıtlarının geçerli olacağı yönünde ayrıca bkz. **ŞEHİRALİ ÇELİK (KIRCA/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 165; **KARASU**, Emredici Hükümler, s. 60; **AYOĞLU**, s. 30. Aynı yönde bkz. "6102 sayılı TTK m.359 tahdidi hükmünde değildir. Bir konu tahdidi bir şekilde düzenlenmediği sürece, konu hakkında tamamlayıcı nitelikte esas sözleşme hükümleri kararlaştırılabilir. Bu sebeple yönetim kuruluna seçilecek kişilerde esas sözleşme ile Kanun'un aradığı nitelikler dışında başka nitelikler de aranabilir.

geçerli olup olmayacağı değerlendirmesinde ilk olarak gölge pay sözleşmesi ile ilişkilendirilebilecek bir TTK hükmünün bulunup bulunmadığının tespiti gerekmektedir. Buna göre gölge pay sözleşmesinin özellikle yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve işçilere özgülenmiş⁶⁵⁴ bir mali hak sağlama yöntemi olduğu gözetildiğinde TTK m. 394, uygulanma ihtimali olan hüküm olarak öne çıkmaktadır.

TTK m. 394'te gölge pay sözleşmesi ile sağlanan mali haklar ismen zikredilmemektedir. Ancak bu mali hakların hukuki niteliği, çoğunlukla prim ve istisnaen de olsa ikramiye olduğundan⁶⁵⁵ bunların da hükümde sayılan mali haklar içerisinde olduğu açıktır⁶⁵⁶. Dolayısıyla bu hüküm, gölge pay sözleşmesi açısından da uygulanabilir niteliktedir. Hükümde yönetim kurulu üyeleri özelinde mali hakların tutarına ilişkin esas sözleşmeye hüküm konulabileceği yönünde açık bir ifade kullanılmaktadır. Bu sebeple mali hakkın tutarına ilişkin bir kayıt, emredici hükümler ilkesine aykırılık oluşturmaz.

TTK m. 394'te yalnızca mali hakların tutarından bahsedilmesi ve fakat mali haklara ilişkin diğer hususların zikredilmemesi, kanaatimizce kanun koyucunun bu hususların esas sözleşmede düzenlenmesine engel oluşturmak yönünde bir tercihiine dayanmamaktadır. Kanun koyucunun yalnızca tutara özel bir düzenleme yapmasının mali hakların tutarının şirket malvarlığının korunması için önemli bir unsur olmasından⁶⁵⁷

Örneğin pay sahibi veya asgari belli bir paya sahip olma gibi. Bu niteliklere ilişkin esas sözleşme hükümleri TTK'nın 359. maddesini tamamlayan sözleşme hükümleri olarak değerlendirilmelidir. Bu düzenlemeler TTK'nın 340. maddesine de aykırılık oluşturmaz.” Yargıtay 11. HD, E. 2014/15813 K. 2015/8851 T. 07.07.2015 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁶⁵⁴ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

⁶⁵⁵ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

⁶⁵⁶ Bu hükmün lafzı ve gerekçesi, mali hakların anılanlarda sınırlı olduğu izlenimini uyandırır da diğer TTK hükümleri, aksi bir sonuca ulaştırmaktadır. Buna göre TTK m. 408/2-b'de yer alan “yönetim kurulu üyelerinin seçimi, süreleri, ücretleri ile huzur hakkı, ikramiye ve prim gibi hakları...” ile TTK m. 516/2-c'deki “yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere ödenen ücret, prim, ikramiye gibi mali menfaatler” ifadeleri, TTK m. 394'te tahdidi bir sayım yapılmadığını açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Zira her iki hükümde de yönetim kurulu üyelerinin bazı mali hakları örnek olarak sıralandıktan sonra “gibi” ifadesi kullanılmaktadır. Bkz. MANAVGAT(KIRCA/ŞEHİRALİ ÇELİK), Temel Kavramlar, s. 731; ÖZER, s. 219-220; GÜNAY, Sermaye Piyasası, s. 168; ÖZDOĞAN DALOĞLU, s. 242; GÜRBÜZ USLU, Aslı Elif: “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Hükümleri Bakımından Yönetim Kurulu Üyelerine Tanınan Mali Haklar”, HHFD, C. 12, Özel Sayı, 2022, s. 203. Aynı gerekçelerle TTK m. 394'ün mali haklar yönünden sınırlı bir kapsama sahip olmadığı görüşüne katılmaktayız. Bu sebeple gölge pay sözleşmesi ile sağlanan mali hakların prim veya ikramiye olarak nitelendirilmediği senaryoda dahi TTK m. 394 kapsamına gireceği kanaatindeyiz.

⁶⁵⁷ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 4.

kaynaklandığı görüşündeyiz. Dolayısıyla esas sözleşmeye gölge pay sözleşmesi ile sağlanacak mali hakların tutarı dışında konulacak bir kayıt, TTK m. 394'ün tamamlanması niteliğinde olacaktır. Bu sebeple emredici hükümler ilkesi, söz konusu kayda engel oluşturmaz.

Yöneticiler ve işçiler için TTK m. 394 benzeri bir hükme yer verilmemesi, burada bilinçli bir boşluğun olup olmadığının değerlendirilmesini gerektirir. Zira TTK'nin anonim şirketlere uygulanan hükümleri arasında düzenlenmeyen hususlar, ancak bilinçsiz boşluğun varlığında emredici hükümler ilkesinin uygulama alanına girmez. Buna göre söz konusu eksiklik, yöneticiler ve işçiler lehine mali hak öngörülemediği şeklinde yorumlanamaz. Bu kişilerin şirket ile aralarında çoğunlukla bir hizmet sözleşmesi olması ve hizmet sözleşmesinde ücretin esaslı bir unsur teşkil etmesi karşısında aksi bir yorum olanaksızdır (İş Kanunu⁶⁵⁸ m. 8/1, TBK m. 393/1). Kanaatimizce burada yönetim kurulu üyeleri için ayrı bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmasının sebebi, TTK m. 374 uyarınca bu kişilerin ücretlerinin yönetim kurulu tarafından belirlenmesi ihtimalini ortadan kaldırmaktır⁶⁵⁹. Çünkü aksi halde bu kişilerin kendi ücretlerini belirlemesine olanak sağlanacak ve bu da fahiş ücretlerin belirlenmesine sebep olabileceğinden şirket malvarlığının azalması tehlikesini ortaya çıkarabilecektir⁶⁶⁰. Dolayısıyla buradaki susmanın yöneticiler ve işçilerin mali hakları lehine esas sözleşmede ihtiyari düzenleme yapılamayacağı şeklinde yorumlanması güçtür.

Sonuç olarak gölge pay sözleşmesine ilişkin ihtiyari esas sözleşme kayıtları, TTK m. 394'te yer alan hususları tamamlayıcı nitelikte olup bu maddelerde düzenlenmeyen hususlarda ise kanun koyucunun iradesi, o konunun esas sözleşmede düzenlenmesini

⁶⁵⁸ RG, 10.06.2003, S. 25134.

⁶⁵⁹ Açık bir düzenleme yapma ihtiyacının; TTK'de hüküm bulunmayan hallerde yönetim kurulu üyesi ile şirket arasındaki ilişkiye vekalet sözleşmesine dair hükümlerin uygulanması öngörülmesine rağmen bu sözleşmeye ilişkin TBK hükümlerinde ücrete dair yeterli hüküm bulunmamasından kaynaklandığı yönünde bkz. **CELEP**, Faruk: Anonim Şirketlerde Yöneticilerin Mali Hakları, İstanbul Üniversitesi Sosyal Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2011, s. 55.

⁶⁶⁰ Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 4.

engellemek yönündeki bir tercihini yansıtmamaktadır. Dolayısıyla esas sözleşmede gölge pay sözleşmesine ilişkin ihtiyari kayıtlara yer verilebilir.

3. Organ Kararı

a) Genel Olarak

Gölge pay sözleşmesi akdedilmesi yönündeki yetki, TTK m. 340'ın izin verdiği ölçüde esas sözleşmeye konulacak bir hüküm yardımıyla veya organ kararıyla sağlanır (TTK m. 394). Bununla birlikte esas sözleşmede yer verilen bir kaydın genel nitelikte kaldığı hallere rastlanabilir. Bu durumda organ kararı, esas sözleşmenin tamamlayıcı parçasını oluşturur. Ancak bu konuda karar vermeye yetkili organ, tamamen gölge pay sahibinin yer aldığı lehtar sınıfına göre değişmektedir. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesiyle ilişkili konular hakkında karar vermeye yetkili organın tespitini her bir lehtar grubu açısından ayrı ayrı değerlendirilmek yerinde olacaktır.

b) Yönetim Kurulu Üyeleri

(1) Yetkili Organ

Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına ilişkin temel düzenleme, TTK m. 394'tür. Gölge pay sözleşmesi ile sağlanacak mali haklar da konu bakımından söz konusu hükmün kapsamındadır. Dolayısıyla gölge pay sahibinin yönetim kurulu üyesi olması durumunda bu hüküm doğrudan uygulanır. Hükümde yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda karar vermeye yetkili organ, açık bir şekilde gösterilmekte olup bu yetki, genel kurula bırakılmaktadır.

Her ne kadar TTK m. 394, yalnızca mali hakların tutarına özgülenmişse de TTK m. 408/2-b ile birlikte dikkate alındığında mali haklara dair tüm hususlarda karar vermeye yetkili organın genel kurul olduğu sonucuna ulaşılır⁶⁶¹. Zira bu hükümde genel kurulun

⁶⁶¹ Hüküm, yönetim kurulu üyelerinin kendi ücretlerine karar vermesinde bir sakınca olmadığı ve sakınıldığı gibi yüksek ücret belirlenmesi durumunda genel kurulun her zaman azil yetkisini kullanabileceği yönünde eleştirilmektedir. Bkz. **AKDAĞ GÜNEY**, Yönetim Kurulu, s. 177.

yalnızca mali hakların tutarıyla kısıtlı bir yetkisinin olmadığı ve fakat genel anlamda mali hakların belirlenmesinin bu kurulun yetkileri arasında olduğu açıkça düzenlenmektedir. Dolayısıyla hak sahibinin yönetim kurulu üyesi olması durumunda gölge pay sözleşmesinin içerdiği mali haklara ilişkin karar verme yetkisi genel kurulda olacaktır.

(2) Yetki Devri Yasağı

Bir konu, kural olarak şirket organlarından birinin yetki sınırlarına dahil olabilir. Ancak bu, yetkili olarak belirlenen organın diğer organa ilgili yetkiyi kesinlikle devredemeyeceği anlamına gelmez. Çeşitli gerekçelerle organlar arası yetki devri tercih edilebilir. Bu durumda esas sözleşme ve/veya organ kararı ile yetkinin diğer organa devri söz konusu olabilmektedir (TTK m. 408/1). Burada sınırı, esas olarak TTK m. 375 ile TTK m. 408’de düzenlenen devredilemez yetkiler oluşturmaktadır⁶⁶².

Hak sahibinin yönetim kurulu üyesi olması durumunda gölge pay sözleşmesi ile sağlanacak mali haklar konusunda karar verme yetkisi, TTK m. 394 ve TTK m. 408/2-b gereği genel kuruldadır. Burada özellikle genel kurulun yılın belirli bir zamanında (TTK m. 409/1) toplanan âtil bir organ konumunda olması⁶⁶³, şirketi; sürekli faaliyette olan bir organ⁶⁶⁴ niteliğindeki yönetim kuruluna yetki devri yapmaya yönlendirebilir. Çünkü bu, süratli karar alınarak çeşitli değişimlere seri şekilde reaksiyon gösterilmesini sağlar.

⁶⁶² Genel kurulun devredilemez yetkileri, TTK m. 408’de sayılanlarla sınırlı değildir. Nitekim hükmün ikinci fıkrasında “*çeşitli hükümlerde öngörülmüş bulunan devredilemez görevler ve yetkiler saklı kalmak üzere*” ifadesi kullanılmak suretiyle bu husus açıkça ortaya konmaktadır. Örneğin A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği m. 30/1-h’de TTK m. 408’de sayılanlar haricinde genel kurulun devredilemez yetki sahasına giren başka yetkilere de yer verilmektedir. Bu konuda bkz. **ŞEHİRALİ ÇELİK**, Feyzan (**MANAVGAT**, Çağlar/**KIRCA**, İsmail): Anonim Şirketler Hukuku: Genel Kurul, C. 2/1, Ankara 2024, s. 84-85. Benzer şekilde her ne kadar yönetim kurulunun devredilemez yetkilerine yer veren TTK m. 375’te TTK m. 408’deki gibi sınırlı bir sayım yapılmadığını gösteren açık bir ifadeye yer verilmese de bu yetkilerin de maddede sayılanlarla sınırlı olmadığı kabul edilmektedir. Örneğin TTK m. 516’da düzenlenen yıllık faaliyet raporunun hazırlanması da devredilemez yetkiler arasındadır. Bu konuda bkz. **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 248, N. 12-37. Aynı görüşte bkz. **AKDAĞ GÜNEY**, Yönetim Kurulu, s. 146; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 1, s. 397.

⁶⁶³ Genel kurulun sürekli çalışan bir organ olmadığı yönünde bkz. **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 99; **AKDAĞ GÜNEY**, Yönetim Kurulu, s. 3; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 1, s. 217; **PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, Ankara 2024, s. 903, N. 11.

⁶⁶⁴ Bu yönde bkz. **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 99; **AKDAĞ GÜNEY**, Yönetim Kurulu, s. 3.

Ancak TTK m. 408'in bu yetkinin devredilemezliği konusunda yaptığı vurgunun sonucu olarak söz konusu yetkinin yönetim kuruluna devri geçerli değildir.

Aşırı şekilci bir yoruma müsaade etmemek açısından bir ayırım yapmak yerinde olacaktır. Buna göre eğer devredilen yetki, yönetim kurulu üyelerine gölge pay sözleşmesi ile mali hak tanınması konusunda karar vermeyi içeriyorsa bu devir, genel kurulun devredilemez yetkilerinin devri niteliğindedir ve geçerli bir devir değildir. Bu anlamda yönetim kurulu üyelerine hangi mali hakkın sağlanacağı, bu mali hakkın nakdi ödeme veya pay temini yöntemlerinden hangisi ile ifa edileceği hususları, devredilemezlik kapsamındadır. Dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin nihai olarak elde edecekleri menfaatin ne olacağı konusunda genel kurul karar vermelidir. Bu mali hakların kazanılabilmesi için hangi koşulların sağlanması gerektiğini ortaya koyan hak kazanma koşullarına⁶⁶⁵ ilişkin hususlarda da yönetim kuruluna yetki devri yapılamaz. Mali hak tutarı da bu yetki içerisinde kalmaktadır. Zira TTK m. 394, mali hakkın tutarı konusunda karar verme yetkisini genel kurulun yetki sınırları içerisinde olacak şekilde düzenlemektedir.

Yönetim kuruluna yalnızca genel kurulca verilen yetki sınırları içerisinde takdir yetkisi sağlandığı hallerde ise devredilemez yetkinin devri söz konusu değildir. Dolayısıyla örneğin genel kurul tarafından ödenebilecek asgari ve azami mali hak tutarları belirlenmişse yönetim kurulu bu sınırlar içerisinde karar verme yetkisini kullanabilir⁶⁶⁶. Benzer şekilde örneğin genel kurul tarafından hak kazanma koşulu olarak asgari ve azami bir hizmet süresinin belirlendiği hallerde yönetim kurulu, bu sınırlar içerisinde bir süreyi hak kazanma koşulu olarak belirleyebilir. Bu süre üzerinden gölge pay sözleşmesi akdetme yetkisi tanınması, bir yetki devri sorunu yaratmamaktadır. Bununla birlikte ödemenin defaten veya taksitler halinde yapılması gibi ikincil hususlara

⁶⁶⁵ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I.

⁶⁶⁶ Bu yönde bkz. **ÖZER**, s. 215.

ilişkin bir devir de yetki devri niteliği taşımaz⁶⁶⁷. Benzer şekilde yönetim kurulunun hazırladığı bir mali hak tasarısının genel kurul tarafından onaylanmış olması, yetkinin yönetim kurulu üzerine bırakıldığı anlamına gelmez⁶⁶⁸. Çünkü yetki devri, doğrudan hak sahipliğine etki eden hususlarda kararın tamamen yönetim kurulu tarafından verildiği hallerde söz konusu olmaktadır⁶⁶⁹.

(3) Toplantı ve Karar Yeter Sayısı

Genel kurul, kendi yetki alanı içerisindeki konularda toplanıp karar almak suretiyle faaliyet göstermektedir⁶⁷⁰. Bu sebeple genel kurul, gölge pay sözleşmesi ile ilgili hususlardaki yetkisini de bir organ kararıyla somutlaştıracaktır. Söz konusu karar ise aksine bir mevzuat düzenlemesi olmadığı için esas sözleşmede de farklı bir yeter sayı öngörülmediği sürece TTK m. 418'deki toplantı ve karar yeter sayıları ile alınır. Ancak yapılacak değişikliğin esas sözleşme değişikliği niteliğinde olması halinde TTK m. 421'deki ağırlaştırılmış yeter sayılar gündeme gelecektir.

(4) Oydan Yoksunluk

(a) Genel Kurul Toplantısı

Gölge pay sözleşmesi ile mali hak sağlanacak yönetim kurulu üyesi, hizmet gördüğü şirkette pay sahibi olabilir. Bu durumda mali hakları konu edinen genel kurul kararının alınması aşamasında TTK m. 436'nın uygulanması gündeme gelir. Söz konusu hükümle pay sahipleri, şirketle aralarındaki kişisel nitelikteki bir iş veya işleme yönelik

⁶⁶⁷ Genel kurulun tespit ettiği sınırlar içerisinde olmak kaydıyla her bir hak sahibi özelinde ayrıntıların mali haklar sözleşmesiyle belirlenebileceği yönünde bkz. **ÖZER**, s. 214.

⁶⁶⁸ Bu yönde bkz. **ÖZER**, s. 214. Hazırlık ve icrai nitelikteki işlemlerin yetkili organ tarafından yapılmamasının yetki devri olarak anlaşılmaması gerektiği yönünde bkz. **KAŞAK**, Esra: Anonim Şirketlerde Genel Kurul ile Yönetim Kurulu Arasındaki Yetki Dağılımına İlişkin Temel Esaslar, İstanbul 2019, s. 166; **PULAŞLI**, Şerh 2, s. 906, N. 19.

⁶⁶⁹ Bu yönde bkz. **KAŞAK**, s. 166.

⁶⁷⁰ TTK m. 408'nin gerekçesinde bu husus açıkça belirtilmektedir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 198 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 3; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 99.

görüşmeler esnasında oydan yoksun bırakılmaktadır. Dolayısıyla kişi bakımından hükmün kapsamı içerisinde bulunulsa da hükmün uygulanabilmesi, gölge pay sözleşmesinin kişisel nitelikteki iş veya işlem kategorisine girmesine bağlıdır. Öncelikle bu konuda bir oydan yoksunluk öngörülmesi, pay sahibinin ilgili konuda tarafsız kalamayacağı ve dolayısıyla şirketin menfaatine hareket etmektense kendi kişisel menfaati doğrultusunda oy kullanacağı düşüncesine dayanmaktadır⁶⁷¹. Pay sahibinin şirket karşısında üçüncü kişi sıfatıyla hareket edip etmediği, kişiseliliğin değerlendirilmesinde önemli bir ölçüttür⁶⁷². Gölge pay sözleşmesi ile mali hak sağlanması, pay sahibi sıfatından kaynaklanan bir menfaat olmayıp yönetim kurulu üyesi, şirketin karşısında üçüncü kişi sıfatıyla bulunmaktadır⁶⁷³. Bu konuda yönetim kurulu üyesinin ve şirketin çıkarları birbirine zıt olup yönetim kurulu üyesi, yüksek ücret elde etmek amacıyla hareket edecektir. Bu sebeple şirket malvarlığının korunması amacını göz ardı edebilir. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesi ile ilişkili konuların görüşüleceği genel kurul toplantılarında pay sahibi olan yönetim kurulu üyelerinin oydan yoksunluğu gündeme gelmelidir⁶⁷⁴. Ancak yönetim kurulu üyesinin genel kurula katılması ve görüş bildirmesi yasak kapsamına dahil değildir⁶⁷⁵.

⁶⁷¹ Bu yönde bkz. **TEOMAN**, Ömer: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, Ankara 1983, s. 87; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklık, s. 137; **DOĞANAY**, Şerh 1, s. 1092.

⁶⁷² Bu yönde bkz. **TEOMAN**, Oydan Yoksunluk, s. 203; **YANLI**, Mali Haklar, s. 51; **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 372, N. 14-60.

⁶⁷³ Genel olarak yönetim kurulu üyelerinin mali haklarına ilişkin aynı yönde bkz. **YANLI**, Mali Haklar, s. 51; **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, s. 255.

⁶⁷⁴ Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının görüşüldüğü genel kurulda pay sahibi olması koşuluyla oydan yoksun olacağı yönünde bkz. **ÖZER**, s. 227/397; **YANLI**, Mali Haklar, s. 51-52; **GÜRBÜZ USLUEL**, Mali Haklar, s. 211; **CENKİ**, Ücret, s. 183. Aksi yönde bkz. *Teoman*, yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının belirlendiği genel kurulda oydan yoksun olmadıklarını, zira burada şirketle arasında bir hukuki işlem ve uyuşmazlığın söz konusu olmadığını ifade etmektedir. Bkz. **TEOMAN**, Oydan Yoksunluk, s. 108, dn. 98. *Tekinalp* ise hizmet görmeye devam eden kişinin genel zam ve ikramiyeden yararlanması hallerinde hükmün uygulanamayacağını belirtmekle birlikte bu görüşe bir gerekçe sunmamaktadır. Bkz. **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 372, N. 14-60. Yargıtay da bir kararında huzur hakkına ilişkin görüşmelerde yönetim kurulu üyesinin pay sahibi eşi tarafından oy kullanılmasına rağmen bunu TTK m. 436 kapsamında değerlendirmeyen bölge adliye mahkemesi kararını hukuka uygun bularak onamıştır. Bkz. Yargıtay 11. HD, E. 2020/1032 K. 2021/228 T. 20.01.2021 (Lexpera, 21.04.2025).

⁶⁷⁵ Bu yönde bkz. **TEOMAN**, Oydan Yoksunluk, s. 179-181; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklık, s. 137; **TEKİL**, s. 294; **ÇEVİK**, s. 696; **DOĞANAY**, Şerh 1, s. 1094; **ÖZER**, s. 227; **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 372, N. 14-60; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2271, N. 233a; **ŞEHİRALİ ÇELİK(MANAVGAT/KIRCA)**, Genel Kurul, s. 617.

(b) Yönetim Kurulu Toplantısı

Genel kurulun devredilemez yetkilerinin ihlali niteliği taşımayacak şekilde yönetim kuruluna bırakılan konularda gerçekleştirilecek görüşmelerde TTK m. 393/1 hükmüne rağmen yönetim kurulu üyesinin görüşmelere katılması ve bu görüşmelerde oy kullanmasına bir engel bulunmamaktadır. Çünkü hükümde yönetim kurulu üyesinin görüşmelere katılma yasağı ile oydan yoksunluğu, bu kişinin şirket dışı menfaatiyle şirketin menfaatinin çatışmasına bağlanmaktadır. Oysa gölge pay sözleşmesi ile mali hak sağlanması, pay sahipliğiyle ilgili olmasa da yönetim kurulu üyesinin şirkette gördüğü bir hizmetten kaynaklanmaktadır. Bu sebeple şirket dışı menfaat niteliği taşımaz⁶⁷⁶. Nitekim yönetim kurulu üyelerine yolluk verilmesi gibi hususların şirket dışı menfaat kavramına dahil olmadığı, madde gerekçesinde de vurgulanmaktadır⁶⁷⁷.

c) Yöneticiler ve İşçiler

(1) Yetkili Organ

Yönetim kurulu üyelerinin aksine yöneticilerin ve işçilerin mali hakları mevzuatta düzenlenmemektedir. Bu sebeple söz konusu kişilerin mali haklarına karar verme konusunda hangi organın yetkili olduğu, mevzuattaki bir hükmün takibiyle açıkça anlaşılamamaktadır. Ancak bu konuda organların yetkilerini düzenleyen hükümler doğrultusunda bir değerlendirme yapılabilir. Öncelikle genel kurulun yetkilerini düzenleyen TTK m. 408/1'e göre genel kurul, ancak kendisine esas sözleşme veya kanunla açık bir şekilde yetki verilen hallerde karar alma yetkisine sahiptir. Kanun ve esas sözleşmeyle genel kurula bırakılan alanlar dışında ise yönetim kurulu yetkili organ

⁶⁷⁶ Yönetim kurulu üyeliğinden kaynaklanan menfaatin şirket içi menfaat olduğu yönünde bkz. **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 276, N. 12-99. Yönetim kurulu üyelerine üçüncü kişi gibi ek bir görev verilmesi ve buna ilişkin ücretin belirlenmesinin şirket dışı menfaat olarak nitelendirilmesi yönünde bkz. **ÇAMOĞLU(TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 418, N. 578. Aksi yönde bkz. **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 1, s. 441; **YANLI**, Mali Haklar, s. 67; **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 276, N. 12-99.

⁶⁷⁷ Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 187 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

niteliğindedir (TTK m. 374). Buna göre yöneticilerin ve işçilerin mali haklarına ilişkin düzenleme yetkisinin hangi organa ait olduğuna dair genel kurulu yetkilendiren bir düzenleme bulunmadığından⁶⁷⁸ -esas sözleşmede de bu yetkilendirmeye dair bir kaydın bulunmaması koşuluyla- yönetim kurulunun yetkisi kabul edilmelidir⁶⁷⁹.

Öğretide TTK m. 394'ün üst düzey yöneticiler açısından da uygulanması gerektiği ve dolayısıyla bu kişilerin mali haklarına karar verme yetkisinin genel kurula ait olduğu görüşü de paylaşılmaktadır⁶⁸⁰. Bu görüşe göre yetkili organın yönetim kurulu olarak kabul edilmesi halinde üst düzey yöneticilerin mali haklarının kendilerini atayan organa bırakılması sonucu doğmaktadır. Dolayısıyla yönetim kurulu üyeleri ile iyi geçinen kişilerin yüksek miktarda mali hak elde etmeleri söz konusu olabilir. Kanaatimizce bu tehlike, yönetim kurulu üyeleri açısından da söz konusu olup⁶⁸¹ bunun yetkili organın tespitinde bir ölçüt olmaması gerekir. Zira yönetim kurulu üyeleri de pay sahipleri ile iyi

⁶⁷⁸ TTK m. 374'in kanun veya esas sözleşmede genel kurula bırakılmayan her yetkinin yönetim kuruluna ait olacağı şeklinde yorumlanmaması gerektiği yönünde bkz. **KESKİN**, Harun: "Anonim Şirket Genel Kurulu ile Yönetim Kurulu Arasındaki İlişkinin Tarihsel Süreçte Geçirdiği Değişim ve Organların Yetkilerine Genel Bir Bakış", **BATİDER**, C. 34, S. 3, 2018, s. 268-269. TTK m. 375/1-d uyarınca yöneticilerin atanması ve görevden alınması konusunda yetki sahibi olan [Madde gerekçesinde hükümdeki "müdürler ile aynı işleve sahip kişiler" ifadesi ile "kendilerine yönetim görev ve yetkileri tanınmış olan kimseler" in kastedildiği açıkça ifade edilmiştir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 174 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).] bir organın bu kişilerin mali hakları konusunda da yetki sahibi olmaması düşünülemez. Yöneticiler için bkz. **YANLI**, Mali Haklar, s. 61. Zira bir kişinin mali hakkının onu atayan organ tarafından belirlenmesi, ilgili organın o kişinin performansı, deneyimi gibi kişisel nitelikleri hakkında gözetim görevini de taşıması nedeniyle daha yerindedir. Bkz. **YANLI**, Mali Haklar, s. 61. Her ne kadar işçiler lehine bu açıklıkta bir düzenlemeye yer verilme de yöneticileri atama ve görevden almaya yetkili bir organın evveliyetle işçiler konusunda da yetkili olduğu sonucuna ulaşılması gerekir. Genel anlamda TTK düzenlemeleri gözetildiğinde de kanun koyucunun iradesinin bir kişiyi atama ve görevden alma yetkisine sahip organın o kişinin mali hakları konusunda da yetki sahibi kabul edilmesi yönünde olduğu açıktır. Buna göre TTK m. 408/2-b uyarınca yönetim kurulu üyelerini atama ve görevden alma yetkisine sahip olan genel kurulun mali haklar konusunda da yetkili organ niteliği taşıdığı, TTK m. 394 ile TTK m. 408/2-b düzenlemelerinden anlaşılmaktadır. Bkz. **YANLI**, Mali Haklar, s. 61. Dolayısıyla hak sahibinin yönetici veya işçi olması durumunda işin niteliği de gölge pay sözleşmesi ile sağlanacak mali haklara ilişkin karar vermeye yetkili organın da yönetim kurulu olduğu sonucuna ulaştırmaktadır.

⁶⁷⁹ Yöneticiler için aynı görüşte bkz. **KIRCA(ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 753; **YANLI**, Mali Haklar, s. 61; **ÖZDOĞAN DALOĞLU**, s. 244; **CENKÇİ**, Ücret, s. 176; **ERDAL**, Deniz İpek: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilere Sağlanan Mali Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Karar Sürecine Katılmasının (Say on Pay) Türk Hukukuna Uygulanabilirliği", **BÜHFD**, C. 6, S. 2, 2020, s. 288; **ERYİĞİT**, Harun: Anonim Şirketlerin Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Yönetimi ve Sonuçları, İstanbul 2023, s. 115. İşçilere kâr üzerinden sağlanacak bir ücrete ilişkin aynı görüşte bkz. **ÜÇŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 454; **ÇELİKBOYA**, s. 368. Çalışanlara pay edindirmeyi amaçlayan mali haklar bakımından aynı görüşte bkz. **BAŞ**, s. 358.

⁶⁸⁰ Bu görüş için bkz. **ÖZER**, s. 220-221.

⁶⁸¹ Aynı yönde bkz. **ERYİĞİT**, Sözleşme, s. 115.

ilişkiler kurarak yüksek miktarlarda mali hak sağlayabilir. Nitekim bu tehlike, faaliyet raporu sayesinde genel kurul tarafından takip edilebilen usulsüzlük sonucu yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gidilmesi ve/veya yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması sayesinde ortadan kaldırılabılır (TTK m. 364, m. 516/2-c, m. 553/1, A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği m. 13/1-b)⁶⁸².

(2) Yetki Devri

Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının aksine yöneticilerin ve işçilerin mali haklarına ilişkin karar verme yetkisinin devredilemez olduğuna yönelik bir düzenleme bulunmamaktadır. Zira bu konu, TTK m. 375'te düzenlenen yönetim kurulunun devredilemez yetkileri arasında sayılmamaktadır. Bu maddede yönetim kurulunun devredilemez yetkileri bakımından tahdidi bir sayım yapılmadığı kabul edilmektedir⁶⁸³. Ancak söz konusu mali haklara ilişkin; devredilemezliğin değerlendirilebilmesinde esas alınabilecek nitelikte özel bir düzenleme de bulunmamaktadır. Mevzuattaki bu eksiklik ile yönetim kurulu yetkilerinin devredilemezliğinin istisna olduğu⁶⁸⁴ gözetildiğinde yöneticiler ile işçilerin mali hakları konuda karar verme yetkisinin devredilemezliğinden bahsedilememesi gerekir. Ancak öğretide yöneticilerin mali haklarını belirleme yetkisinin TTK m. 375/1-c'de yer bulan “*muhasabe, finans denetimi ve şirketin yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulması*” yetkisinden kaynaklandığı ifade edilebilmektedir⁶⁸⁵. Bu anlamda söz konusu görüş uyarınca yöneticilerin mali hakları konusunda karar verme yetkisinin devredilemez olduğu ifade edilebilir. Oysa TTK m. 375/1-c; şirketin malvarlığı durumunun

⁶⁸² Bu yönde bkz. CENKÇİ, Ücret, s. 177.

⁶⁸³ Bu yönde bkz. KIRCA(ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT), Temel Kavramlar, s. 540; ÜÇİŞİK/ÇELİK, C. 1, s. 476; HELVACI, Mehmet: “Yönetim Kurulunun Anonim Şirketi İdare ve Temsili, Özellikle Devredilemez Görev ve Yetkileri”, BAÜHFD, C. 9, S. 117-118, 2014, s. 128; AKDAĞ GÜNEY, Yönetim Kurulu, s. 146; TEKİNALP, Yeni Hukuk, s. 248, N. 12-37. Örneğin TTK m. 353/1, m. 368, m. 376/1 hükümlerinde de yönetim kurulu üyelerinin devredilemez yetkilerine yer verilmektedir. Bkz. HELVACI, s. 128.

⁶⁸⁴ İstisnaların dar yorumu konusunda bkz. YONGALIK, İstisnalar, s. 8-13.

⁶⁸⁵ Bu görüşte bkz. ERDAL, s. 288; CENKÇİ, Ücret, s. 176-177.

izlenebilmesine olanak veren ticari defterlerin tutulması, finansal tabloların oluşturulması gibi muhasebe düzenine ilişkin yetkileri⁶⁸⁶; iç kontrol sisteminin ve bununla ilişkili örgütün oluşturulması gibi finansal denetime ilişkin yetkileri kapsamaktadır⁶⁸⁷. Finansal planlama ise şirket hedeflerine ulaşılmasına hizmet edecek finansal araçların temin edilmesini içermektedir⁶⁸⁸. Bu anlamda yönetici ve işçilere sağlanacak mali haklar, konu bakımından bu yetkiler arasına dahil edilemez. Dolayısıyla TTK m. 375/1-c kapsamına girmeyen bir yetkinin bu maddeye dayanılarak devredilemez nitelikte olduğu sonucuna ulaşılamayacağı kanısındayız.

Nihayetinde yöneticiler ve işçilerin mali haklarını belirleme yetkisinin devredilmesi olanaklıdır. Ancak kanun koyucunun hak sahibinin kendi mali hakkını belirlemesini tercih etmediği, yönetim kurulu üyeleri için özel bir düzenleme getirerek bu konuda karar verme yetkisini doğrudan genel kurulun devredilemez yetkileri arasına almış olmasından anlaşılmaktadır (TTK m. 394, m. 408/2-b). Bu iradenin yönetici ve işçiler için farklı yönde seyredeceğini ifade etmek yerinde olmaz. Bu sebeple yönetim kurulunun; yöneticilerin ve işçilerin mali haklarına ilişkin karar verme yetkisini bu kişilerle eşit veya alt kademedede bulunan kişilere devretmesi yerinde olmaz. Zira aksi kabul, kişilerin kendilerinden daha üst kademedede bulunan çalışanların mali hakları konusunda karar vermelerine yol açar. Bu da yetki hiyerarşisini ve üst kademedeki çalışanların otoritesini zayıflatır. Bununla birlikte mali hakların bir baskı unsuru olarak kullanılması sebebiyle üst kademenin denetim görevlerini yeterli şekilde yerine getirememesi ve nihayetinde alt kademedeki çalışanların denetimsiz kalması riskini de ortaya çıkarabilir. Mali hakları belirlenecek kişilerle eşit kademedeki kişilere karar verme yetkisinin devredilmesi ise bu risklerin yanı sıra dolaylı olarak söz konusu kişilerin kendi

⁶⁸⁶ Bu yönde bkz. **KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 547.

⁶⁸⁷ Bu yönde bkz. **DOĞAN**, Beşir Fatih: “Yönetim Kurulunun Devredilemez Yetkileri ve Yönetim Yetkisinin Devri”, MÜHF-HAD, C. 18, S. 2, 2012, s. 617; **KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 549.

⁶⁸⁸ Bu yönde bkz. **DOĞAN**, s. 616; **KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/MANAVGAT)**, Temel Kavramlar, s. 553.

mali haklarını kendilerinin belirlemesine yol açar. Böylece kişiler, kendi menfaatlerini gözeterek yüksek tutarda mali haklar kararlaştırabilir. Bu da malvarlığının korunması ilkesine aykırılık oluşturarak yönetim kurulunun devir kararının butlanına sebep olabilir (TTK m. 391/1-b). Nitekim üst düzey yöneticilerin mali hakları, faaliyet raporu vasıtasıyla hem yönetim kurulu tarafından raporun oluşturulması aşamasında hem de genel kurul tarafından olağan genel kurul toplantıları esnasında denetlenebilmektedir (TTK m. 516/1, m. 516/2-c, A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği m. 13/1-b). Diğer yöneticiler ile işçiler tarafından belirlenen ücretlerin bu şekilde denetlenmesi ise olanaklı değildir (TTK m. 516/1, m. 516/2-c, A.Ş. Genel Kurul Yönetmeliği m. 13/1-b). Bu da anılan kişilerin mali hak konusundaki kararlarının denetlenmesini zorlaştırdığından bu tehlikelerin denetim mekanizmaları kullanılarak bertaraf edilmesi güçtür.

Yönetim kurulunun yöneticilerin ve işçilerin mali hakları konusunda karar verme yetkisini esas sözleşmeye konulacak bir hükümle genel kurula devretmesi de olanaklıdır (TTK m. 408/1). Bu devir, TTK m. 340'ta yer alan emredici hükümler ilkesine aykırılık teşkil etmez. Çünkü emredici hükümler ilkesi, ancak kanunda açıkça düzenlenen konularda değişiklik yapan esas sözleşme kayıtları bakımından uygulama alanı bulmaktadır⁶⁸⁹. TTK'nin anonim şirketlere uygulanacak hükümleri arasında yöneticilerin ve işçilerin mali haklarına ilişkin karar vermeye yetkili organ konusunda açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu düzenleme eksikliği, kanaatimizce yetkinin TTK m. 374 ile m. 408 hükümleri doğrultusunda mutlaka yönetim kuruluna ait olacağı şeklinde yorumlanmamalıdır. Zira kanun koyucu, devredilemez nitelik tanımayı tercih ettiği yetkileri kanunun çeşitli maddelerinde açıkça düzenlemek yoluna gitmiştir (TTK m. 353/1, m. 368, m. 375). Kaldı ki yönetim kurulunun mali hakları konusunda karar vermeye yetkili bir organın daha alt kademedeki kişilerin mali haklarına karar verme konusunda yetkili olmayacağını ifade etmek de çelişki yaratacaktır.

⁶⁸⁹ Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, C, 2, b.

(3) Toplantı ve Karar Yeter Sayısı

Yönetim kurulu, kural olarak⁶⁹⁰ karar almak suretiyle faaliyetlerini yerine getirir de bazı durumlarda karar almasına gerek olmaksızın da faaliyette bulunabilmektedir⁶⁹¹. Gölge pay sözleşmesi ile mali hak sağlanması, yönetim kurulunun karar olmaksızın faaliyet gösterebileceği istisnai hallere girmemektedir. Çünkü yönetim kurulunun kurul olarak toplanmaksızın faaliyet gösterebileceği konular; şirket defterlerinin tutulması, işçilerin ücretlerinin ödenmesi, tescil ve ilan işlemlerinin gerçekleştirilmesi gibi⁶⁹² maddi fiil gerektiren hallerle sınırlıdır. Dolayısıyla yönetim kurulu, mali haklar konusundaki iradesini bir karar ile somutlaştıracaktır. Bu durumda toplantı ve karar yeter sayıları hakkında esas sözleşmede farklı bir yeter sayı öngörülmediği sürece TTK m. 390/1 uygulanacaktır. Yönetim kuruluna ait yetkinin genel kurula devredilmesi durumunda ise, karar, yukarıda genel kurul açısından belirtilen olağan nisaplarla alınacaktır⁶⁹³.

⁶⁹⁰ Bu yönde bkz. **DOMANİÇ**, Şerh 2, s. 587; **NOMER ERTAN**, N. Fusun: “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Toplantı ve Kararları”, Yürürlüğünün 6. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu (12 Ekim 2018): Tebliğler ve Tartışmalar, İstanbul 2018, s. 48.

⁶⁹¹ Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 115; **AKDAĞ GÜNEY**, Yönetim Kurulu, s. 247; **NOMER ERTAN**, s. 48; **ÇAMOĞLU(TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 364/371, N. 522/523; **PULAŞLI**, Şerh 2, s. 1473, N. 66.

⁶⁹² Yönetim kurulunun kurul olarak toplanmaksızın karar alabileceği haller için bkz. **ARSLANLI**, Organizasyon ve Tahviller, s. 115; **ÇAMOĞLU(TEKİNALP/POROY)**, C. I, s. 364/371, N. 522/523; **PULAŞLI**, Şerh 2, s. 1473, N. 66.

⁶⁹³ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, C, 3, b, 3.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GÖLGE PAY SÖZLEŞMESİNDE İFA

I. İfa Koşulları

A. Genel Olarak

Gölge pay sözleşmesinde ifa⁶⁹⁴ aşamasına geçilebilmesi için birtakım koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu koşullar, hak kazanma koşulları olarak adlandırılabilir. Hak kazanma koşulları, mali hakkın doğumuna etki eden koşulları ifade etmektedir⁶⁹⁵. İfa alacaklısı, bu koşulların gerçekleşmesi ile mali hak sahibi sıfatını elde eder. Bu anlamda hak kazanma koşulları, geciktirici koşul niteliğini haizdir (TBK m. 170/1). Çünkü hakkın doğumu, koşulun gerçekleşmesiyle hüküm ifade etmekte olup bozucu koşulda olduğu gibi koşulun gerçekleşmesiyle birlikte hakkın doğumu hükümsüz kılınmaz (TBK m. 170/1, m. 173/1). Taraflar, hak kazanma koşulunun gerçekleşmesine kadar olan ara dönemde gölge pay sözleşmesi ile bağlı olmaya devam eder⁶⁹⁶. Zira koşula bağlı olan, mali haktır. Bu sebeple tarafların ara dönemde gölge pay sözleşmesinden doğan diğer hak ve yükümlülükleri devam etmektedir. Bununla birlikte ifa alacaklısı, ara dönemde beklenen bir hakka sahip⁶⁹⁷ olup bu hak da kanun koruması altına alınmıştır⁶⁹⁸. Buna göre koşullar gerçekleşinceye kadar gölge pay sağlayanın mali hakkın gereği gibi

⁶⁹⁴ Alacaklının tatmin edilerek borcun son erdirilmesine hizmet eden ifa, borç konusu edimin zaman, yer ve diğer ifa unsurlarına uygun ve tam bir şekilde yerine getirilmesi anlamına gelir. Bu konuda bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 663; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 758; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU**, Necip/**HATEMİ**, Hüseyin/**SEROZAN**, Rona/**ARPACI**, Abdülkadir: Borçlar Hukuku Genel Bölüm: İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme, C. 3, İstanbul 2016, s. 7; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1030.

⁶⁹⁵ Bu konuda ayrıca bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

⁶⁹⁶ Genel olarak koşula bağlı borç öngören sözleşmelerde koşulların gerçekleşmesine kadar olan ara dönemde tarafların aralarındaki sözleşmeyle bağlı olmaya devam edecekleri yönünde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 1007; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 333; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1326.

⁶⁹⁷ Geciktirici koşula bağlı hukuki işlemlerde koşulun gerçekleşmesine kadar olan ara dönemde hak sahibinin beklenen hakka sahip olduğu yönünde bkz. **PULAŞLI**, Şart, s. 144; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 333-334; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 75; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 535; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1326.

⁶⁹⁸ Ara dönemde hak sahibinin alacak hakkını haiz olmamasına rağmen beklenen hakkının TTK m. 171 (eTTK m. 150) çerçevesinde korunduğu yönünde bkz. **PULAŞLI**, Şart, s. 145; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 75; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 535-536.

ifasını engelleyecek davranışlardan uzak durması gerekmektedir (TBK m. 171/1). Dolayısıyla gölge pay sağlayanın şirketin mali durumunu zora sokacak ve bu sebeple ifa alacaklısının daha düşük bir değerde mali hakka sahip olmasına veya mali hakkı elde edememesine yol açacak davranışları gerçekleştirmemesi gerekir. Koşula bağlılık, yalnızca; ifa alacaklısının koşul gerçekleşmeden mali hakkın ifasını talep edememesine yol açar⁶⁹⁹. Kural olarak koşulun gerçekleştiği zamanda hüküm doğurmak kaydıyla⁷⁰⁰ beklenen hak üzerinde tasarruf işlemi gerçekleştirilmesine veya bu hakkın teminat altına alınmasına engel olmaz⁷⁰¹. Bununla beraber gölge pay sözleşmesi açısından bu her zaman geçerli değildir. Çünkü bu sözleşmede mali hakkın kişiliğe bağlılığı ön plana çıkmakta ve dolayısıyla üçüncü kişilere devri, değerlendirme tarihine kadar olanaklı olmamaktadır⁷⁰². Bu bağlamda ifa alacaklısının beklenen hakkı üzerinde devir dışındaki tasarruf işlemlerini gerçekleştirmesi, özellikle beklenen hak bakımından kefalet kabul etmesi, bu hak için ibra sözleşmesi akdetmesi olanaklıdır⁷⁰³. Ancak ifa alacaklısı, bu hakkın üçüncü kişilere devrine sebep olacak herhangi bir tasarruf işlemi gerçekleştirilemez.

Tarafların tercihlerine bağlı olarak; farklı hak kazanma koşulları öngörülebilmekle beraber uygulamada tespit edebildiğimiz kadarıyla bu koşulları temelde beş kategori altında incelemek olanaklıdır. Buna göre hak kazanma koşulları; süreye, performansa, şirketin yapısal durumuna, taraflar arasındaki iş görme sözleşmesinin son bulma şekline ve/veya şirketin kâr payı dağıtmasına yönelik olabilir. Tespit edebildiğimiz kadarıyla uygulamada karma bir hak kazanma düzeni oluşturulması

⁶⁹⁹ Geciktirici koşula bağlı borçlarda tarafların yapamayacakları eylemin henüz doğmamış borcun ifasını istemek olduğu yönünde bkz. **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 535.

⁷⁰⁰ Koşula bağlı alacağın tasarruf işlemine konu olması halinde bu işlemin hükümlerini koşulun gerçekleştiği anda doğuracağı yönünde bkz. **NOMER**, Haluk N.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2024, s. 557.

⁷⁰¹ Bu yönde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 1007; **İNAN**, s. 417; **PULAŞLI**, Şart, s. 148; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 536.

⁷⁰² Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, c. Borçlunun kişiliğinin ön planda olması halinde koşula bağlı borcun mirasçıya geçmeyeceği yönünde bkz. **PULAŞLI**, Şart, s. 149; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1326.

⁷⁰³ Bu yönde bkz. **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 536; **NOMER**, s. 557.

eğilimi de mevcuttur⁷⁰⁴. Buna göre mali hakkın doğumunun tek tür hak kazanma koşulu üzerinden belirlenmesi yerine birkaç farklı hak kazanma koşulu bir araya getirilmektedir. Örneğin bir sözleşmede;

“Yönetici tarafından aksi belirlenmedikçe aşağıdakilerden hangisi daha önce gerçekleşirse o zaman menfaate hak kazanılır: (a) (i) tahsis tarihinin birinci yıl dönümü ...(c) hak sahibinin söz konusu tarihte hala yönetim kurulu üyesi olarak hizmet veriyor olması koşuluyla öldüğü veya tam maluliyete uğradığı tarih.”

şeklinde hem süre hem iş görme sözleşmesinin son bulma şekline dayalı bir hak kazanma düzeni oluşturulmuştur⁷⁰⁵. Bu koşullar, her ne kadar içerik bağlamında farklılaşsa da hak sahibinin hak kazanma dönemi boyunca iş görmeye devam etmesi, genellikle tamamı bakımından ek hak kazanma koşulu olarak öngörülmektedir⁷⁰⁶. Asgari bir hizmet süresine

⁷⁰⁴ Örneğin bir sözleşmede hem belirli bir sürenin dolması hem de ölüm veya maluliyet sebebiyle sözleşmenin sona ermesi, hak kazanımı için tek başına yeterli görülmüştür. Bkz. “Gölge paylar üzerinde hak sahibinin o sırada işçi veya yönetim kurulu üyesi olması koşuluyla tahsis tarihinin üçüncü yıldönümünde mali hak kazanılır. Hak sahibinin ölüm veya maluliyet sebebiyle hizmetinin sona ermesi durumunda şirketteki hizmetinin bu olaydan önceki bir yıl boyunca kesintisiz sürmesi koşuluyla gölge payların tamamı üzerinde mali hak kazanılır.” **OMEGA FLEX INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.21, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025). Bir başka örnekte hem sabit bir hak kazanma tarihi öngörülmüş hem de kontrol değişikliği, ölüm, maluliyet ve emeklilik hallerinin her birinin hak kazanımına yol açması kararlaştırılmıştır. Bkz. “Sözleşmede aksi belirtilmedikçe hak kazanımı, planın 4.1 maddesi [kontrol değişikliği (planın 4.2 maddesinde tanımlandığı şekilde) ile bağlantılı olarak] veya planın 2.5 maddesi [emeklilik (planın 9.1(s) maddesinde tanımlandığı şekilde, maluliyet (planın 9.1(k) maddesinde tanımlandığı şekilde) veya ölüm durumunda] uyarınca derhal gerçekleşir.” **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly report) EX-10.2, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁰⁵ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.**: Director Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.18.12, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁰⁶ Bu yönde bkz. **KROLL**, s. 60. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Plan ve sözleşme hükümlerine tabi olarak tahsis edilen gölge pay haklarına aşağıdaki düzene göre hak kazanılır; şu şartla ki, hak sahibi ilgili her hak kazanma tarihinde (her biri ‘Hak Kazanma Tarihi’) şirket veya bir iştiraki nezdinde istihdam edilmeye devam etmeli ve tahsis tarihinden itibaren ilgili hak kazanma tarihine kadar şirket veya bir iştiraki bünyesinde istihdam edilmiş olmalıdır.” **TRIAD GUARANTY INC.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10, 29.01.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Sözleşmede aksi belirtilmedikçe hak sahibi, şirketin veya bağlı şirketinin hizmetinde kaldığı sürece tahsis tarihinin üçüncü yıldönümünde (‘Değerleme Tarihi’) menfaat konusu gölge paylar üzerinde mali hak kazanır.” **SALISBURY BANCORP INC.**: Phantom Stock Appreciation Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

yer veren sözleşmelere de rastlanmaktadır. Bu süre de genellikle bir yıl şeklinde belirlenmektedir⁷⁰⁷. Bu konuda şu sözleşme hükmü örnek gösterilebilir⁷⁰⁸:

“Hak sahibinin hizmetinin ölüm veya maluliyet sebebiyle sona ermesi durumunda tüm gölge paylar üzerinde mali hak kazanılmış hale gelir; ancak bunun için hak sahibinin şirketteki hizmetinin bu olaylardan önce kesintisiz bir yıl sürmüş olması gerekir.”

B. Süreye Dayalı Koşullar

Gölge pay sözleşmesinde mali hakların doğumu, süre koşuluna bağlanabilmektedir⁷⁰⁹. Bununla tahsis tarihi üzerinden belirli bir sürenin geçmesi, hak sahibinin belirli bir süre şirkette hizmet görmesi gibi öngörülen bir sürenin tamamlanması üzerine kurgulanan koşullar anlaşılmalıdır. Bu koşullar bakımından genellikle iki yöntem uygulanmaktadır. Buna göre ifa alacaklısı, mali hakka kümülatif veya kademeli şekilde hak kazanabilmektedir. Ancak aşağıdaki örneklerde de görüleceği üzere her iki yöntemde de nihai süre, genellikle üç ila beş yıl olarak öngörülmektedir.

Kümülatif hak kazanma koşulunda (*cliff vesting*⁷¹⁰) tek bir süre öngörülmekte ve bu sürenin tamamlanması ile hak sahibine tahsis edilen gölge payların tümü üzerinde mali hak doğmaktadır⁷¹¹. Örneğin bir sözleşmede *“Hak kazanma, Tahsis Tarihinin üçüncü yıldönümünde gerçekleşir.”* şeklinde hak sahibinin şirketteki hizmet süresinden bağımsız

⁷⁰⁷ Örneğin hizmet süresi üzerinden bir hak kazanımı öngören bazı sözleşmelerde hak kazanımını sağlayacak hizmet süresi bir yıldan başlatılmaktadır. Birçokları yerine bkz. **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **ANCHOR MUTUAL SAVINGS BANK**: Anchor Mutual Savings Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.4, 24.10.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁰⁸ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **OMEGA FLEX INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.21, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁰⁹ Bu yönde bkz. **KROLL**, s. 60; **BLACHMAN**, s. 14.

⁷¹⁰ Kümülatif hak kazanma koşulunun *cliff vesting* olarak anıldığı örnek sözleşme için bkz. *“Yürürlük tarihinde veya sonrasında tahsis edilen her bir gölge pay üzerinde tahsis tarihinin üçüncü yıldönümünde tam olarak mali hak kazanılır (‘kümülatif hak kazanımı’).”* **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷¹¹ Bu yönde bkz. **WHITTLESEY**, s. 53.

olarak tahsis tarihi üzerinden tespit edilen bir süre koşuluna yer verilmiş, sürenin dolması ile kümülatif kazanım öngörülmüştür⁷¹². Başka bir örnekte sözleşmede hak kazanma tarihine doğrudan yer verilmiş ve gölge pay sahibinin bu tarihe kadar şirkette çalışması koşuluyla söz konusu tarihte tüm gölge paylar üzerinde mali hak kazanması kabul edilmiştir⁷¹³:

“Gölge pay sözleşmesinde belirtilen hüküm ve koşullara tabi olarak ve hak sahibinin hak kazanma tarihinde işveren grubu tarafından istihdam edilmesi koşuluyla gölge paylar üzerinde gölge pay sözleşmesinin kapak sayfasında belirtilen hak kazanma tarihinde mali hak kazanılır.”

Bununla birlikte tahsis tarihinden bağımsız bir sürenin hak kazanma koşulu olarak öngörüldüğü kümülatif hak kazanma koşuluna da rastlanmaktadır⁷¹⁴:

“Beş (5) veya daha fazla hizmet yılını tamamlamış olan hak sahibi, gölge pay menfaatinin yüzde yüzüne (%100) hak kazanır.”

Kademeli hak kazanma koşulunda (*incremental vesting*) ise sözleşmede birden fazla süreye yer verilmekte ve her bir süre sonunda gölge payların bir kısmı üzerinden

⁷¹² Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.**: Alion Science and Technology Corporation Performance Shares and Retention Phantom Stock Plan, POS AM (Post-Effective Amendment) EX-10.41, 24.01.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷¹³ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **WMS INDUSTRIES INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 30.09.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷¹⁴ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **ROCKVILLE BANK**: Rockville Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.8, 17.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

mali hak doğduğu varsayılmaktadır⁷¹⁵. Örneğin bir sözleşmede şu şekilde bir düzenleme öngörülmüştür⁷¹⁶.

“Hak sahibinin gölge pay üzerindeki menfaati, gölge payın hak sahibinin hizmet yılına göre belirlenen yüzdeyle çarpılmasıyla hesaplanır...”

Buna göre gölge pay sahibinin şirketteki hizmet yılı arttıkça üzerinde mali hak hesaplanabilecek gölge pay sayısının da aynı doğrultuda artması öngörülmüştür. Bu, gölge pay sahibine yeni gölge pay tahsis edilmesi anlamına gelmeyip bir anlamda hali hazırda tahsis edilen gölge payların mali hak hesabında kullanılabilir hale gelmesini ifade etmektedir. Böylece örneğin şirketteki birinci yılını dolduran gölge pay sahibi, sahip olduğu gölge payların %20’si üzerinde mali hak elde edebilmektedir. Dolayısıyla iki yüz adet gölge paya sahip bir hak sahibi, birinci yılın sonunda kırk adet gölge paya ilişkin hak kazanma koşullarını tamamlamış addedilmekte ve bu kırk adet gölge pay üzerinde mali hak sağlayabilmektedir. Başka bir örnekte de tahsis tarihi üzerinden kademeli bir hak kazanımı öngörülmüştür⁷¹⁷:

“Menfaat döneminin ilk yılı, tahsis tarihinden bir yıl sonra başlar ve 12 ay sonra sona erer. Menfaat döneminin ilk yılında hak sahibi tarafından başlangıçta tahsis

⁷¹⁵ Bu yönde bkz. **WHITTLESEY**, s. 53. Aynı yönde bkz. “Gölge payların yarısı (1/2) üzerinde tahsis tarihinden on üç (13) ay sonraki tarihte mali hak kazanılır. Gölge payların kalan yarısı üzerinde (1/2) hak sahibinin sürekli hizmetinin ilgili hak kazanma tarihinden önce sona ermemiş olması koşuluyla tahsis tarihinin ikinci yıldönümünde mali hak kazanılır.” **LEADIS TECHNOLOGY INC.**: Phantom Stock Award Grant Notice, 10-K (Annual Report) EX-10.21, 31.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Hak kazanma tarihleri. Hak sahibinin sözleşme kapsamında tahsis edilen gölge paylar üzerindeki mali hakkı, sözleşmenin 4. maddesinde belirtilenler saklı kalmak kaydıyla, tahsis tarihinden ilgili hak kazanma tarihine kadar kesintisiz bir şekilde işçi kalması ve halen bir işçi olması koşuluyla tahsis tarihinin birinci yıldönümünde gölge payların üçte biri ve tahsis tarihinin ikinci ve üçüncü yıldönümlerinin her birinde (her yıldönümü ‘Hak Kazanma Tarihi’) ilave üçte biri bakımından doğar.” **PARKER DRILLING CO.**: Phantom Stock Unit Award Incentive Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.7, 31.12.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷¹⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **ANCHOR MUTUAL SAVINGS BANK**: Anchor Mutual Savings Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.4, 24.10.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷¹⁷ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025). Aynı yönde bkz. “Gölge paylar üzerinde her hak kazanma tarihinde yaklaşık %10 oranında olmak üzere şu şekilde mali hak kazanılır: yönetim kurulu üyesi, ilk beş hak kazanma tarihinin her birinde 650 pay ve sonraki beş hak kazanma tarihinin her birinde 649 pay üzerinde mali hak kazanır.” **BSB BANCORP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

edilen toplam gölge pay sayısının en fazla %25'i nakde veya paya dönüştürülebilir. Menfaat döneminin ikinci yılında hak sahibi tarafından başlangıçta tahsis edilen toplam gölge pay sayısının en fazla %50'si nakde veya paya dönüştürülebilir; bu oran, önceki yıl içinde dönüştürülen pay sayısını da içerecek şekilde hesaplanır. Menfaat döneminin üçüncü yılında hak sahibi tarafından başlangıçta tahsis edilen toplam gölge pay sayısının en fazla %75'i kullanılabilir ve satın alınabilir; bu oran, önceki yıllarda satın alınan payları da içerecek şekilde kümülatif olarak hesaplanır. Menfaat döneminin dördüncü yılından itibaren ve menfaat döneminin sonuna kadar başlangıçta tahsis edilen toplam gölge pay sayısının %100'ü kullanılabilir ve satın alınabilir; bu oran, önceki yıllarda satın alınan payları da içerecek şekilde kümülatif olarak hesaplanır.”

C. Performansa Dayalı Koşullar

Gölge pay sözleşmesinde mali hakların doğumu, çeşitli performans ölçütlerinin tamamlanmasına da bağlanabilmektedir⁷¹⁸. Buna göre belirli bir performans eşiği belirlenmekte ve ifa alacaklısı, bu performans eşiğinin aşılması ile beraber mali hak elde etmektedir. Bu tür koşullar, hak sahibinin performansını artırması konusunda teşvik sağlanmasına hizmet eder⁷¹⁹. Çünkü hak sahibi, performansıyla bu eşiklerin süratli bir şekilde tamamlanmasına yol açarak erken aşamada mali hak elde edebilir. Nitekim bu amaca sözleşme hükümleri arasında da açıkça yer verilmektedir⁷²⁰:

“Aksi belirtilmedikçe menfaatin tamamına (veya belirtilen ölçüde herhangi bir kısmına) hak kazanılması, A ve B’de belirtilen performans koşullarının yerine

⁷¹⁸ Bu yönde bkz. **WHITTLESEY**, s. 53; **FRISCH**, s. 183; **BROWN**, Gregory K.: “Taking Stock”, Family Advocate, C. 32, S. 4, 2010, s. 34; **ADES-LAURENT**, s. 369, dn. 87; **BLACHMAN**, s. 14.

⁷¹⁹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, C, 1.

⁷²⁰ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **INTEGRATED ELECTRICAL SERVICES INC.:** Performance-Based Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.12.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

getirilmesine ve her durumda madde 2'nin alt bölümü C'de belirtilen hizmet koşulunun sağlanmasına bağlıdır. Bu menfaate uygulanacak performans hedefleri, hak sahibini ve şirketin diğer kilit yöneticilerini veya yetkililerini, ilgili performans dönemleri boyunca şirketin net gelirinde ve paylarının piyasa değerinde üstün bir büyüme sağlamaya teşvik etmek amacıyla belirlenmiştir.”

Bununla birlikte performans eşiklerinin şirket performansı üzerinden belirlenmesi yolu tercih edildiğinden bu sonuçtan şirketin de yarar sağlayacağı açıktır. Dolayısıyla her iki tarafın da menfaatine olan performansa dayalı hak kazanımı, hak sahibinin performansının niteliği kadar mali hak elde etmesine yol açacağından adil bir mali hak dağıtımına da olanak sağlar.

Şirket performansı üzerinden bir hak kazanımı öngören gölge pay sözleşmelerinde şirketin performansının nasıl ölçüleceği sorunu da mevcuttur. Genellikle bu sorun, şirketin mali belgelerinde yer alan belirli hususların kullanılması yardımıyla çözümlenmektedir. Şirket tercihlerine göre esas alınacak veri değişmekle beraber tespit edebildiğimiz kadarıyla genellikle şirketin geliri⁷²¹, pay değerleri⁷²² performans eşiğinin

⁷²¹ Bu konuda örnek için birçoğunu yerine bkz. “Gölge payların yüzde yetmiş beşi (%75) (‘VÖNG Menfaat Tutarı’) (veya sözleşme kapsamında tahsis edilen toplam [] gölge payın []’sı) üzerinde mali hak kazanılması, şirketin üç yıllık dönemdeki net geliri üzerinden belirlenen performansa dayalı hak kazanma koşulunun yerine getirilmesine bağlıdır: VÖNG Menfaat Tutarının ne kadarına hak kazanılacağı, şirketin 30 Eylül 2018’de sona eren üç yıllık dönem boyunca belirli seviyelerde kümülatif vergi öncesi net gelir elde etmesine bağlıdır. Bu gelir; şirketin 2016, 2017 ve 2018 mali yıllarına ait yıllık finansal tablolarında raporlanan tutar olup 2016 mali yılında sağlanan performansa dayalı gölge paylara ilişkin muhasebe giderinin ve olağanüstü kalemlerin etkisi göz ardı edilerek ayarlanır (‘Kümülatif VÖNG’).” **INTEGRATED ELECTRICAL SERVICES INC.:** Performance-Based Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.12.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Üzerinde mali hak kazanılan performansa dayalı gölge payların sayısı, şirketin performans dönemi boyunca gelir vergisi karşılığı ayrılmadan ve işçi pay tazminat giderleri hariç tutularak hesaplanan IES Holdings, Inc.’e Atfedilen Brüt Gelirinin (‘Kümülatif Gelir’) [] ABD doları olarak belirlenen (‘Hedef Kümülatif Gelir’) tutarla karşılaştırılmasına bağlı olarak belirlenir.” **IES HOLDINGS INC.:** Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷²² Bu konuda örnek için birçoğunu yerine bkz. “16 Aralık 2010 ile 15 Aralık 2011 tarihleri arasındaki (16 Aralık 2010 veya 15 Aralık 2011 dahil) herhangi bir 90 ardışık günde pay başına GPD’nin ortalaması alınarak hesaplanan şirket pay değerinin 15 Aralık 2011 itibarıyla 10.00 \$/pay’a eşit veya daha yüksek olması halinde bu tarihte gölge payların üçte biri (1/3) üzerinde mali hak kazanılır.” **CHENIERE ENERGY INC.:** 2009 Phantom Stock Grant, 8-K (Current Report) EX-10.1, 25.02.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

aşılıp aşılmadığının tespitinde somut veri olarak dikkate alınmaktadır⁷²³. Örneğin bir sözleşmede pay değeri üzerinden performans değerlendirmesi öngörülmüştür⁷²⁴:

“Hak sahibi, eşik 1 ve eşik 2'nin her biri için öngörülen performans gerekliliğini performans dönemi boyunca yirmi beş (25) ardışık işlem günü içerisinde herhangi yirmi (20) işlem gününde şirket paylarının pay başına kapanış değerinin 90,00 \$'a ('Hak Kazanma Pay Değeri') eşit veya daha yüksek olması halinde yerine getirmiş olur.”

Ancak farklı performans ölçütlerinin dikkate alındığı örneklerle de rastlanmaktadır. Örneğin bir sözleşmede pay başına kazanç⁷²⁵, likidite büyümesi ve kredi büyümesi esas alınmıştır⁷²⁶:

“Performansa dayalı gölge pay menfaatleri için performans ölçütü aşağıdaki esaslara dayanır:

%60'ı, performans dönemi boyunca şirketin kümülatif pay başına kazanç ('KPBK') büyümesinin Ek B'de belirtilen ve Şirketin seçilmiş emsal grubunu ('Emsal Grup') oluşturan her bir üyenin KPBK büyümesiyle karşılaştırılmasına dayanır; %20'si, [performans dönemi boyunca şirketin likidite büyümesinin, emsal grubun her bir üyesinin kümülatif likidite büyümesiyle karşılaştırılmasına dayanır]; ve %20'si, [performans dönemi boyunca şirketin kredi büyümesinin emsal grubun her bir üyesinin kümülatif kredi büyümesiyle karşılaştırılmasına dayanır].”

⁷²³ Diğer performans ölçütleri için bkz. WHITTLESEY, s. 52.

⁷²⁴ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. IES HOLDINGS INC.: Phantom Stock Unit Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.3, 03.12.2021 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷²⁵ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2, dn. 958.

⁷²⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.: Performance Award Agreement for Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Yukarıda alıntılanan sözleşme hükümlerinde de açıkça belirtildiği üzere performans ölçümünün gerçekleştirileceği süre de kısıtlanmaktadır. Yalnızca performans dönemi boyunca gerçekleşen eylemlerin somut çıktıları üzerinden bir tespit gerçekleştirilmektedir. Ancak burada da süreye bağlı hak kazanma koşullarında olduğu gibi kümülatif veya kademeli bir hak kazanımı öngörülebilir. Bu anlamda yukarıda alıntılanan ve performans ölçütü olarak pay başına kazanç, likidite büyümesi ve kredi büyümesini esas alan gölge pay sözleşmesinde olduğu gibi birden fazla performans eşiğine yer verilebilir. Her bir eşik aşıldığında gölge payların belirli bir oranı üzerinde mali hak kazanımı gerçekleştirilebilir. Yukarıdaki diğer örneklerde öngörüldüğü gibi tek bir eşik kararlaştırılarak bu eşğin aşılması sonucunda tahsis edilen tüm gölge paylar üzerinden mali hak da kazanılabilir.

D. Şirketin Yapısal Durumuna Dayalı Koşullar

Gölge pay sözleşmelerinde yalnızca belirli bir sürenin tamamlanması veya şirket performansının birtakım eşikleri aşmasına dayalı hak kazanma koşullarına yer verilmemektedir. Mali hak kazanımı, gölge pay sağlayan şirketin yapısına doğrudan etki eden faaliyetlerin meydana gelmesine de bağlanabilmektedir. Özellikle birleşme, bölünme, pay satışı gibi temelde bir kontrol değişikliğine yol açabilecek işlemler⁷²⁷, hak kazanma koşulu haline getirilebilmektedir. Kanaatimizce bu olayların hak kazanma koşulu olarak belirlenmesinde genellikle şirkete nakit akışı sağlayan olaylar olması, genellikle değerlendirme işlemlerini de beraberinde getirmesi ile şirket düzeninde değişikliğe yol açan olaylar olması etkili olabilmektedir. Özellikle şirket düzeninde bu olaylar sonucu

⁷²⁷ Gölge pay sözleşmesinde kontrol değişikliğinin hak kazanma koşulu haline getirilebildiği yönünde bkz. **BLACHMAN**, s. 14. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Yönetici tarafından aksi belirtilmedikçe, her menfaate aşağıdakilerden ilk gerçekleşen tarihte hak kazanılır... hak sahibinin bu tarihte hâlâ yönetim kurulu üyesi olarak görevde kalması koşuluyla kontrol değişikliği tarihi...” **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.**: Director Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.18.12, 31.12.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

değişiklik yaşanması, şirketin gölge pay sözleşmesi ile en azından şirket için değerli birtakım çalışanların zarar görmemesini sağlama düşünce bulunabilir.

Kontrol değişikliğinin hak kazanma koşulu olarak kararlaştırıldığı bir sözleşmede kontrol değişikliği, şu işlemleri içerek şekilde tanımlanmıştır⁷²⁸:

“Şirket veya banka tarafından tek bir işlem veya ilişkili işlemler dizisi ile aşağıdakilerden herhangi birinin gerçekleştirilmesi anlamına gelir: (a) birleşme... (b) önemli pay sahipliği edinimi...(c) yönetim kurulu üyesi değişikliği...(d) varlık satışı...”

Başka bir örnekte ise şirket oy veya yönetim düzeninde değişiklik yaratan işlemler ve yönetim kurulu değişikliklerinin yanı sıra “...(D) şirketin tasfiye edilmesi veya iflası ya da şirketin tüm veya neredeyse tüm varlıklarının satılması...” da kontrol değişikliğine yol açan işlemler arasında kabul edilmiştir⁷²⁹. Türk hukuku bakımından da gölge pay sözleşmelerinde kontrol değişikliğinin hak kazanma koşulu olarak düzenlendiği ve fakat kontrol değişikliğinin kapsamı yönünde bir tanımın yer almadığı durumlarda TTK m. 195’in yol gösterici olabileceği kanısındayız. Bu anlamda TTK m. 195’teki hallere yol açan işlemler kontrol değişikliği olarak algılanabilir. Gölge pay sözleşmelerinde yalnızca bu işlemlerin gerçekleştirilmesi suretiyle mali hakkın doğması öngörülebilme ve bu yöntem tek aşamalı hak kazanımı (*single trigger*) olarak anılmaktadır⁷³⁰. Diğer yöntemde ise yalnızca bu işlemlerin gerçekleştirilmesi, mali hakkın doğumu için yeterli addedilmemekte ve anılan işlemler sebebiyle hak sahibinin iş görme sözleşmesinin sona

⁷²⁸ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **BSB BANCORP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷²⁹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **LEXICON PHARMACEUTICALS INC.**: Restricted Stock Unit Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.13, 31.12.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷³⁰ Genel olarak tek aşamalı hak kazanımı konusunda bkz. **LEONARD**, Dana M.: “Golden Parachutes and Draconian Measures Aimed at Control: Is Internal Revenue Code Section 280G the Proper Regulatory Mode of Shareholder Protection”, University of Cincinnati Law Review, C. 54, S. 4, 1986, s. 1294, dn. 12; **WOLK**, Bruce A.: “The Golden Parachute Provisions: Time for Repeal”, Virginia Tax Review, C. 21, S. 2, 2001, s. 147; **SEPE**, Simone M./**WHITEHEAD**, Charles K.: “Rethinking Chutes: Incentives, Investment and Innovation”, Boston University Law Review, C. 95, S. 6, 2015, s. 2040.

ermiş olması da koşul haline getirilmektedir. Bu ise çift aşamalı hak kazanımı (*double trigger*) olarak adlandırılmaktadır⁷³¹. Örneğin bir sözleşmede hem kontrol değişikliği hem de hak sahibinin iş görme sözleşmesinin sona ermesinden oluşan çift aşamalı hak kazanımı kararlaştırılmıştır⁷³²:

“Şirkette bir kontrol değişikliği meydana gelirse (planda tanımlandığı şekilde) ve hak sahibinin kontrol değişikliğinin yürürlüğe girdiği tarihten itibaren iki (2) yıl içerisinde herhangi bir haklı sebep olmaksızın rıza dışı işten çıkarılması söz konusu olursa mevcut gölge payların %100’ü oranında mali hak kazanılır...”

Başka bir sözleşmede ise kontrol değişikliği, doğrudan hak kazanımına yol açar şekilde düzenlenmiştir⁷³³.

“Eğer işçi, kontrol değişikliği⁷³⁴ tarihinde şirket (veya halefi) bünyesinde istihdam ediliyorsa kontrol değişikliği tarihi itibarıyla; sözleşme kapsamında tahsis edilen gölge payların %100’ü üzerinde mali hak kazanılır. İşçi bu tarihte söz konusu gölge paylar için ödeme alır.”

⁷³¹ Genel olarak çift aşamalı hak kazanımı konusunda bkz. **LEONARD**, s. 1294, dn. 12; **WOLK**, s. 146-147; **SEPE/WHITEHEAD**, s. 2041.

⁷³² Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **PARKER DRILLING CO.**: Phantom Stock Unit Award Incentive Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.03.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷³³ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **DYNEGY INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.5, 31.03.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷³⁴ Sözleşmede kontrol değişikliği şu şekilde tanımlanmıştır: “‘Kontrol değişikliği’ kavramı, aşağıdaki olaylardan herhangi birinin gerçekleşmesi anlamına gelir: (A) Dynegy'nin başka bir şirketle birleşmesi, Dynegy'yi içeren bir devralma veya Dynegy'nin varlıklarının veya paylarının tamamının veya önemli bir kısmının diğer bir şirkete satılması durumunda eğer buna yol açan işlem sonucunda: (I) Dynegy'nin bu işlemde hemen önceki pay sahiplerinin işlemde hemen sonra oluşan şirketin yönetim kurulu üyelerinin (veya benzeri yönetim organının) seçiminde kullanılabilecek oyların en az %51'ine Dynegy'deki önceki sahiplik oranlarına yaklaşık olarak denk bir oranda sahip olmamaları veya (II) İşlemden hemen önce Dynegy yönetim kurulu üyesi olan kişilerin işlemde sonra oluşan şirketin yönetim kurulunun en az çoğunluğunu oluşturmamaları; (B) Dynegy'nin tasfiyesi veya feshi, ancak değiştirilmiş haliyle ABD Kanunu'nun 11. başlığı kapsamında bir yeniden yapılandırma hariç tutulur; (C) Herhangi bir kişi veya kuruluşun (veya Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 13(d)(3) maddesinde öngörülen şekilde bir 'grubun'), aşağıdakilerin toplam oy gücünün %50 veya daha fazlasına sahip olması veya kontrolünü ele geçirmesi (oy kullanma hakkı dahil ancak bununla sınırlı olmamak üzere): (I) Dynegy bir birleşme gerçekleştirmemişse, Dynegy'nin; veya (II) Dynegy bir birleşme gerçekleştirmişse ortaya çıkan şirketin; (D) Tartışmalı bir yönetim kurulu seçimi sonucunda veya buna bağlı olarak seçimden önce yönetim kurulu üyeliğini sürdüren kişilerin yönetim kurulunun çoğunluğunu oluşturmaması; (E) Yönetim kurulu (veya komite) tarafından kontrol değişikliğinin gerçekleştirilmesine dair bir karar alınması.” **DYNEGY INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.5, 31.03.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Bu işlemlerin hak kazanma koşulu olarak kararlaştırılması, yapısal değişikliklerin gölge pay sahipleri üzerinde olumsuz etkiler doğurmasını engellemektedir. Bu, söz konusu değişikliklerin gölge pay sahipleri açısından güvensiz bir ortam yaratacağı yönündeki intibai da ortadan kaldırılmaktadır. Nitekim bu haller, sözleşmelerde genellikle diğer hak kazanma koşullarının gerçekleşmesi beklenmeksizin doğrudan hak kazanımına yol açar şekilde düzenlenir. Bu özel durumlar, niteliğinden ötürü erken hak kazanım (*accelerated vesting*⁷³⁵) halleri olarak anılmaktadır. Sözleşme hükümlerinde de bu husus açıkça belirtilmektedir⁷³⁶:

“Hak Sahibi, kontrol değişikliği⁷³⁷ durumunda sözleşmedeki hak kazanma takvimine bağlı olmaksızın; üzerinde mali hak kazanılmayan gölge paylar üzerinde derhal mali hak kazanır.”

Yapısal değişiklik sayılan durumlarda hak kazanımı öngören gölge pay sözleşmelerinde hangi anda mali hakkın doğacağına sözleşmede açıkça belirtilmesi önemlidir. Zira sözleşmede buna ilişkin bir kayda yer verilmemesi durumunda işlemlerin

⁷³⁵ Bu hallerin *accelerated vesting* olarak adlandırıldığı örnekler için birçokları yerine bkz. **PIONEER ENERGY SERVICES CORP.**: Time-Based Phantom Stock Unit Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.03.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷³⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SPAR GROUP INC.**: Restricted Stock Unit Grant and Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.11, 31.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷³⁷ Bu sözleşmede kontrol değişikliği şu şekilde tanımlanmaktadır: “*Kontrol değişikliği*, şu durumlardan herhangi birini ifade eder: (a) Herhangi bir ‘kişi’nin [1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun, değiştirilmiş şekliyle, (‘Borsa Kanunu’) 13(d) ve 14(d) maddelerinde kullanılan anlamda], bir işçi menfaat planı kapsamında menkul kıymetleri elinde bulunduran güvenilen kuruluş veya diğer bir güven temsilcisi dışında, doğrudan veya dolaylı olarak, şirketin o tarihte tedavülde bulunan menkul kıymetlerinin birleşik oy gücünün %25 veya daha fazlasını temsil eden menkul kıymetlerinin ‘yararlanıcı’sı (Borsa Kanunu’nun 13d-3 numaralı kuralı kapsamında tanımlandığı şekilde) haline gelmesi; (b) Şirketin birleşme veya devralma öncesinde tedavülde bulunan oy hakkı veren menkul kıymetlerinin birleşmeden veya devralmadan sonra da (ya mevcut halleriyle kalarak ya da birleşen veya devralan kuruluşun oy hakkı veren menkul kıymetlerine dönüştürülerek) toplam oy gücünün %50’sinden fazlasını temsil etmeye devam etmesi hali hariç olmak üzere şirketin (veya şirketin doğrudan veya dolaylı herhangi bir bağlı şirketinin) herhangi bir başka şirketle birleşmesi veya devralınması işleminin tamamlanması; (c) Pay sahiplerinin şirketin tasfiye edilmesine ilişkin bir planı onaylaması; (d) Şirket tarafından şirketin tüm veya esasen tüm varlıklarının (şirketin ABD, Brezilya ve Güney Afrika’daki bağlı şirketlerinden her biri şirketin ‘önemli bağlı şirketi’ olarak kabul edilmek üzere) satılması veya elden çıkarılması; (e) Şirketin bağımsız bir şirket statüsünü kaybetmesi (diğer bir anlatımla başka bir tüzel kişiliğin bağlı şirketi veya bir bölümü haline gelmesi); veya (f) Sözleşme tarihi itibarıyla (bundan sonra ‘Sözleşme Tarihi’ olarak anılacaktır) yönetim kurulunu (‘Mevcut Yönetim Kurulu’) oluşturan bireylerin herhangi bir sebeple yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu oluşturamaz hale gelmesi...” **SPAR GROUP INC.**: Restricted Stock Unit Grant and Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.11, 31.12.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

hukuken kesinleştiği tescil tarihi (TTK m. 153/1, m. 179/4, m. 189/2 gibi) işlemlerin gerçekleştirilmesi yönünde taraf iradelerinin kesinlik kazandığı sözleşmenin imzalandığı tarih veya işlemlerin fiilen tamamlandığı tarih gibi hak kazanma tarihi olarak esas alınabilecek birçok ihtimal gündeme gelmektedir. Benzer endişe, süreye veya performansa dayalı koşullarda da söz konusu olabilir. Ancak şirketin yapısal durumuna dayalı koşullara nazaran burada tespit daha kolay olacaktır. Çünkü koşulun içeriğinin açık olması kaydıyla sürenin tamamlandığı ve performans eşiğinin aşıldığı tarihlerin hak kazanma tarihi olarak kabul edilmesi olağandır.

E. İş Görme Sözleşmesinin Son Bulma Şekline Dayalı Koşullar

Hak sahibinin taraf olduğu iş görme sözleşmesinin belirli sebeplerle sona ermesi, gölge pay sözleşmelerinde en sık rastlanan hak kazanma koşullarından bir diğeridir. Buna göre iş görme sözleşmesinin sona ermesinin ardındaki gerekçe, mali hak kazanımı açısından önemli olup sözleşmenin sona erdiği her halde mali hak doğmamaktadır. Genellikle emeklilik⁷³⁸, maluliyet⁷³⁹, ölüm⁷⁴⁰, haksız/haklı fesih gibi gerekçelere dayalı olarak sözleşmenin sona ermesi hak kazanımına yol açmaktadır⁷⁴¹. Bu hallerin gerçekleşmesi ve sonrasında sözleşmenin sona ermesi, mali hak kazanımı için yeterli addedilmekte ve fakat sözleşmede öngörülen diğer hak kazanma koşullarının gerçekleşip gerçekleşmediği önem arz etmemektedir. Bu anlamda iş görme sözleşmesinin son bulma şekline dayalı koşullar da sözleşmelerde erken hak kazanma halleri arasında

⁷³⁸ Emekliliğin hak kazanımına yol açtığı yönünde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63; **MEYNELL**, s. 531; **HAMILTON**, Cases, s. 772; **KROLL**, s. 60; **BLACHMAN**, s. 14.

⁷³⁹ Maluliyetin hak kazanımına yol açtığı yönünde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63.

⁷⁴⁰ Ölümün hak kazanımına yol açtığı yönünde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63; **MEYNELL**, s. 531; **HAMILTON**, Cases, s. 772.

⁷⁴¹ Bu hallerin doğrudan hak kazanımına yol açar şekilde düzenlendiği örnekler için birçokları yerine bkz. “Eğer hak sahibinin bağlı şirketler de dahil olmak üzere şirketteki istihdamı (i) hak sahibinin ölümü veya (ii) Çizelge A’nın 1. maddesinde veya Çizelge B’nin 2. maddesinde tanımlandığı üzere hak sahibinin ‘kalıcı ve tam maluliyeti’ sonucunda sona ererse gölge payların %100’ü üzerinde derhal mali hak kazanılır.” **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.4, 31.03.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Hak sahibi, ölümü veya maluliyeti sebebiyle hizmetinin sona ermesi üzerine gölge payların yüzde yüzü (%100) üzerinde mali hak kazanır.” **LUTHER BURBANK CO.**: Luther Burbank Corporation and Subsidiaries Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.20, 09.11.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

düzenlenmektedir. Örneğin bir sözleşmede taraflar arasındaki ilişkinin ölüm, maluliyet ve emeklilik sebeplerine dayalı olarak sona ermesi, doğrudan gölge pay sözleşmesinin mali hak doğurmasına yol açar şekilde düzenlenmiştir⁷⁴²:

“Ölüm. Hak sahibinin hizmetinin son bulması (plan’ın 9.1(v) maddesinde tanımlandığı şekilde) ölüm sebebiyle ... maluliyet. Hak sahibinin hizmetinin son bulması maluliyet sebebiyle ... emeklilik. Hak sahibinin hizmetinin son bulması emeklilik sebebiyle gerçekleşirse gölge paylar üzerinde tamamen mali hak kazanılır.”

Bir başka örnekte bu sona erme hallerinin yanı sıra sözleşmenin haksız bir sebebe dayalı olarak sona ermesi de hak kazanımını hızlandıran sebepler arasında düzenlenmiştir⁷⁴³:

“Madde 4(e)’de belirtilen durumlar haricinde hak sahibinin haklı sebebe dayanmayan rıza dışı feshi (aşağıda tanımlandığı şekilde) halinde o tarihte mevcut gölge paylar için tüm kısıtlamalar ve diğer tüm koşullar oransal esas (plan’da tanımlandığı şekilde) uyarınca tamamen yerine getirilmiş sayılır.”

Gölge pay sözleşmesinin anılan sebeplerle sona ermesi, her zaman tahsis edilen gölge payların tümü üzerinden mali hak kazanılmasını da sağlamaz. Bazı sözleşmelerde sona erme tarihine kadar geçen hizmet süresinin hesaba katılması ve bu süre üzerinden oransal bir değerlendirme yapılması öngörülmektedir⁷⁴⁴. Örneğin bir sözleşmede sona

⁷⁴² Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁴³ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **PARKER DRILLING CO.**: Phantom Stock Unit Award Incentive Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.03.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁴⁴ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. *“Hak sahibinin ölümü, maluliyeti veya emekliliği sebebiyle iş sözleşmesinin feshedilmesi halinde gölge pay menfaatinin, iş sözleşmesinin; tahsis tarihinden itibaren bir (1) tam hizmet yılının tamamlanmasından önce feshedilmesi halinde %0’ı, tahsis tarihinden itibaren iki (2) tam hizmet yılının tamamlanmasından önce feshedilmesi halinde %33, 3’ü, iş sözleşmesinin bir (1) tam yıl hizmet süresinin tamamlanmasından sonra ancak tahsis tarihinden itibaren iki (2) tam yıl hizmet süresinin tamamlanmasından önce feshedilmesi halinde %33’ü ve iş sözleşmesinin iki (2) tam yıl hizmet süresinin tamamlanmasından sonra ancak tahsis tarihinden itibaren üç (3) tam yıl hizmet süresinin*

ermenin haklı bir sebebe dayanmaması halinde üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının fiili hizmet süresiyle orantılı şekilde belirlenmesi kararlaştırılmıştır⁷⁴⁵:

“Eğer hak sahibinin hizmeti, şirket veya istihdam eden bağlı şirket tarafından haklı sebep dışında herhangi bir sebeple sona erdirilirse sona erme sebebi ve bildirimi yapan taraf önem arz etmeksizin (i) hak sahibinin bu belge kapsamında ödeme almaya hak kazanacağı gölge paylar ve bunlara bağlı kâr payı eşdeğerlerinin sayısı, hak kazanma dönemi içerisindeki fiili hizmet süresini yansıtacak şekilde orantılı olarak hesaplanır ve bunlara derhal hak kazanılır...”

Bu oransallığın nasıl hesaplanacağı konusunda ise sözleşmelerde doğrudan bir oran öngörülebildiği gibi⁷⁴⁶(örneğin bir yıllık hizmet süresi için gölge payların %10'u gibi) bir hesaplama yöntemi yardımıyla belirlenmesi de tercih edilebilmektedir⁷⁴⁷. Örneğin bir sözleşmede şu şekilde bir hesaplama öngörülmüştür⁷⁴⁸.

“Bu menfaat, aşağıdaki orana göre hesaplanır: Pay: Hak sahibinin tahsis tarihinden ölüm veya maluliyet tarihine kadar olan toplam hizmet günü sayısı. Payda: İlk performans döneminin ilk günü ile son performans döneminin son günü arasındaki toplam gün sayısı (eğer birden fazla performans dönemi varsa tüm performans dönemlerini kapsayan toplam gün sayısı).”

tamamlanmasından önce feshedilmesi halinde %66,7'si kazanılır.” **PAPERWEIGHT DEVELOPMENT CORP.:** Amendment to the Appvion, Inc. Long Term Incentive Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 05.07.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁴⁵ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SPECTRA ENERGY CORP.:** Spectra Energy Corp. Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10, 31.03.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 16.02.2025).

⁷⁴⁶ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I, E, dn. 743.

⁷⁴⁷ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “5.3'ün amaçları doğrultusunda orantılı hesaplama, hak kazanma tarihinde üzerinde mali hak kazanılacak gölge pay sayısının payı tahsis tarihinden iş sözleşmesinin feshedildiği tarihe kadar geçen gün sayısına eşit olan ve paydası tahsis tarihinden hak kazanma tarihine kadar geçen gün sayısına eşit olan bir kesirle çarpılması suretiyle yapılır.” **SUNTRUST BANKS INC.:** SunTrust Banks, Inc. Phantom Stock Plan, S-8 (Registration Statement) EX-10.2, 25.04.2014 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁴⁸ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **INSPERITY INC.:** Award Notice and Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.4, 30.09.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

F. Kâr Dağıtılmasına Dayalı Koşullar

1. Genel Olarak

Kâr dağıtımına dayalı koşullar, bilançoda dağıtılabılır kârın olması ve genel kurulun kâr dağıtım kararı almasından ibarettir⁷⁴⁹. Kârdan pay alma hakkına özgü olan bu koşullar, payın değerini talep hakkı yönünden gündeme gelmez. Anılan koşulların kârdan pay alma hakkı bakımından geçerli olması, bu hak ile pay sahiplerinin kâr payı hakkı arasında kurulan bağdan kaynaklanmaktadır. Öyle ki pay sahiplerine kâr payı alacağı dağıtılması, gölge pay sahiplerinin de kârdan pay alma hakkının doğmasına sebep olmaktadır⁷⁵⁰. Bu anlamda kârdan pay alma hakkı yönünden aranacak hak kazanma koşulları, kâr payı hakkına ilişkin muacceliyet koşulları⁷⁵¹ ile eşdeğerdir. Dolayısıyla pay sahipleri ile gölge pay sahipleri arasında kurulan eşdeğer pozisyon, kârdan sağlanacak menfaat bakımından da devam etmektedir.

Gölge pay sözleşmelerinde bu koşullarının gerçekleşmesi üzerine doğrudan kârdan pay alma hakkının doğması yerine iki aşamalı bir hak kazanım düzeni de öngörülebilmektedir⁷⁵². Bu hallerde kârdan pay alma hakkı, doğrudan kâr dağıtımına dayalı koşulların gerçekleşmesiyle beraber doğmaz. Bunun yanı sıra diğer mali hak türüne ilişkin hak kazanma koşullarının da gerçekleşmesi gerekir. Buna göre tahsis tarihi ile diğer mali hak türüne ilişkin hak kazanma koşullarının gerçekleştiği hak kazanma tarihi arasında kâr dağıtımına dayalı koşulların gerçekleştiği her dönem için hesaplanan

⁷⁴⁹ Kar dağıtımı için gereken bu koşullar hakkında bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **ANSAY**, s. 232-233; **TEKİL**, s. 384-386; **BOZGEYİK**, s. 638; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2168, N. 5.

⁷⁵⁰ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

⁷⁵¹ Kâr payı hakkının muaccel hale gelmesinin/talep hakkının koşula bağlandığı yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **BADAK**, s. 190; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2168, N. 4. Öğretide bu koşulların kâr payı hakkının doğumuna ilişkin olduğu görüşü de paylaşılmaktadır. Bu görüşte bkz. **ÇEVİK**, s. 714. Kanaatimizce kâr payı hakkı, pay üzerinde mülkiyet hakkına sahip olmakla doğduğundan bu koşulların hakkın doğumuna yönelik olduğunu ifade etmek yerinde değildir. Zira pay sahipleri, bu hakkı payla beraber kazanmaktadır. Bu yönde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 212; **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2168, N. 4.

⁷⁵² Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

kârdan pay alma hakkı, hak kazanma tarihinde kümülatif olarak doğar⁷⁵³. Dolayısıyla diğer mali hak türüne ilişkin hak kazanma koşullarının gerçekleşmemesi durumunda kâr dağıtım koşulları gerçekleşmiş olmasına rağmen kârdan pay alma hakkı doğmaz. Bir anlamda kâr dağıtımına ilişkin koşullar ile diğer mali hak türüne ilişkin hak kazanma koşulları, birbirine zincirleme şekilde etki etmekte olup kârdan pay alma hakkının doğumu açısından ayrılmaz bir bütünlük oluşturur. Uygulamada rastlanan bir gölge pay planındaki şu hüküm, iki koşul arasındaki uyumu göstermesi bakımından önemlidir⁷⁵⁴:

“Hak sahibi, gölge pay üzerinde mali hak kazanılması üzerine gölge pay menfaat sözleşmesinde belirtildiği şekilde nakit veya pay olarak ödenecek bir tutarı almaya hak kazanır. Bu tutar, (a) bir payın gölge pay üzerinde mali hak kazanılan tarihteki adil piyasa değeri ile (b) gölge payın tahsis edildiği tarihten üzerinde mali hak kazanılan tarihe kadar geçen süre içerisinde bir pay için ödenen toplam nakit kâr payı alacağı tutarının toplamına eşittir.”

Bir başka sözleşmede diğer hak kazanma koşullarının yerine getirilmesinin bu hakkın doğması için zorunlu olduğu açıkça ifade edilmiştir⁷⁵⁵:

“Her bir kâr payı eşdeğeri, süresi sona ermeden önce hak kazanılmış hale gelmesi koşuluyla bir (1) paya tahsis tarihinden hak kazanma tarihine kadar -hak kazanma tarihi dahil olmak üzere- isabet eden ve ödenen kâr payı tutarına eşdeğer bir ödeme alma hakkını temsil eder.”

⁷⁵³ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Kâr payı eşdeğeri hakları, bu sözleşmenin 2 ila 4. maddeleri (dahil) arasında yer alan hakkın kaybına ilişkin sebepler ile hak kazanma hükümleri de dâhil olmak üzere gölge paylara uygulanan hüküm ve koşullara tabidir.” **COMMScope INC.**: Employee Phantom Stock Agreement (With Related Dividend Equivalent Rights), 8-K (Current Report) EX-10.3, 14.12.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Gölge pay haklarının hem (i) hak kazanılması hem de (ii) hak sahibine adi pay temin edilmesinden önce tamamı veya herhangi bir kısmı için ödenebilir kâr payı söz konusu olmaz.” **TRIAD GUARANTY INC.**: Executive/Key Employee Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10, 29.01.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁵⁴ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **CASS INFORMATION SYSTEMS INC.**: Cass Information Systems, Inc. 2023 Omnibus Stock and Performance Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 18.04.2023 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁵⁵ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **CYBERONICS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 25.0.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Burada önemli olan bir husus da tahsis edilen ile üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının farklı olması halinde kârdan pay alma hakkında hangi sayının esas alınacağıdır. Kümülatif bir hak kazanma düzeninin öngörüldüğü sözleşmelerde bu sorun ortaya çıkmaz. Çünkü anılan sözleşmelerde hak kazanma koşullarının gerçekleşmemesi halinde hiçbir gölge pay üzerinde mali hak doğmayacaktır. Ancak kademeli bir hak kazanma düzeni öngören sözleşmelerde koşulların bir kısmının karşılanması halinde tahsis edilen gölge payların üzerinde kısmen mali hak doğması olanaklıdır. Kanaatimizce iki aşamalı bir hak kazanım düzeni öngören bu sözleşmelerde, ancak kâr dağıtımı haricindeki koşulların gerçekleşmesi ile hak kazanımı gerçekleşeceğinden üzerinde mali hak kazanılan nihai gölge pay sayısının esas alınması yerinde olacaktır. Aksi halde hak kazanılmayan bir mali hakkın ödenmesi sonucu doğar ve malvarlığının korunması ilkesine⁷⁵⁶ aykırılığı gündeme getirir.

2. Dağıtılabilir Kârın Olması

Kâr payı dağıtımının kaynaklarını net dönem kârı ile serbest yedek akçeler oluşturmaktadır (TTK m. 509/2). Bu iki bilanço kalemi⁷⁵⁷ ise birlikte dağıtılabilir kâr kavramını ortaya koyar (TTK m. 508/2)⁷⁵⁸. Net dönem kârı, şirketin bir hesap dönemi boyunca elde ettiği kazanç ve giderler arasındaki olumlu farktan geçmiş yıl zararlarının ve diğer mali yükümlülüklerin çıkarılması suretiyle somutlaşmaktadır⁷⁵⁹. Serbest yedek akçeler ise şirketin üzerinde serbestçe tasarruf edebildiği esas sermayeyi aşan net

⁷⁵⁶ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 4.

⁷⁵⁷ Bu yönde bkz. ÇELİKBOYA, s. 228.

⁷⁵⁸ Bu yönde bkz. GÜRBÜZ USLUEL, Kâr Payı, s. 14; BADAĞ, s. 62-63; ÇELİKBOYA, s. 169.

⁷⁵⁹ Bu yönde bkz. KARAYALÇIN, Muhasebe Hukuku, s. 114; BOZGEYİK, s. 638; GÜRBÜZ USLUEL, Kâr Payı, s. 14; YANLI, Kâr Dağıtımı, s. 7; HAZIROĞLU, s. 130; ÜÇİŞİK/ÇELİK, Kâr Dağıtımı, s. 208/209; TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY), C. I, s. 697, N. 902. TTK m. 509'un gerekçesinde de net dönem kârının hesabında bilanço zararının kârdan indirilmesi gerektiği şu şekilde ifade edilmektedir: “Tasarıdaki ‘net dönem kârı’ ibaresiyle her şeyden önce bilânço zararı düşüldükten sonra kalan kâr kastedilmiştir. Anonim şirkette, bilânçoda geçmiş yıl zararı/zararları varken, yıllık kâr dağıtılamaz.” Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 240 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

malvarlığı değerleridir⁷⁶⁰. Bu anlamda kural olarak⁷⁶¹ genel kurul kararı veya esas sözleşmeyle ayrılan ve herhangi bir amaca özgülenmeyen⁷⁶² yedek akçeler ya da kanunen ayrılmakla birlikte TTK m. 519/3 sınırına dahil olmayan⁷⁶³ yedek akçeler, serbest yedek akçe niteliğindedir⁷⁶⁴. Nitekim Kâr Payı Avansı Dağıtımı Hakkında Tebliğ⁷⁶⁵ m. 4/1-d’de de benzer yönde bir tanım yapılmakta ve serbest yedek akçeler, “*genel kanuni yedek akçelerin sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşan kısmı ile Kanun ve sözleşme gereği ayrılanlar dışında genel kurulca ayrılmasına karar verilen yedek akçeleri*” ifade eder şekilde tarif edilmektedir. Buna göre hangi kaynak kullanılırsa kullanılsın kâr payı dağıtımına karar verilmesi, gölge pay sahiplerinin kârdan pay alma hakkının doğması için yeterlidir.

3. Genel Kurul Kararı

Dağıtılabılır kâr olsa da pay sahiplerinin kâr payı hakkının muaccel hale gelmesi ve dolayısıyla ifa alacaklısının kârdan pay alma hakkının doğumu için genel kurulun bir karar alması gerekmektedir (TTK m. 408/2-d). Bu kararın kâr payını tespit edip dağıtımına karar veren bir içeriğe sahip olması beklenir. Diğer bir ifadeyle yalnızca dağıtılabılır kârın olduğunu gösteren bilançonun onaylanması yeterli değildir⁷⁶⁶. Ancak bu kararda gölge pay sözleşmesinde belirtilen ifa alacaklısına da kârdan pay dağıtılacağına yönelik bir ibarenin olmasına gerek yoktur.

⁷⁶⁰ Yedek akçe kavramının esas sermayeyi aşan malvarlığı değerini ifade ettiği yönünde bkz. **TEKİL**, s. 488; **GÜRBÜZ USLU**, Kâr Payı, s. 17; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 525. Yedek akçe kavramının farklı tanımları için bkz. **ARSLANLI**, Halil: Anonim Şirketler IV: Anonim Şirketin Hesapları V: Anonim Şirketin İnfisalı ve Tasfiyesi, Ankara 1961, s. 69; **KARAYALÇIN**, Muhasebe Hukuku, s. 112; **ÇEVİK**, s. 998.

⁷⁶¹ Ancak kâr dağıtımına özgülenen yedek akçeler gibi birtakım yedek akçeler, ayrılma amaçları sonucunda serbest yedek akçe niteliği kazanabilmektedir. Bkz. **ÇELİKBOYA**, s. 205.

⁷⁶² Bu yönde bkz. **TEKİNALP**, Bilanço, s. 280; **HIZIR**, Borçlanma Yasası, s. 265.

⁷⁶³ Bu sınırı aşan yedek akçelerin serbest yedek akçe olarak nitelendirilmesi için bkz. **HIZIR**, Borçlanma Yasası, s. 266; **ÇELİKBOYA**, s. 205.

⁷⁶⁴ Bu yönde bkz. **GÜRBÜZ USLU**, Kâr Payı, s. 15-16; **YANLI**, Kâr Dağıtımı, s. 8.

⁷⁶⁵ RG, 09.08.2012, S. 28379.

⁷⁶⁶ Bu yönde bkz. **BİLGİN**, s. 37; **KARAYALÇIN**, Muhasebe Hukuku, s. 135-136; **ÇEVİK**, s. 1017; **GÜRBÜZ USLU**, Kâr Payı, s. 68. Öğretide bazı yazarlarca temel kâr payı hakkının dağıtımı için doğrudan net dönem kârını somutlaştıran bilançonun onaylanması yeterli kabul edilmektedir. Bu görüşteki yazarlar için bkz. **DOMANİÇ**, Şerh 2, s. 1535; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, Kâr Dağıtımı, s. 302-303; **BADAK**, s. 190.

II. İfanın Tarafları

A. İfa Borçlusu

İfa borçlusu, gölge pay sözleşmesinde mali hakkın ifasını sağlayacak kişileri ifade etmektedir. Tespit edebildiğimiz kadarıyla bu sözleşmelerde, daima gölge pay sağlayan tarafından ifanın gerçekleştirilmesi öngörülmekte ve fakat üçüncü kişilerin ifa borçlusu olmasına yönelik kayıtlara yer verilmemektedir⁷⁶⁷. Ancak ifa konusu paydan oluşan ve gölge pay sağlayanın şirket olduğu gölge pay sözleşmelerinde ifa borçlusu olarak pay sahiplerinin kararlaştırılması, şirket menfaatlerine daha uygun olabilir. Çünkü pay devri yönteminde TTK m. 379 ila m. 387’de öngörülen koşullar, şirketin kendi paylarını edinerek bu payları ifa aşamasında kullanmasını katı biçimde sınırlandırılmaktadır⁷⁶⁸. Oysa pay sahipleri, TTK m. 379 ila m. 387 hükümlerinin kişi bakımından uygulama kapsamına dahil değildir. Dolayısıyla pay sahiplerinin ifa borçlusu olmasının ifa sürecinde esnekliği sağlayacağı görüşündeyiz. Ancak bu çözüm, pay sahiplerinin ifa borçlusu olmayı kabul etmeleri için kuvvetli bir motivasyona sahip olmalarını da gerektirir. Zira ancak bu motivasyon, pay sahiplerini şirketin taraf olduğu bir sözleşmede

⁷⁶⁷ Bu konuda birkaç örnek için bkz. “Gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), Marshall Adaları hukukuna tabi bir şirket olan *Quintana Maritime Limited* (‘Şirket’) ile ... (‘İşçi’) arasında 24 Ağustos 2005 tarihinde akdedilmiştir...Şirket, işçiye üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar ile ilgili olarak her hak kazanma tarihinden sonra olanaklı olan en kısa sürede; varsa, aşağıdakilerin çarpımına eşit miktarda nakit ödeme yapar: (a) şirketin uygulaması gereken stopaj oranı ve (b) o tarihte üzerinde mali hak kazanılan payların adil piyasa değeri.” **QUINTANA MARITIME LIMITED**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 31.10.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Bu 200... tarihli (‘Tahsis Tarihi’) gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), *The Shaw Group Inc.* (‘Şirket’) ile ... (‘Hak Sahibi’) arasında *The Shaw Group Inc.* 2005 Yılı Yönetim Kurulu Üyesi Pay Teşvik Planı (‘Plan’) uyarınca akdedilmiştir...Gölge paylar üzerinde mali hak kazanılması üzerine ve madde 6(c) hükmüne tabi olmak kaydıyla şirket, gölge payların ifası karşılığında sizin adınıza bağlama tabi olmayan (yürürlükteki sermaye piyasası mevzuatı veya taraf olduğunuz başka bir sözleşme uyarınca gerekli olan herhangi bir bağlam hariç) pay senetlerinin düzenlenmesini sağlar.” **THE SHAW GROUP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.8, 31.05.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Bu gölge pay sözleşmesi (‘Sözleşme’), Delaware eyaletinde kurulmuş bir şirket olan *Parker Drilling Company* (‘Şirket’) ile şirket işçisi olan *First Last* adlı gerçek kişi (‘Hak Sahibi’) arasında 10 Mart 2016 tarihinde (‘Tahsis Tarihi’) akdedilmiş olup zaman zaman değiştirilebilecek olan 8 Mayıs 2013 tarihinde tadil edilmiş şekilde yürürlükte bulunan *Parker Drilling Company* 2010 Uzun Vadeli Teşvik Planı (‘Plan’) hüküm ve koşullarına tabidir... Şirket, hak sahibine 4(c) maddesi uyarınca üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar dışında herhangi bir gölge payın üzerinde mali hak kazanılmasından itibaren altmış (60) gün içerisinde bu paylara atfedilen ödemeyi (aşağıda madde 5’te tanımlandığı şekilde) yapar, söz konusu gölge paylar bu ödemenin yapılmasıyla birlikte ifa edilir.” **PARKER DRILLING CO.**: Phantom Stock Unit Award Incentive Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.03.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁶⁸ Bu koşullar hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, b, 1.

ifa ile yükümlenmeyi kabul etmelerini sağlayacaktır. Bu da aile şirketleri⁷⁶⁹ gibi pay sahibi ile şirket arasındaki bağın güçlü olduğu şirketler için olasıdır. Zira bu şirketlerde şirket-pay sahibi ayrımı, fiiliyatta ortadan kalkabilmektedir. Ancak pay sahibi sayısının çok ve pay sahiplerinin şirket ile bağının zayıf olduğu, fiilen halka açık şirket yapısına benzeyen şirketler açısından bu motivasyonun gündeme gelme ihtimali düşük olabilir.

B. İfa Alacaklısı

İfa alacaklısı, gölge pay sözleşmesinde mali hakkın ifasını talep edebilecek kişileri ifade etmektedir. Buna göre gölge pay sözleşmelerinde ifa alacaklısı, genellikle sözleşmenin tarafı olan gölge pay sahibi olmakla beraber her zaman sözleşme tarafı ile ifa alacaklısı sıfatları birleşmez. Zira ölüm olayının hak kazanma koşulu olarak öngörüldüğü gölge pay sözleşmelerinde sözleşmenin tarafı gölge pay sahibi olmakla beraber ifa, mirasçılara veya diğer bir lehtara karşı yerine getirilir⁷⁷⁰. Bu konuda şu örnek verilebilir⁷⁷¹:

⁷⁶⁹ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 1, b, dn. 511.

⁷⁷⁰ Bu yönde birkaç örnek için bkz. “*Hak sahibinin şirket ile olan iş ilişkisinin sona ermesinden önce ölmesi halinde kazanılmış tutar, gölge pay sözleşmesinde belirtildiği şekilde lehtarına ödenir.*” **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.:** Alion Science and Technology Corporation Performance Shares and Retention Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.38, 30.06.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*Hak sahibi, ölümü veya maluliyeti sebebiyle hizmet süresinin son bulması üzerine gölge pay menfaatinin yüzde yüzüne (%100) hak kazanır. Şirket, gölge pay menfaatini hak sahibine veya duruma göre hak sahibinin tayin ettiği lehtara maluliyet ya da ölüm sebebiyle hizmet süresinin son bulmasını takip eden altmış (60) gün içerisinde defaten öder.*” **LUTHER BURBANK CORPORATION AND SUBSIDIARIES:** Luther Burbank Corporation And Subsidiaries Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.20, 09.11.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*Şirket, hak sahibine veya ölümü halinde lehtarına gölge pay sözleşmesinde ödeme için öngörülen tarihte veya Kanun'un 409a maddesi uyarınca izin verilen diğer ödeme olayında, ki bu tarih veya ödeme olayı burada atıfta bulunularak dahil edilmiş sayılır, hak sahibinin gölge pay hesabına 4.1. maddesi uyarınca kaydedilmiş menfaatler esas alınarak ve iv. maddesi uyarınca belirlenecek şekilde o an itibarıyla ödenebilir durumda olan tutar kadar nakdi öder veya eşdeğer sayıda adi payı devreder. Ödeme aracı, gölge pay sözleşmesinde belirtilen ya da bu gölge pay menfaati için seçim hakkı tanınmışsa hak sahibi tarafından yapılan seçime göre belirlenir. Yürürlükteki mevzuat uyarınca gerekli olan gelir vergisi stopajı ödenecek tutardan indirilir.*” **EQUITRANS MIDSTREAM CORP.:** Equitrans Midstream Corporation Directors' Deferred Compensation Plan, 10-12B/A (Registration Statement) EX-10.53, 18.10.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁷¹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **THE NATIONAL UNION BANK OF KINDERHOOK:** Phantom Stock Appreciation Rights Agreement, 1-A (Offering Statement) EX1A-6 MAT CTRCT, 01.06.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

“Banka, yönetim kurulu üyesinin hizmetten ayrılmadan önce ölmesi halinde lehtara⁷⁷² sözleşme kapsamındaki diğer tüm menfaatlerin yerine madde 5.1’de açıklanan menfaati sağlar. Madde 5.1 kapsamındaki menfaat, yönetim kurulu üyesinin ölümünden hemen önceki plan yılının sonu itibarıyla belirlenen gölge pay değer artış hakkı değerinin yüzde yüzüdür.”

Burada lehtar, sigorta hukukundaki lehtara benzer bir konumda bulunmakta olup (TTK m. 1493-1495) tespit edebildiğimiz kadarıyla lehtarın belirlenmesi de gölge pay sahibinin takdirine bırakılmaktadır⁷⁷³. Gölge pay sahibi tarafından bir belirleme yapılmaması halinde ise mirasçılar, lehtar olarak kabul edilmektedir. Bu konuda şu örnek yol gösterici niteliktedir⁷⁷⁴:

“Yönetici, yazılı bir bildirimde bulunarak şirket nezdinde bir lehtar belirler...yönetici tarafından yapılan belirleme, lehtarın yöneticiden önce ölmesi ya da eşin lehtar olarak belirlenmiş olması ve sonrasında evliliğin sona ermesi halinde kendiliğinden hükümsüz sayılır. Yönetici, geçerli bir lehtar belirlenmeksizin ölürse tüm ödemeler, yöneticinin terekesine yapılır.”

⁷⁷² Lehtar ise şu şekilde tanımlanmaktadır: “‘Lehtar’, sözleşmenin 6. maddesi uyarınca belirlenen ve varsa, yöneticinin ölümü halinde menfaat elde etme hakkına sahip olan her bir kişiyi veya ölen yöneticinin mirasçılarını ifade eder.” **THE NATIONAL UNION BANK OF KINDERHOOK**: Phantom Stock Appreciation Rights Agreement, 1-A (Offering Statement) EX1A-6 MAT CTRCT, 01.06.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁷³ Bu konuda birkaç örnek için bkz. “Hak sahibinin ölümü halinde plan kapsamında ödenecek tutarlar, hak sahibi tarafından yazılı olarak belirlenmiş lehtara yapılır. Hak sahibinin ölümü anında usulüne uygun şekilde doldurulmuş bir lehtar belirleme formu yoksa veya belirlenmiş lehtar hak sahibinden önce ölmüşse ya da mevcut değilse söz konusu tutar, hak sahibinin terekesini temsil eden yasal temsilciye ödenir.” **CHAPARRAL ENERGY L.L.C.**: Chaparral Energy Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.7, 30.06.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Hak sahibi, plana katılımının başladığı tarihte veya daha sonraki herhangi bir tarihte, ölüm halinde plan kapsamında ödenebilir hale gelebilecek menfaatleri almak üzere bir lehtar belirler... Hak sahibinin ölümünü takiben plan kapsamında herhangi bir tutarın ödenebilir hâle gelmesi durumunda geçerli bir lehtar beyanı bulunmuyorsa veya lehtar hayatta değilse söz konusu ödemeler, defaten hak sahibinin sağ kalan eşine yapılır; eğer sağ kalan eşi de yoksa bu tutarlar, hak sahibinin terekesine ödenir.” **NATIONAL TECHNICAL SYSTEMS INC.**: National Technical Systems, Inc. 2010 Long-Term Incentive Plan, 10-K (Annual report) EX-10.5, 31.03.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁷⁴ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **CAPE SAVINGS BANK**: Amended and Restated Phantom Restricted Stock Agreement, S-1/A (Registration Statement) EX-10.9, 08.11.2007 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

İfa alacaklısının mirasçılar olarak belirlenmesi hallerinde ifa, mirasın intikaline dayalı olmayıp sözleşmede ifa alacaklısı olarak mirasçıların kararlaştırılmasına dayanmaktadır. Zira böyle bir hükmün olmaması durumunda mirasçıların gölge pay sözleşmesine dayalı olarak hak kazanmaları olanaksızdır. Çünkü kişiselliğin ön planda olduğu ve dolayısıyla taraflardan birinin ölümü ile sona eren hukuki ilişkilerden doğan haklar ve borçların miras yoluyla intikali söz konusu olmaz⁷⁷⁵. Gölge pay sözleşmesinin ise gölge pay sahibinin sıfatına bağlı olarak değişmekle beraber genellikle vekalet veya hizmet sözleşmesi olduğu⁷⁷⁶ ve değerlendirme tarihi öncesinde kişiselliğin ön planda olduğu⁷⁷⁷ açıktır. Dolayısıyla mirasçıların ifa alacaklısı olacağına yönelik bir hükmün bulunmaması durumunda bu sözleşmenin ölümle son bulacağı ve mirasçıların hak talebinde bulunmayacağı sonucuna varılmalıdır. Burada gölge pay sözleşmesindeki kayıt, sözleşmeye üçüncü kişi yararına sözleşme⁷⁷⁸ niteliği kazandırmakta (TBK m. 129) ve TBK m. 440, TBK m. 486, TBK m. 500'ün istisnasını oluşturmaktadır.

III. İfa Konusu

A. Edim Türleri

1. Nakdi Ödeme

Gölge pay sözleşmelerinde ifa konusunu çoğunlukla bir miktar para oluşturmaktadır⁷⁷⁹. Buna göre ifa alacaklısı, hak kazanma koşullarının gerçekleşmesi ve

⁷⁷⁵ Bu yönde bkz. **MARASLI DİNÇ**, Yasemin: Miras Hukukunda Külli Halefiyet İlkesi, Ankara 2021, s. 78-81; **DURAL**, Mustafa/**ÖZ**, Turgut: Miras Hukuku, İstanbul 2024, s. 414; **İNAN**, Ali Naim/**ERTAŞ**, Şeref/**ALBAŞ**, Hakan: Miras Hukuku, Ankara 2024, s. 55-56; **SEROZAN**, Rona/**ENGİN**, Baki İlkey: Miras Hukuku, Ankara 2024, s. 113.

⁷⁷⁶ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2.

⁷⁷⁷ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, a, ii.

⁷⁷⁸ Üçüncü kişi yararına sözleşme hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **EREN**, Genel Hükümler, s. 1289-1302.

⁷⁷⁹ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 21. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Madde 3'te aksi belirtilmedikçe kontrol değişikliği durumunda gölge pay, bir adi payın hak kazanma tarihindeki kapanış değeri veya o tarihte adi payın alım satımı gerçekleşmemişse piyasaların açık olduğu ve alım satımın gerçekleştiği bir önceki tarihteki kapanış değeri ile üzerinde mali hak kazanılan pay sayısının çarpımına eşit tutarda nakit olarak ifa edilir.*” **IBERIABANK CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.1, 17.11.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Üzerinde mali hak kazanılan gölge pay değer artış birimleri, tahsis değeri ile payın değerlendirme tarihindeki defter değeri arasındaki farka eşit değerdeki hakkın nakit olarak ödenmesi suretiyle

hakkın kaybına yol açan sebeplerin ortadan kalkması veya hiç gerçekleşmemesi⁷⁸⁰ sonucunda ifa tutarını nakit olarak elde eder. İfa konusunun yalnızca bir miktar paradan oluşması durumunda ifa tutarı, doğrudan ödenir ve bir dönüştürme işlemine ihtiyaç duyulmaz⁷⁸¹. Bu ödeme, tarafların takdirine bağlı olarak taksitler halinde veya defaten yapılabilir⁷⁸².

2. Pay Temini

a) Dönüştürme İşlemi

Gölge pay sözleşmelerinde ifanın nadiren de olsa taksitler halinde⁷⁸³ veya defaten⁷⁸⁴ pay temini suretiyle gerçekleştirilmesi kararlaştırılabilmektedir. Bu tür bir uzlaşma ise ifa konusunu bir miktar paranın oluşturduğu gölge pay sözleşmelerine nazaran dönüştürme işlemi, pay devri, sermaye artımından oluşan ifanın sonuçlandırılmasına

itfa edilir.” **SALISBURY BANCORP INC.:** Phantom Stock Appreciation Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, hakkın değerlendirme tarihindeki (planın 9.1(i) maddesinde tanımlandığı şekilde) gölge pay değerine eşit olan nakit değeri ödenerek itfa edilir.*” **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.:** Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁸⁰ Hakkın kaybına yol açan sebepler ve bu sebeplerin ortadan kalkması hakkında bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 9.

⁷⁸¹ Dönüştürme işlemi hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, a.

⁷⁸² Bu yönde bkz. **RUSTIGAN**, Edward C.: “After the New Pension Law: Executive Compensation and Nonqualified Plans”, *Taxes- The Tax Magazine*, C. 52, S. 12, 1974, s. 897; **KONZ**, s. 321-322; **SAMPSON**, s. 1279. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Gölge payların itfası üzerine yapılacak tüm ödemeler, aşağıdaki madde 3.2(vi) uyarınca yapılması gereken ödemeler de dahil olmak üzere ifa zamanında hak sahibine veya hak sahibinin mirasçılara nakit olarak defaten yapılır.*” **GLOBAL WATER RESOURCES INC.:** Global Water Resources, Inc. Phantom Stock Unit Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.20, 19.01.2016 2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*İfa zamanında hak sahibi, üzerinde mali hak kazanılan her bir gölge pay için adi payın ifa zamanındaki adil piyasa değerine eşit bir tutarı, varsa gerekli vergi kesintileri gerçekleştirildikten sonra talep etme hakkına sahip olur. Bu kapsamda herhangi bir adi pay ihraç edilmez, plan kapsamında yapılacak ödemeler, eğer yapılırsa, yalnızca nakit olarak yapılır. Söz konusu tutar, hak sahibine madde 7.3 ve 13. madde hükümlerine tabi olmak kaydıyla ifa zamanını takip eden ayın ilk gününden itibaren başlamak üzere yirmi dört eşit taksit halinde nakit olarak ödenir.*” **OLD DOMINION FREIGHT LINE INC.:** Director Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.18.12, 31.12.2019 2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁸³ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Pay ile ödemenin taksitler hâlinde yapılması durumunda birinci taksit, hak sahibinin hizmetten ayrılma tarihini takip eden yılın ilk iş günü itibarıyla ödenir. Sonraki taksitler, ilgili yılın ilk iş günü itibarıyla ödenmeye devam eder ve hak sahibinin gölge pay hesabına yatırılan tüm tutar tamamen ödenene kadar bu süreç sürer.*” **UIL HOLDINGS CORP.:** Non-Employee Directors Common Stock and Deferred Compensation Plan, 10-K (Annual report) EX-10.7, 31.12.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁸⁴ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Üzerinde mali hak kazanılan gölge payların ve kâr payı eşdeğerlerinin adi pay temini suretiyle itfası, bunlara hak kazanıldığı tarihten itibaren yirmi (20) iş günü içerisinde gerçekleştirilir.*” **CYBERONICS INC.:** Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 25.01.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

yönelik birtakım ek işlemlerin yapılmasını gerektirmektedir. Buna göre öncelikle anılan sözleşmelerde ifa tutarının belirlenmesi aşaması, nakit ödeme suretiyle ifa öngören sözleşmelerle ortak olsa da belirlenen parasal karşılığın bir dönüştürme işlemine tabi tutulması gerekmektedir. Dönüştürme işlemi ise ifa tutarına karşılık gelen pay sayısının belirlenmesine yönelik işlemler bütünü olarak tanımlanabilir. Buna göre ifa tutarının parasal karşılığının şirketin adi bir payının kararlaştırılan tarihteki değerine bölünmesi ile ifa konusunu oluşturacak pay sayısı belirlenir⁷⁸⁵. Bu konuda şu sözleşme hükmü örnek gösterilebilir⁷⁸⁶:

“Hak sahibinin gölge pay sözleşmesi hükümlerine göre yöneticiye usulüne uygun yazılı bir dönüşüm bildirimi sunması üzerine hak sahibi, şu tutarda bir nakit ödeme alma hakkına sahip olur: (i) dönüştürülen payların dönüşüm tarihindeki toplam adil piyasa değeri eksi (ii) dönüştürülen pay sayısına eşit sayıda adi payın toplam hak değeri (‘Dönüşüm Kazancı’). Şirket, yöneticinin takdirine bağlı olarak gölge payların dönüştürülmesiyle ilgili yükümlülüğünü bu nakit tutara eşit sayıda adil piyasa değerine sahip (dönüşüm tarihi itibarıyla) adi payı hak sahibine temin ederek yerine getirebileceği ve kesirli paylar için nakit ödeme yapabileceği gibi bu yükümlülüğünü kısmen adi pay temin etmek ve kısmen nakit ödeme yapmak suretiyle de yerine getirebilir.”

Bu örnek esas alındığında ifa tutarı 500.000,00-TL ve şirketin dönüşüm tarihi itibarıyla adi bir payının değeri 500,00-TL ise ifa, bin adet adi payın temini ile gerçekleştirilir.

⁷⁸⁵ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Üzerinde mali hak kazanılan gölge payların pay ile iftası, değer artışı ile gölge pay sayısının çarpımına (stopaj düşüldükten sonra) eşit sayıda adil piyasa değerini haiz Lone Pine payının temini ile gerçekleştirilir.” **LONE PINE RESOURCES INC.**: Phantom Stock Unit (SAR Award) Agreement for Canadian Employee Grantees, S-1/A (Registration Statement) EX-10.16, 27.11.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁸⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Tam değer alacağında ise bu formülün uygulanmasına gerek bulunmamaktadır. Çünkü bu mali hak türünde ifa tutarı, üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısı ile gölge payın değerlendirme tarihinde⁷⁸⁷ hesaplanan ve genellikle adi bir payın o tarihteki değerine eşit olan değeri ile çarpımına denktir⁷⁸⁸. Bu da anılan formül uygulansa da temin edilecek adi pay sayısı ile üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının eşit olması sonucunu doğurmaktadır. Nitekim uygulamada da tam değer alacağı öngören sözleşmelerde veya planlarda temin edilecek pay sayısı, doğrudan üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısına eşitlenmektedir⁷⁸⁹. Örneğin tam değer alacağı öngören bir gölge pay planında bu husus şu şekilde ifa edilmiştir⁷⁹⁰:

“Planın hükümlerine ve özellikle §3.9’a tabi olmak kaydıyla ihraç edilen ve üzerinde mali hak kazanılan her bir gölge pay, şirketin hak kazanma tarihinde veya sonrasında (ancak her halükârda vade sonundan geç olmamak kaydıyla) şirketin tamamen kendi takdirine bağlı olarak seçeceği aşağıdaki hak ödeme yöntemlerinden biri ile (stopaj düşüldükten sonra) itfa edilir: ... (i) her gölge pay için bir pay...”

b) İfa Şekli

(1) Pay Devri

İfa konusunu payın oluşturduğu gölge pay sözleşmelerinde ifa, pay devri yöntemiyle gerçekleştirilebilir. Bu yöntemde ifa, ifa borçlusunun bir pay üzerindeki

⁷⁸⁷ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 6.

⁷⁸⁸ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 1, a.

⁷⁸⁹ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Planın koşullarına tabi olarak ve madde 4’te aksi belirtilen durumlar haricinde 2012 yılı içerisinde bir kontrol değişikliği gerçekleşmezse ve sözleşme kapsamında tahsis edilen gölge paylar üzerinde mali hak kazanılırsa şirket, hak kazanma tarihinde (1) payların adil piyasa değeri ile (2) üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının çarpımı kadar bir nakit tutarı derhal hak sahibine öder; ancak şirket, hak sahibine bunun yerine tamamen kendi takdirine bağlı olarak üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısına eşit sayıda pay temin edebilir.” **SOLUTIA INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-K/A (Annual Report) EX-10.43, 31.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁷⁹⁰ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **PRIMERO MINING CORP.**: 2013 Phantom Share Unit Plan, 6-K (Current Report) EX-99.1, 18.04.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

mülkiyet hakkını ifa alacaklısına devretmesi ile sağlanır. Bu devrin geçerli olabilmesi için belirli koşullara uyuşması gerekmektedir.

Öncelikle payın devri, payın senede bağlı olup olmaması ve bağlı olduğu senedin devir şekli açısından türüne göre değişen şekil şartlarına tabidir. Öyle ki senede bağlanmamış paylar; alacağın devri hükümlerine (TBK m. 183-194) göre devredilebilirken nama yazılı pay senetleri, ciro veya alacağın devri ve senet üzerindeki zilyetliğin devri, hamiline yazılı pay senetleri ise yalnızca zilyetliğin devri yoluyla devredilebilir (TTK m. 489/1, m. 490/2)⁷⁹¹. Bununla birlikte nama yazılı paylarda⁷⁹² bazı hallerde şirket onayı da devrin geçerliliğine etki etmektedir (TTK m. 494/1). Buna göre bağlam⁷⁹³ hükümleri dahilinde pay bedelinin tamamen ödenmemesi ile esas sözleşmede öngörülen diğer hallerde devrin geçerliliği, şirket onayını da gerektirir (TTK m. 491, m. 492, m. 494/1). Bu şekil şartlarına uyulması ve nama yazılı paylar açısından TTK m. 491 ile m. 492 uyarınca şirket onayının alınması ile birlikte mülkiyet hakkının geçişi tamamlanmaktadır. Ancak hamiline yazılı pay senetleri açısından pay sahipliğine bağlı hakların kullanılabilmesi için MKK'ye bildirim⁷⁹⁴ ve nama yazılı pay senetleri ile senetsiz paylar açısından ise pay sahipliği sıfatının üçüncü kişiler ile şirkete karşı ispatının

⁷⁹¹ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, B.

⁷⁹² Bu ifade hem senede bağlanmamış payları hem de nama yazılı pay senetlerini kapsamaktadır. Zira azınlık talebi olmadığı sürece nama yazılı pay senedi bastırma zorunluluğu bulunmamaktadır (TTK m. 486/3). Nitekim TTK m. 493'ün gerekçesinde de TTK m. 491 vd. maddelerinde pay senedi terimi yerine pay teriminin tercih edilme sebebi olarak bu husus gösterilmiştir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 232 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025). Bu anlamda senede bağlanmamış paylar için de bağlam öngörülebileceği yönünde ayrıca bkz. **KARASU**, Rauf: "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması", GÜHFD, C. 12, S. 1, 2008, s. 134; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 144-145, N. 1145.

⁷⁹³ Bağlam kavramı ile anonim şirketlerde nama yazılı payların devrini şirket onayı vasıtasıyla sınırlayan kanuna veya esas sözleşmeye dayanan hükümler kastedilmektedir. Bu yöndeki tanım için bkz. **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 144-145, N. 1145; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2520, N. 14. TTK m. 492/1'in aksine eTTK m. 416/1 ile esas sözleşmede yer verilecek bir hüküm yardımıyla nama yazılı payların devri tamamen yasaklanabildiğinden bu dönemde bağlam kavramı, nama yazılı payların devrini yasaklayan/önleyen veya sınırlandıran sebepleri karşılar şeklinde kullanılmaktaydı. Bu kullanım için bkz. **AYTAÇ**, s. 105-106; **ÇEVİK**, s. 790; **NARBAY**, Şafak: Anonim Ortaklıkta Pay Defteri, Ankara 2003, s. 131.

⁷⁹⁴ MKK'ye yapılan bildirimin devrin geçerliliğine etki etmediği yönünde bkz. **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 125, N. 1114; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2502, N. 71e.

sağlanabilmesi için⁷⁹⁵ pay defterine kayıttan⁷⁹⁶ oluşan ek işlemlerin gerçekleştirilmesi gerekmektedir (TTK m. 489/1-2, m. 499/1-4, Hamiline Yazılı Pay Senetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşuna Bildirilmesi ve Kayıt Altına Alınması Hakkında Tebliğ m. 5). Yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler veya işçiler açısından bu koşullara yönelik bir istisna getirilmediğinden gölge pay sözleşmesinde ifanın payın devri suretiyle yerine getirilmesi ihtimalinde de bu genel hükümler uygulama alanı bulacaktır.

Belirtmek gerekir ki ifanın nama yazılı payların devri vasıtasıyla gerçekleştirilmesi durumunda TTK m. 491/1 ve m. 493/4'teki istisnalardan da yararlanılamayacaktır. Çünkü buradaki devir, söz konusu hükümlerde yer alan ve şirket onayı bakımından istisna yaratan miras, cebri icra gibi hallere bağlı olarak gerçekleşmemektedir. Bununla birlikte anılan hükümlerdeki hallerin sınırlı sayıda olmadığı ve birleşme, bölünme gibi birtakım özel iktisap hallerinin de hükmün kapsamında olduğu kabul edilmektedir⁷⁹⁷. Ancak söz konusu devir, hükmün kapsamında olduğu kabul edilen bu devir halleriyle de benzer nitelikte değildir. Zira burada bir kanuni iktisap hali bulunmamaktadır⁷⁹⁸. Dolayısıyla bedeli ödenmeyen nama yazılı payların

⁷⁹⁵ Pay defterindeki kaydın pay sahipliği sıfatının devralana intikal ettiğine ilişkin bir karine oluşturduğu yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 183; **DOMANİÇ**, Şerh 2, s. 1321; **NARBAY**, s. 137; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 99.

⁷⁹⁶ Pay defterine yapılacak kaydın devrin geçerliliğine etki etmediği yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 183; **ÖZTAN**, s. 1510; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 366; **NARBAY**, s. 131; **TAŞDELEN**, Pay Sahipliği, s. 155; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. I, s. 139, N. 1144; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2693, N. 29.

⁷⁹⁷ TTK m. 493/4 açısından bu görüşte olan yazarlar için bkz. **BOZKURT**, Tamer: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması, İstanbul 2016, s. 229; **CANKAT**, s. 195; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 156, N. 1153; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2590, N. 134. Nitekim TTK m. 493'ün gerekçesinde de bu sayımın sınırlı olmadığı açıkça belirtilmiştir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 234 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025). Aksi yönde bkz. **KARASU**, Nama Yazılı, s. 133. TTK m. 491/1 (eTTK m. 418)'deki sayımın sınırlı olmadığı yönünde bkz. **DOMANİÇ**, Şerh 2, s. 1350; **NARBAY**, s. 274. Aksi yönde bkz. **KARASU**, Nama Yazılı, s. 133.

⁷⁹⁸ TTK m. 493/4 ile TTK m. 491/1'deki sayımın sınırlı olmadığı büyük oranda kabul edilmekle beraber kapsama dahil edilecek devir hallerini belirlemede hangi ölçütün esas alınacağı konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Buna göre TTK m. 493/4'ün kapsamına dahil edilebilecek hallerin kanuni iktisap halleri olarak sınıflandırılması yönünde bkz. **CANKAT**, s. 195; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2590, N. 134-135. Hükmün kapsamını belirlemede külli halefiyet hallerinin dikkate alınabileceği yönünde bkz. **BOZKURT**, s. 129; **SEVİ**, s. 52. TTK m. 491/1'in karşılığını oluşturan eTTK m. 418 bakımında hükmün kapsamına irade dışı iktisap hallerinin dahil olduğu yönünde bkz. **KIRCA**, İsmail: "Bağlı Nama Yazılı Payların TTK m. 418 f. 4'de Yazılı Sebeplerle Kazanılmasında Yönetim Kurulu Üyeleri ile Pay Sahiplerine Tanınan Gerçek

devri ile esas sözleşmede öngörülen diğer hallerde şirket onayına ihtiyaç duyulacaktır (TTK m. 491, m. 492/1). Ancak şirketin devre onay vermemesi halinde de TBK m. 112 gereğince borca aykırılık gündeme gelir⁷⁹⁹. Çünkü bu durumda ifa alacaklısı, pay sahipliği haklarını şirkete karşı ileri süremeyeceğinden geçerli bir ifa söz konusu olmaz (TTK m. 494/1). Zira ifa, edimin tam olarak yerine getirilmesini gerektirmekte olup⁸⁰⁰ burada ise devirden kaynaklı tüm haklar kullanılamadığından tamamlanmış bir devir işlemi söz konusu olmayacaktır (TTK m. 494/1).

Gölge pay sözleşmesinde pay devri suretiyle ifanın gerçekleştirilmesi bakımından ifanın kimin mülkiyetindeki paylar ile sağlanacağı da önemlidir. Burada gölge pay sağlayan dışında bir kişinin pay devri yapması ile devredilecek payların şirketin mülkiyetinde olması hallerine uygulanacak hükümlerin farklılaşması sebebiyle bu konuya özellikle temas edilmesi yerinde olacaktır. Buna göre pay devrini gölge pay sağlayan dışında bir kişinin gerçekleştirmesi durumunda üçüncü kişinin fiilini üstlenme söz konusu olur (TBK m. 128/1). Bu durum, ifanın gerçekleşmemesi ihtimalinde gölge pay sağlayana başvurulmasını engellemez. Diğer bir ifadeyle, bu ihtimalde de yalnızca gölge pay sağlayana başvurulabilecek olup üçüncü kişilere karşı herhangi bir talepte bulunulamaz (TBK m. 128/1)⁸⁰¹.

İfanın şirketin mülkiyetindeki paylar ile sağlanacak olması halinde ise TTK m. 379 ila 387 hükümleri uygulama alanı bulur. Burada şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi, belirli koşullara tabi kılınmıştır. Dolayısıyla bu payların gölge pay sahibine

Değerden Satın Alma Hakkı”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (15 Aralık 2006): Bildiriler-Tartışmalar, Ankara 2007, s. 24. Kanaatimizce hükmün kapsamını belirlemede kanuni iktisap hallerinin dikkate alınması yerinde olur. Çünkü hükümde yazılı haller, devrin kanunen gerçekleşmesine yol açmaktadır. Örneğin hükmün kapsama dahil olduğu genellikle kabul edilen birleşmede payların iktisabı, kanunen kendiliğinden gerçekleşmektedir (TTK m. 136/3).

⁷⁹⁹ Çalışanlara pay edindirmeyi amaçlayan sözleşmelerde aynı yönde bkz. **BAŞ**, s. 98. *Baş*, çalışanlara pay edindirmeyi amaçlayan sözleşmelerde şirketin pay devrine onay vermemesinin ayrıca çelişkili davranış oluşturacağı görüşünü paylaşmaktadır. Bkz. **BAŞ**, s. 96-97.

⁸⁰⁰ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I, A, dn. 693.

⁸⁰¹ Üçüncü kişinin fiilini taahhüt hallerinde üçüncü kişinin borç altına girmeyeceği yönünde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 977; **İNAN**, s. 371; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 435; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1303; **NOMER**, s. 531;

devri aşamasında yukarıda açıklanan pay devrine ilişkin koşullar uygulama alanı bulsa da anılan payların şirket tarafından iktisabında TTK m. 379 ila 387’de düzenlenen hükümler gündeme gelecektir. Söz konusu hükümlerin yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere ve işçilere sağlanmak üzere iktisap edilen paylar bakımından uygulanmamasına yol açacak bir istisnaya yer verilmediğinden bu genel hükümler, gölge pay sözleşmesi açısından da uygulama alanı bulur⁸⁰². Buna göre öncelikle belirtmek gerekir ki şirketin kendi paylarını iktisabında uygulanacak hükümler, ivazlı ve ivazsız iktisap halleri açısından farklılaşmaktadır. Dolayısıyla ivazlı ve ivazsız iktisap halleri yönünden gölge pay sözleşmelerinin ayrı ayrı incelenmesi yerinde olur.

Öncelikle yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere veya işçilere mali hak sağlamak, TTK m. 382’de düzenlenen ve TTK m. 379’daki koşullardan muafiyet tanıyan haller arasında yer almaz. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinde ifayı güvence altına almak amacıyla şirketin kendi paylarını ivazlı olarak iktisap etmesi ihtimalinde TTK m. 379’un uygulanması yönünden bir muafiyet söz konusu değildir. Bununla birlikte anılan kişilere mali hak sağlamak, TTK m. 381’de düzenlenen yakın ve ciddi bir kaybı⁸⁰³ bertaraf etmek amacıyla da ilişkili olmadığından bu iktisap için genel kurulun yönetim kurulunu TTK m. 379/2’deki koşullarla yetkilendirmesi gereklidir. Ancak bu koşul, mevzuata uygun bir iktisap için yeterli değildir. Payların bedelinin tamamen ödenmiş olması ve şirketin finansal durumunun da iktisaba uygun olması gerekmektedir (TTK m. 379/3-4). Finansal durumun uygunluğu ise söz konusu bedelin indirilmesi sonucu ortaya çıkan net aktifin en azından esas sermaye ve dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamına eşit olmasıyla belirlenir (TTK m. 379/3)⁸⁰⁴. Bununla birlikte iktisap edilecek pay sayısı da

⁸⁰² Çalışanlara pay edindirmeyi amaçlayan sözleşmelerde aynı yönde bkz. BAŞ, s. 114.

⁸⁰³ Bu kavram, şirketin faaliyetlerini sürdürmesinin önüne geçebilecek; malvarlığını, ilerlemesini ya da planlarını gerçekleştirmesine yönelen; pay sahipleri arasındaki ilişkilerin, şirketin istikrarının veya işlerinin sektöre uğramasına yol açabilecek ve sonuçları 6-12 ay arasında gerçekleşebilecek kayıpları ifade etmektedir. Bu tanım için bkz. TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY), C. I, s. 667, N. 841a. Bu kaybın varlığı için ilgili durumdan şirketin kendi paylarını iktisap ederek kaybı dengelemek haricinde başka bir şekilde kurtulma olanağı olmamalıdır. Bu konuda bkz. PULAŞLI, Şerh 3, s. 2127, N. 33.

⁸⁰⁴ Bu tutarın hesaplanma biçimi hakkında bkz. TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY), C. I, s. 661, N. 839h.

sınırlanmakta ve bu payların esas sermayenin %10'unu aşan miktarda olmaması aranmaktadır (TTK m. 379/1). Bu koşullara aykırı bir iktisap durumunda ise anılan payların iktisap tarihini takip eden altı ay içerisinde elden çıkarılması gerekecek ve aksi halde bu paylar, sermayenin azaltılması yoluyla yok edilecektir (TTK m. 385, m. 386). Gölge pay sözleşmelerinin uzun vadeli sözleşme düzeni öngörmeleri⁸⁰⁵ ve genellikle bir yılı aşkın bir hak kazanma düzeni içermeleri gözetildiğinde⁸⁰⁶ bu koşullara uyulmamasının payların elden çıkarılması gerekliliği sebebiyle ifayı tehlikeye sokacağı açıktır.

TTK m. 383 ise bedeli tamamen ödenen payların ivazsız iktisabını kural olarak yasaklamadığından ivazsız iktisap halinde söz konusu koşullara uyulması gerekmez (TTK m. 383/1). Dolayısıyla şirketin ifayı güvence altına almak için ivazsız olarak iktisap ettiği payların esas sermayenin %10'unu aşmaması halinde elden çıkarılması gerekmeyecektir. Bu sınıra uyulmaması halinde ise devirlerinin olanaklı olduğu ilk zamanda ve her halükârda iktisap tarihini takip eden üç yıl içerisinde elden çıkarma işlemlerinin gerçekleştirilmesi zorunlu tutulmuştur (TTK m. 384).

Belirtmek gerekir ki günümüzde yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere ve işçilere mali hak olarak şirket paylarının önerilmesi yaygınlaşmakta⁸⁰⁷ ve ifanın güvence altına alınması açısından sözleşme tarafı olan şirketin bu payları mülkiyetinde tutması uygun düşebilmektedir. Bu anlamda TTK düzeninde bu hallere özgü bir istisnaya yer

⁸⁰⁵ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, B, 2.

⁸⁰⁶ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I, A.

⁸⁰⁷ Bu planlara ücret politikalarında yer veren şirketlerden bazıları için bkz. **TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.:** Ücretlendirme Politikası, 2019, s. 2-3 (chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://vbassets.vakifbank.com.tr/bankamiz/yatirimci-iliskileri/politikalar-tr/ucretlendirme-politikasi.pdf, E.T. 21.04.2025); **ORGE ENERJİ ELEKTRİK TAAHHÜT A.Ş.:** Orge Çalışanlarını Şirket Payı Edindirme Politikası, 2020 (https://www.orge.com.tr/yatirimci-iliskileri/politikalar/#1594213947845-a4e2a385-8024, E.T. 21.04.2025); **ALARKO HOLDİNG A.Ş.:** Yönetim Kurulu Üyeleri ve Üst Düzey Yöneticileri için Ücret Belirleme Politikası, 2022, s. 2 (chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.kap.org.tr/tr/api/file/download/4028328d8305029d01838e78bccb59e7, E. T. 21.04.2025); **GARANTİ BANKASI A.Ş.:** Ücretlendirme Politikası, 2024, s. 13 (https://www.garantibbvainvestorrelations.com/tr/images/pdf/Ucretlendirme-politikasi.pdf, E.T. 21.04.2025).

verilmemesi, sözleşmelerin işlevsiz kalmasına yol açabilir. Dolayısıyla kanaatimizce bu sözleşmelerin genellikle uzun vadeli sözleşmeler olduğu da gözetilerek yalnızca anılan kişilere mali hak olarak pay sağlanması amacıyla sınırlı olarak elden çıkarma hükümlerinde bir istisnaya yer verilmesi ve asgari üç yıllık bir elden çıkarma süresinin ivazlı iktisap hallerinde de öngörülmesi yerinde olur.

(2) Sermaye Artırımı

(a) Uygulanacak Sermaye Artırım Türü

İfa konusu paydan oluşan gölge pay sözleşmelerinde payın temini, sermaye artırımı ile de sağlanabilir. Bu yöntemde ifa, mevcut payların devri ile değil, yeni pay yaratılması ile sağlanmaktadır. Payın oluşturulması ise şirketin yetki sınırları içerisinde olduğundan burada ifayı gerçekleştirecek kişi, üçüncü kişiyi taahhüt altına sokan sözleşmeler ayrı tutulursa şirket sıfatını haiz gölge pay sağlayandır. Çünkü oluşturulacak yeni payların mülkiyetini kazanan pay sahibinin pay ile ifayı sağlaması, ancak pay devri suretiyle olanaklı olacaktır.

İfanın sermaye artırımı suretiyle yerine getirilmesi durumunda uygulanacak hükümler, sermaye artırımının türüne göre farklılaşmaktadır. Buna göre taahhüt yoluyla sermaye artırımı, şarta bağlı sermaye artırımı ve iç kaynaklardan sermaye artırımı olmak üzere üç tür sermaye artırımı bulunsa da (TTK m. 459, m. 462, m. 463)⁸⁰⁸ taahhüt yoluyla sermaye artırımı, gölge pay sözleşmelerine daha uygundur. Bunun gerekçelerini açıklayabilmek adına öncelikle diğer sermaye artırım türlerinin gölge pay sözleşmesinin yapısına neden uygun olmadığına değinmek yerinde olacaktır.

İç kaynaklardan sermaye artırımına⁸⁰⁹ yalnızca pay sahipleri katılabilmekte ve mevcut paylarının esas sermayeye oranına göre artırım konusu payları edinmektedirler

⁸⁰⁸ Sermaye artırım türleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 5-13.

⁸⁰⁹ İç kaynaklardan sermaye artırımı, sermaye taahhüdü içermeyen ve pay bedellerinin iç kaynakların sermayeye dönüştürülmesiyle karşılandığı bir sermaye artırım türüdür. Bu tanım için bkz. **TEKİNALP**,

(TTK m. 462/3). Şirket ise pay sahibinin elde edeceği pay sayısına müdahale edememekte tescil ile anılan oranda pay kendiliğinden kazanılmakta ve bu hakkın kısıtlanması veya ortadan kaldırılması da olanaklı olmamaktadır (TTK m. 462/3). Gölge pay sözleşmelerinde ise gölge pay sahibinin pay sahibi olması şeklinde bir mutlak kabul söz konusu değildir⁸¹⁰. Gölge pay sahibinin pay sahibi olması halinde dahi mevzuatta öngörülen sermayeye katılım oranına müdahale edilemediğinden ifa tutarına denk sayıda sermaye payının sağlanması ihtimali oldukça düşüktür. Dolayısıyla bu artırım türü, gölge pay sözleşmelerinde uygulanma kabiliyetine sahip değildir⁸¹¹.

Bir diğer sermaye artırım türü olan şarta bağlı sermaye artırımı da gölge pay sözleşmesinin uygulamadaki yerleşik şekli karşısında uygulanabilir değildir. Öyle ki şarta bağlı sermaye artırımı, sermayenin bir esas sözleşme hükmüne dayalı olarak⁸¹² ve herhangi bir organ kararına ihtiyaç göstermeksizin kademe kademe artırılmasını sağlar (TTK m. 463, m. 465)⁸¹³. Bu artırım türünde tahvil veya benzeri borçlanma aracı sahibi alacaklılar veya alım hakkına sahip çalışanlar⁸¹⁴, yenilik doğurucu bir beyanla⁸¹⁵ ve asgari

Yeni Hukuk, s. 143, N. 9-82. Bu sermaye artırım türünde şirket malvarlığında bir artış meydana gelmemektedir. Bu yönde bkz. **ÇEVİK**, s. 915; **SARAÇ**, Tahir: “Esas Sözleşme Değişiklikleri”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 607; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 195; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2869, N. 219.

⁸¹⁰ Gölge pay sahibinin kimlerden oluşabileceği yönünde bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

⁸¹¹ Çalışanları pay edindirme planları bakımından aynı yönde bkz. **BAŞ**, s. 128.

⁸¹² Şarta bağlı sermaye artırımının uygulanabilmesi için bu yönde bir esas sözleşme kaydının olması gerektiği yönünde bkz. **KENDİGELEN**, İlk Tespitler, s. 371-372; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 489; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 262-263, N. 1412; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2827, N. 84. Bu hususa TTK m. 463’ün gerekçesinde de yer verilmektedir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 221 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸¹³ Bu artırım türünde genel kurul kararı olmaksızın “ceste ceste” veya “damla damla” artışın gerçekleştiği yönünde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 414; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 260, N. 1406. Aynı yönde bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 220-221 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸¹⁴ Şarta bağlı sermaye artırımının uygulama alanı, maddede sayılan kişilerle sınırlı olup genişletilemez. Bu yönde bkz. **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 493; **DEMİR**, Koray: Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475), İstanbul 2020, s. 38. TTK m. 493’ün gerekçesinde de bu husus vurgulanmaktadır. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 221 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸¹⁵ Değiştirme veya alım hakkının kullanılmasına yönelik beyanın yenilik doğurucu niteliği hakkında bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 415; **PULAŞLI**, Şerh 4, s. 2826, N.82.

olarak payın itibari değerine eşit tutardaki pay bedelinin ödenmesi koşuluyla sermaye artışına sebep olabilmektedir (TTK m. 463, m. 464/2). Gölge pay sözleşmelerinde ifayı sağlamak adına bu artırım türünden yararlanılabilmesi için gölge pay sahibine tek taraflı bir beyanla şirket paylarını edinme hakkı, diğer bir ifadeyle alım hakkı⁸¹⁶ sağlanmalıdır. Oysa tespit edebildiğimiz kadarıyla nakdi ödeme veya pay temini arasında seçim yapma yetkisinin gölge pay sahibine tanındığı sözleşmelerde dahi bu yetkinin kullanılması ile yalnızca ifa konusu belirlenmekte⁸¹⁷ ve fakat gölge pay sahibine pay alım opsiyonu sağlanmamaktadır⁸¹⁸. Ancak gölge pay sözleşmesinin karakteristiği, gölge pay sahibine bu hakkın sağlanmasına engel teşkil etmez. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesinde pay alım opsiyonu tanınması ihtimalinde şarta bağlı sermaye artırımını ile pay temin edilebilir. Bu durumda yönetim kurulu üyeleri⁸¹⁹, yöneticiler veya işçiler açısından bir muafiyet getirilmediğinden TTK m. 463 ile 472 hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

(b) Sermaye Artırımına Başvurulabilmesine İlişkin Ön Koşullar

Taahhüt yoluyla sermaye artırımında ifa alacaklısı, yeni bir malvarlığı unsurunu şirkete sermaye olarak getirmeyi taahhüt edecektir⁸²⁰. Bu taahhüdün ifası ve sermaye artırım kararının ticaret siciline tescili ile⁸²¹ esas sözleşmedeki sermaye miktarı artarken şirket malvarlığında da aynı oranda artış yaşanacaktır (TTK m. 455, m. 456/4)⁸²². İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımının aksine bu artırım türünde artırıma konu paylar

⁸¹⁶ Alım hakkının bu yöndeki tanımı için bkz. **DEMİR**, s. 19.

⁸¹⁷ Bu konuda hakkında bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, B, 2.

⁸¹⁸ Gölge pay sözleşmesi ile kişilere opsiyon hakkı sağlanmadığı yönünde bkz. yuk. Birinci Bölüm, III, A, 2, a, 2.

⁸¹⁹ Yönetim kurulu üyelerinin de TTK m. 463/1'de şarta bağlı sermaye artırımının öznesini oluşturan çalışanlar içerisinde değerlendirilebileceği yönünde **ÖZER**, s. 281; **DEMİR**, s. 37.

⁸²⁰ Taahhüt yoluyla sermaye artırımının bu unsuru içeren tanımı için bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 5.

⁸²¹ Sermaye artırımında tescilin kurucu nitelikte olduğu yönünde bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 114; **ANSAY**, s. 220; **DOMANIÇ**, Şerh 2, s. 970; **AKDAĞ GÜNEY**, Kuruluş, s. 341; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 108; **SOYKAN**, s. 564-565; **ÜÇİŞİK/ÇELİK**, C. 2, s. 474; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 251 N. 1381. TTK m. 456'nın gerekçesinde de bu husus vurgulanmaktadır. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra No. 96, s. 217 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸²² Taahhüt yoluyla sermaye artırımının bu yöndeki tanım için bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 5.

hem pay sahipleri hem de üçüncü kişiler tarafından taahhüt edilebilir⁸²³. Bu sebeple taahhüt yoluyla sermaye artırımı, kişi bakımından gölge pay sözleşmelerinde her durumda uygulanabilir niteliktedir. Ancak bu sermaye artırımı türüne başvurulabilmesi, mevzuatta belirli ön koşullara tabi kılınmıştır (TTK m. 456/1, m. 462/3).

İlk olarak taahhüt yoluyla sermaye artırımı yöntemini uygulayabilmek için önemli sayılmayacak tutarlar istisna kalmak kaydıyla pay bedellerinin ödenmesi gerekmektedir (TTK m. 456/1). Yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler veya işçiler açısından bu konuda bir muafiyet öngörülmediğinden gölge pay sözleşmelerinde ifanın bu yöntemle sağlanabilmesi için de öncelikle sermaye artırımı gerçekleştirilecek şirketteki pay bedelleri ödenmelidir⁸²⁴. Ancak olması gereken hukuk bakımından mali hakların pay temin etmek suretiyle ifasını amaçlayan sermaye artırımları için bir muafiyete yer verilmesi uygun olurdu⁸²⁵. Çünkü TTK m. 456/1'deki koşulun öngörülme amacı, şirketin finansman ihtiyacının ödenmeyen pay bedellerinden karşılanması olanaklıyken bu yola başvurulmayarak⁸²⁶ birbirini takip eden taahhütler yoluyla sermaye artırımı olanağının kötüye kullanılmasına engel oluşturmaktadır⁸²⁷. Oysa gölge pay sözleşmeleri gibi mali hak sağlama yöntemlerinde sermaye artırımına başvurulma gerekçesi, şirkete finansman sağlamak değildir⁸²⁸. Burada sermaye artırımına ifa konusunun elde edilmesi amacıyla başvurulmaktadır. Nitekim sermaye artırımı kararlarının iptali olanağı sayesinde muafiyet sağlanması halinde de hükmün önlemeye çalıştığı kötüye kullanma ihtimali engellenebilir (TTK m. 445, m. 460/5)⁸²⁹. Kaldı ki kanaatimizce ifa konusunu payın oluşturduğu mali

⁸²³ Taahhüt yoluyla sermaye artırımı için bu yönde bkz. **TEKİL**, s. 354; **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 582.

⁸²⁴ Çalışanlara pay edindirme planları bakımından aynı yönde bkz. **BAŞ**, s. 130.

⁸²⁵ Çalışanlara pay edindirme planları bakımından aksi yönde bkz. **BAŞ**, s. 130.

⁸²⁶ Bu koşulun şirketin öncelikle pay bedellerinin tahsili suretiyle finansman ihtiyacını karşılaması amacıyla öngörüldüğü yönünde bkz. **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 444; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 293-294. Aynı yönde bkz. “*Şartın kanunda yer almasının sebebi, sermayeye ihtiyacı olan anonim ortaklığın, sermaye artırımına gitmeden önce pay sahiplerinde kalan katılma taahhüdü alacağını alarak sermaye ihtiyacını karşılama olanağına sahip bulunduğu düşüncesi ve ayrıca ne zaman talep edileceği ve ödenmesi belli olmayan arka arkaya taahhütler yolu ile sermaye artırımının kötüye kullanılmasının önlenmek istenmesidir.*” Yargıtay 11. HD, E. 2013/13716 K. 2014/15737 T. 16.10.2014 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁸²⁷ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 45-46.

⁸²⁸ Gölge pay sözleşmelerinin uygulanma sebepleri hakkında bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV.

⁸²⁹ Sermaye artırımı kararlarının iptali hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **SOYKAN**, s. 615-654.

haklar bakımından TTK m. 456/1 ile giderilmeye çalışılan tehlike, ancak şirketin mülkiyetinde payların bulunması halinde bunlar elden çıkarılmadan sermaye artırımına başvurulamayacağı yönünde bir pozitif düzenleme yapılması suretiyle ortadan kaldırılabılır. Çünkü TTK m. 456/1 ile önlenmeye çalışılan kötüye kullanma, burada şirketin mülkiyetindeki payları elden çıkarmaksızın sermaye artırımına başvurması ihtimalinde gündeme gelmektedir. Zira şirketin hali hazırda sahip olduğu payların devriyle ifayı sağlama olanağı varken sermaye artırımına başvurması, pay sahiplerinin rüçhan hakkını kısıtlamak veya kaldırmak suretiyle sulanma⁸³⁰ yaratarak pay sahiplerinin haklarına zarar verecektir. Bu da sermaye artırım kararının kötüye kullanılması anlamına gelir.

Taahhüt yoluyla sermaye artırımına başvurulabilmenin diğer koşulu ise iç kaynaklar ile ilgilidir. Buna göre bilançoda sermayeye eklenmesine izin verilen fonların bulunması durumunda sermaye artırımı yapılabilmesi için öncelikle bu fonların⁸³¹ sermayeye dönüştürülmesi gerekmektedir (TTK m. 462/3)⁸³². Pay sahiplerinin sermaye paylarında sulanma oluşturmama amacına hizmet eden⁸³³ bu zorunluluk, şirketin ifa aşamasında öncelikle iç kaynaklardan sermaye artırımı yapmasını gerektirmektedir. Bu da ek bir prosedür uygulanması⁸³⁴ sebebiyle ifa sürecinde aksamaya sebep olabilir⁸³⁵. Zira

⁸³⁰ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, D, 1.

⁸³¹ Öğretide çoğunluğu oluşturan yazarlar, her ne kadar TTK m. 462/3'te fon ifadesi kullanılmışsa da bunun iç kaynak olarak anlaşılması gerektiği görüşünü savunmaktadır. Bu görüşe göre esas sözleşme veya genel kurul kararıyla belirli bir amaca özgülenmeyecek biçimde ayrılan yedek akçeler, dağıtılmamış kâr yedekleri ile kanuni yedek akçelerin serbestçe tasarruf edilebilir kısmı da bu kavramın içerisinde. Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 581; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 56; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 247, N. 1380e; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 295. Aksi görüşte olan yazarlar için bkz. **KENDİGELEN**, İlk Tespitler, s. 370; **SOYKAN**, s. 183-197.

⁸³² Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü'nün 25.01.2013 tarih ve 548 sayılı genelgesinde aksi yöndeki kararın sermayenin tamamını temsil eden payların sahipleri tarafından oybirliği ile alınması gerektiği belirtilmişse de bu genelgenin TTK'ye aykırı olduğu kanısındayız. Aynı yönde bkz. **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 249, N. 1380g. Zira kanunda yer almayan bir hükmün genelgeyle getirilmesi normlar hiyerarşisine aykırıdır.

⁸³³ Bu husus, TTK m. 462'nin gerekçesinde belirtilmektedir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 220 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸³⁴ İç kaynaklardan yapılacak sermaye artırım usulü hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 247-252.

⁸³⁵ Çalışanları pay edindirme planları için aynı yönde bkz. **BAŞ**, s. 133.

şirketin taahhüt yoluyla sermaye artırımına gidebilmesi için öncelikle iç kaynaklardan sermaye artırımını yapması gerekecek ve bu da taahhüt yoluyla sermaye artırımının tamamlanmasını geciktirecektir. Bu aksamayı nispeten ortadan kaldırabilmek için TTK m. 462/3'te öngörülen istisnadan yararlanılması bir anlamda zorunlu hale gelmektedir. Buna göre iç kaynaklardan sermaye artırımını ile eş zamanda ve oranda taahhüt yoluyla sermaye artırımını yapılabilir (TTK m. 462/3). Diğer bir ifadeyle eş zamanlı olarak; sermayeye dönüştürülen fon kadar taahhüt yoluyla sermaye artırımını gerçekleştirilebilir⁸³⁶. Ancak taahhüt yoluyla artırılacak sermaye tutarı, iç kaynakların dönüştürüldüğü sermaye tutarını geçemeyeceğinden bu da kesin bir çözüm değildir. Çünkü iç kaynakların sermayeye dönüştürüldüğü tutardan daha yüksek bir tutarda artırım yapılmasının gerektiği hallerde ifada aksama sorunu ancak kısmen çözülebilecek ve eş zamanlı yapılacak artırımla karşılanamayan bakiye tutar için tekrar taahhüt yoluyla sermaye artırımına başvurulması gerekecektir.

Bu konudaki bir diğer sorun ise gölge pay sözleşmesinden doğacak nakit ödemeyi temin etmek amacıyla ayrılan iç kaynakların sermayeye dönüştürülmesi ile ilgilidir. Öyle ki pay temini ve nakdi ödemenin birlikte öngörüldüğü karma ifa düzenlerinde⁸³⁷ şirket, nakdi ödemeyi güvence altına almak amacıyla iç kaynak ayırmayı tercih edebileceğinden iç kaynakların sermayeye dönüştürülmesi, nakdi ödemenin ifa edilememesine veya en azından ifada aksamaya yol açabilecektir. Bunu engellemek için ise TTK m. 522 uyarınca esas sözleşmeyle veya TTK m. 523/3 uyarınca genel kurul kararıyla anılan amaca özgülenmek üzere yedek akçe ayrılması uygun olabilir⁸³⁸. Çünkü TTK m. 462/3'ün uygulama alanı, belirli bir amaca özgülenmiş yedek akçeleri kapsamamaktadır⁸³⁹.

⁸³⁶ Örneğin bilançodaki yedek akçe ve serbestçe tasarruf edilebilecek fon toplamının 2 milyon TL olduğu varsayımında 1 milyon TL tutarında iç kaynaklardan ve 1 milyon TL tutarında taahhüt yoluyla sermaye artırımını eş zamanlı olarak yapılabilir. Bu örnek için bkz. **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 248, N. 1380f.

⁸³⁷ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, B, 1.

⁸³⁸ Benzer yönde bkz. **BAŞ**, s. 133.

⁸³⁹ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 56.

Bu sorunların önüne geçmek için TTK m. 462/3'te yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere veya işçilere mali hak sağlamak amacına yönelmiş sermaye artırımları açısından bir istisna tanınması uygun olurdu⁸⁴⁰. Nitekim hem rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılması hem de yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler veya işçilere pay temin etmek için iç kaynaklara başvurmadan doğrudan sermaye artırımı yapılması, TTK m. 462/3 ile engellenmek istenen sulanmaya yol açmaktadır⁸⁴¹. Ancak nihai olarak aynı tehlikeye yol açsalar da pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanması veya kaldırılması ihtimalinde mevzuatta bir istisnaya yer verilmiştir⁸⁴². Buna göre TTK m. 461/2 uyarınca “*işçilerin şirkete katılmaları*”, rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılmasında haklı sebep olarak benimsenmektedir. Dolayısıyla kanun koyucu, işçilerin şirkete katılmaları gibi haklı bir sebebin ortaya çıkması halinde sulanma tehlikesini göz ardı edebilmiştir. Gölge pay sözleşmesi de bu haklı sebep kavramına dahil olup bu sözleşmeyi kapsayacak şekilde yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere veya işçilere mali hak sağlanması halinin TTK m. 462/3 bakımından istisna olarak kabul edilmemesinde geçerli bir sebep bulunmamaktadır. Zira bu halde söz konusu istisna, TTK m. 461/2 uyarınca sermaye artırım kararının alınması aşamasında değil de sermaye artırım kararına başvurma aşamasında uygulanmış olacaktır. Dolayısıyla yapılacak kanun değişikliği ile bu yönde bir istisnaya yer verilmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz.

(c) Sermaye Artırım Usulü

Taahhüt yoluyla sermaye artırımına ilişkin ön koşulların tamamlanması ile sermaye artırım süreci başlatılabilir. Esas sermaye sistemini benimseyen bir halka kapalı şirkette bu süreç, temelde şu şekilde işlemektedir. İlk olarak yönetim kurulu tarafından

⁸⁴⁰ Çalışanları pay edindirme amacı bakımından aynı yönde bkz. **BAŞ**, s. 134.

⁸⁴¹ Rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılmasının sulanmaya yol açtığı yönünde bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, b, 2, c.

⁸⁴² Benzer yönde bkz. **BAŞ**, s. 133-134.

bir esas sözleşme değişikliği taslağı hazırlanarak karara bağlanır⁸⁴³. İzin Tebliği⁸⁴⁴ m. 5 çerçevesinde gerekli olması durumunda Ticaret Bakanlığı’ndan izin temin edilir (TTK m. 333, m. 456/2). Yönetim kurulu tarafından karara bağlanan taslağın genel kurulda aynen veya değiştirilerek kabul olunması ile sermaye artırım kararı somutlaşır (TTK m. 456/2). Gölge pay sözleşmelerinde ifanın pay temini suretiyle yerine getirilebilmesi için artırım kararıyla birlikte veya bu karar öncesinde ise pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanması veya kaldırılması işin niteliği gereğidir⁸⁴⁵. Aksi halde pay sahipleri, rüçhan haklarını kullanarak artırım sonucu oluşacak yeni payları öncelikle edinme hakkını haiz olacak (TTK m. 461/1) ve rüçhan haklarının kullanılma oranına göre gölge pay sahibine pay temin olanağı güçleşecek veya ortadan kalkacaktır. Ancak rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılması belirli koşullara bağlıdır.

İlk olarak bu hakkın kısıtlanması veya kaldırılması için haklı sebep olmalıdır (TTK m. 461/2). Bu anlamda gölge pay sözleşmesi ile yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere ve işçilere mali hak olarak pay sağlanmasının haklı sebep kavramı karşısındaki durumunu değerlendirmek gerekir. Haklı sebep kavramı, TTK m. 461/2’de tanımlanmamakla birlikte örnek niteliğinde⁸⁴⁶ birkaç haklı sebep haline yer verilmiştir. Bunlardan birisi de “işçilerin şirkete katılmaları”dır. Gölge pay sözleşmelerinde pay temin edilecek ve böylelikle şirkete katılımı sağlanacak grup arasında işçiler de bulunmaktadır⁸⁴⁷. Bu grup içerisinde yer alan yöneticiler de çoğu zaman işçi sıfatına

⁸⁴³ Bu yönde bkz. ÇEVİK, s. 921; SARAÇ, Esas Sözleşme, s. 595; MOROĞLU, Sermaye Artırımı, s. 64; ÜÇİŞİK/ÇELİK, C. 2, s. 456; TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY), C. II, s. 249, N. 1381; PULAŞLI, Şerh 4, s. 2804, N. 2.

⁸⁴⁴ RG, 15.11.2012, S. 28468.

⁸⁴⁵ Genel olarak işçilerin şirkete katılımı için rüçhan hakkının kısıtlanması ve kaldırılması gerektiği yönünde bkz. ADIGÜZEL, Burak: “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması”, HBV-HFD, C. 18, S. 1, 2014, s. 16; SOYKAN, s. 363; BAŞ, s. 149-150; BEKTAŞ, s. 205; TURAN, Rüçhan Hakkı, s. 1907.

⁸⁴⁶ Bu husus, TTK m. 461’in gerekçesinde vurgulanmaktadır. Bkz. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 218 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁴⁷ Gölge pay sahibinin kimlerden oluşabildiği yönünde bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 1, a.

sahiptir⁸⁴⁸. Ancak maddede yalnızca işçilerden bahsedilmesi, işçi sıfatına sahip olmadıkları hallerde yöneticilerin ve işçi sıfatını haiz olmamaları dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin⁸⁴⁹ şirkete katılımının pay sahiplerinin rüçhan hakkını kısıtlama veya kaldırmada hiçbir zaman haklı sebep oluşturmayacağı anlamına gelmemektedir⁸⁵⁰. Çünkü TTK m. 461/2’de yapılan sayım sınırlı değildir⁸⁵¹. Buna göre işçi sıfatı bulunmayan kişilerin şirkete katılımının haklı sebep oluşturup oluşturmayacağının ayrıca değerlendirilmesi gerekir.

Öncelikle nelerin haklı sebep kavramına dahil olduğunun belirlenebilmesi için TTK m. 461/2’de ve madde gerekçesinde haklı sebep olarak düzenlenen hallerden yola çıkılabilir. Bu hallerin tümü, şirketin gelişimini sağlayacak, şirketin menfaatine yol açacak olaylardan ibarettir⁸⁵². Buradan yola çıkarak haklı sebebin varlığı için sermaye artırımı ile ulaşılmak istenen amacın şirketin üstün menfaatine uygun olması, diğer bir ifadeyle pay sahiplerinin menfaati karşısında şirketin menfaatinin üstün gelmesi gerektiği ifade edilebilir⁸⁵³. İşçiler dışında işçi sıfatına sahip olmayan yöneticilerin veya yönetim kurulu üyelerinin şirkete katılımı da bu kişilerin yönetim süreçlerinde daha özenli ve

⁸⁴⁸ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b, 1, c, dn. 576.

⁸⁴⁹ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b, 1, c, dn. 574.

⁸⁵⁰ “İşçilerin şirkete katılımı” şeklindeki haklı sebebin konu bakımından kapsamına yönetim kurulu üyelerinin de dahil olduğu yönünde bkz. **ADIGÜZEL**, Rüçhan Hakkı, s. 17; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 307-308; **BEKTAŞ**, s. 227. Haklı sebebin arkasındaki amaç doğrultusunda yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilerin bu kapsamda olmadığı yönünde bkz. **TEKİNALP**, Yeni Hukuk, s. 362, N. 14-38; **TURAN**, Rüçhan Hakkı, s. 1908. Kanaatimizce yönetim kurulu üyelerinin şirkete katılımının, anılan haklı sebep içerisine dahil edilip edilemeyeceği tartışmasına gerek bulunmamaktadır. Çünkü madde metninde sınırlı bir sayım tercih edilmemiştir. Dolayısıyla anılan halin haklı sebep oluşturup oluşturmayacağının bağımsız olarak değerlendirilmesi yerinde olacaktır. Nitekim bu tartışmaya gerek olmadığı yönünde bkz. **BEKTAŞ**, s. 227, dn. 398.

⁸⁵¹ Bu yönde bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 218 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁵² Madde gerekçesinde haklı sebep halleri şu şekilde genişletilmiştir: “*Şirketin finansal menfaatleri, ödeme dar boğazından kurtulma, teknoloji alınması gibi sebeplerde haklı niteliktedir.*” Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 218 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁵³ Bu yönde bkz. **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 586; **ADIGÜZEL**, Rüçhan Hakkı, s. 6; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 289-294; **BEKTAŞ**, s. 176-194.

sorumlu hareket etmelerine, yönetim üretkenliklerinin artmasına fayda sağlayacaktır⁸⁵⁴. Çünkü bu kişilerin yönetim süreçleri, pay sahibi olduklarından kendilerinin haklarını doğrudan etkileyecektir⁸⁵⁵. Bu menfaat ise pay sahiplerinin rüçhan hakkı üzerindeki menfaati karşısında üstün gelmektedir. Çünkü bu sonuçlar, pay sahiplerine de fayda sağlayabilecektir. Zira daha üretken bir yönetim süreci, şirketin verimliliğinin/kârlılığının da artması ile birlikte pay sahiplerinin kâr payı hakkına da yansıyabilecektir. Bu anlamda şirkete katılım, işçiler ve diğer menfaat grupları için benzer sonuçlara yol açacak ve hatta yönetimde yetkili kişiler yönünden bu sonuçlar daha belirgin olacaktır. Bu hususlar gözetildiğinde işçiler ile diğer kişiler arasında haklı sebep kavramı yönünden bir ayırım yaratmanın uygun olmayacağı kanısındayız.

Ancak şirkete katılımın şirketin menfaatine olması, haklı sebep değerlendirmesi açısından yeterli kabul edilmemektedir. Bununla birlikte gereklilik unsuru da karşılanmalıdır. Öyle ki anılan yönetime başvurulmasının bir alternatifi söz konusu değilse veya birkaç alternatif içerisinde en uygun yöntem buysa rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılmasının gerekli olduğu kabul edilir⁸⁵⁶. Bu anlamda gölge pay sözleşmeleri açısından şirketin sermaye artırımına başvurmaksızın elindeki mevcut payları devretmek suretiyle ifayı sağlama ihtimali söz konusu olduğunda gereklilik unsuru karşılanmadığından haklı sebebin olmadığı sonucu doğar. Bununla beraber rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılmasından hiç kimsenin haksız bir şekilde kayba veya kazanca uğratılmaması da gerekir (TTK m. 461/2). Bu ilke, öğretide ölçülülük/hakların en az zarar verecek şekilde kullanılması ile eşitlik ilkesi (TTK m. 357) şeklinde iki alt unsurla birlikte incelenmektedir⁸⁵⁷. Gölge pay sözleşmesi açısından ölçülülüğün olmadığı

⁸⁵⁴ Bu yönde bkz. **ELSON**, Charles M.: “The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership”, University of Cincinnati Law Review, C. 63, S. 2, 1995, s. 696-699.

⁸⁵⁵ Bu yönde bkz. **HILL**, Charles W. L./**SNELL**, Scott A.: “Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity”, The Academy of Management Journal, C. 32, S. 1, 1989, s. 28.

⁸⁵⁶ Bu yönde bkz. **ADIGÜZEL**, Rüçhan Hakkı, s. 10; **BEKTAŞ**, s. 195-196.

⁸⁵⁷ Bu yönde bkz. **ADIGÜZEL**, Rüçhan Hakkı, s. 11-14; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 320-333; **TURAN**, Rüçhan Hakkı, s. 1901-1905. Nitekim bu ilkelerin ihlalinin haklı sebebin oluşumuna engel

bir hal olarak ifayı sağlayacak ölçünün üzerinde kısıtlama gösterilebilir. Buna göre pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısmen kısıtlanması ile ifa sağlanabileceken gereğinden fazla bir kısıtlama yapılması⁸⁵⁸ veya rüçhan hakkının tamamen kaldırılması⁸⁵⁹, ilgili kararı geçersiz kılacaktır. Benzer şekilde pay sahiplerinin yalnızca bir kısmının rüçhan haklarının kısıtlanmasına yönelik genel kurul kararı da eşitlik ilkesine aykırı olacaktır (TTK m. 357). Burada tüm pay sahiplerinin rüçhan hakkının ifayı sağlayacak ölçüde kısıtlanması ile hem ölçülülük hem de eşitlik ilkelerine uygunluk sağlanabilir.

Tüm bu koşulların sağlanması halinde ise kural olarak gölge pay sözleşmeleri açısından haklı sebep unsurunun var olacağı kanısındayız. Dolayısıyla bu halde rüçhan hakkı, genel kurul tarafından esas sermayenin yüzde altmışını temsil eden payların olumlu oyu ile kısıtlanabilir veya kaldırılabilir (TTK m. 461/2). Yönetim kurulunun bu kısıtlama veya kaldırmanın gerekçelerini, yeni oluşturulacak payların primli veya primsiz çıkarılmalarının sebeplerini ve primli pay öngörülüyorsa primin nasıl hesaplandığını tescil ve ilana tabi bir rapor ile de somutlaştırması ve genel kurula sunması gerekir (TTK m. 461/2)⁸⁶⁰.

Gölge pay sözleşmelerinde ifayı sağlayabilmek adına pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanması veya kaldırılması yönündeki bu gereklilik, imtiyazlı pay sahipleri

oluşturacağı yönünde bkz. “Burada önemli olan, eşit işlem ve hakların sakınılarak kullanılması ilkesi göz önünde tutularak tüm pay sahiplerinin ve şirketin ekonomik menfaatlerinin korunmasıdır. Yoksa belirli bir pay grubu ya da hakim ortağın menfaatlerinin göz önünde tutularak rüçhan haklarında kısıtlamaya gidilmesi haklı sebebin oluşumuna engeldir.” Yargıtay 11. HD, E. 2020/2177 K. 2021/4960 T. 10.06.2021 (Lexpera, E.T. 21.04.2025).

⁸⁵⁸ Bu yönde bkz. **BAŞ**, s. 150; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 332. Örneğin rüçhan hakkının %10’luk bir kısmının kullanılmasının kısıtlanmasına rağmen ulaşılmak istenen amaca rüçhan hakkının %5’lik bir kısmının kısıtlanmasıyla ulaşılabiliyorsa ölçülülük ilkesi ihlal edilmiş olur. Bu örnek için bkz. **BAKIR**, Ayhan: “Anonim Şirket Hukukunda Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması ve Kaldırılmasında Haklı Sebep Şartı”, HBV-HFD, C. 25, S. 4, 2021, s. 120.

⁸⁵⁹ Bu yönde bkz. **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 587; **ADIGÜZEL**, Rüçhan Hakkı, s. 14; **BAKIR**, s. 120; **TURAN**, Rüçhan Hakkı, s. 1904.

⁸⁶⁰ Bu rapor, esasen pay sahiplerinin; rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılması hakkında karar verebilmelerine yardımcı olabilecek nitelikte bir belgedir. Bu yönde bkz. **SOYKAN**, s. 367; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 366. Bu belgenin genel kurul kararı öncesinde pay sahiplerinin bilgisine sunulması gerekir. Bu yönde bkz. **SOYKAN**, s. 372; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 366; **BEKTAŞ**, s. 136. Bu raporun genel kurul toplantısında sunulacağına yönelik bkz. **TURAN**, Rüçhan Hakkı, s. 1916.

kurulunun sermaye artırımı kararını onaylaması zorunluluğunu da beraberinde getirebilir⁸⁶¹. Çünkü imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal eden kararların bu pay sahiplerinden oluşan bir kurul tarafından onaylanması gerekmektedir (TTK m. 454/1). Rüşhan hakkının kısıtlanarak veya kaldırılarak yeni pay ihraç edilmesinin sonucunda ise imtiyazlı pay sahiplerinin imtiyazları artırım öncesi duruma göre kötüleşebilir⁸⁶². Zira sahip olunan imtiyaza göre değişmekle beraber yeni pay ihracının paylar üzerinde yarattığı sulanmayı rüşhan hakkı engellemesine rağmen bu sulanmanın önüne geçilmesi ihtimali, rüşhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılması suretiyle ortadan kaldırılmaktadır. Bu da imtiyazlı payların sermayeye oranının azalmasına yol açar⁸⁶³. Örneğin oy hakkında imtiyaz bakımından sahip olunan oyların gücü azalacaktır⁸⁶⁴. Ancak örneğin imtiyazın yönetim kuruluna üye önerme şeklinde olması (TTK m. 360) halinde kural olarak bir ihlal söz konusu olamayacağından bu onama kararına ihtiyaç yoktur⁸⁶⁵. Dolayısıyla imtiyazın kâr payı, tasfiye payı gibi oransallığın uygulandığı haklarda (TTK m. 507/1) ve sulanma sonucu hak kaybına yol açacak nitelikte olması gerekmektedir. Bu hallerde TTK m. 454'teki koşullara uygun olarak sermayede temsil edilen payların yüzde altmışının toplanması ve toplantıya katılanların çoğunluğunun olumlu oyuyla sermaye artırımı kararı onaylanmalı veya aynı oranda olumlu oy, genel kurul kararının alınması esnasında sağlanmalıdır.

⁸⁶¹ Bu yönde bkz. **BAŞ**, s. 142.

⁸⁶² İhlal ile imtiyazlı pay sahibinin imtiyazını eski kapsamında kullanamaması veya bu imtiyazdan eskisi gibi yararlanamamasının kastedildiği yönünde bkz. **PULAŞLI**, Şerh 3, s. 2091, N. 149a.

⁸⁶³ Sermaye artırımı ile imtiyazların sulandırılmasının, diğer bir anlatımla imtiyazın sağladığı menfaatte azalmaya yol açılmasının imtiyazlı pay sahipleri kurulunun onayını gerektiren hallerden olduğu yönünde bkz. **SOYKAN**, s. 459; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. I, s. 643, N. 804.

⁸⁶⁴ Bu konuda örnek için bkz. **SOYKAN**, s. 460. Oy gücünde azalmanın ihlal sonucunu doğuracağı yönünde bkz. **AYTUĞAR**, s. 438-439; **AKTAŞ**, Betül: İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, İstanbul 2019, s. 118.

⁸⁶⁵ Bu yönde bkz. **AKDAĞ**, s. 171. Ancak yönetim kuruluna üye önerme imtiyazı (TTK m. 360), sahip olunan payın sermayeye oranına göre tanınmışsa (örneğin sermayenin %5'ini temsil eden payların sahiplerine) ve sermaye artırımı, bu oranın azalması suretiyle imtiyazın kaldırılması sonucuna yol açacaksa aksi yönde bir değerlendirme yapılmalıdır.

Sermaye artırımı kararı sonrasında ise ifa alacaklısı tarafından artırılan sermayenin taahhüt edilmesi gerekir. Bu taahhüdün kısa yoldan artırımı yöntemi olarak adlandırılan⁸⁶⁶ değişik esas sözleşmeyle⁸⁶⁷ veya bir iştirak taahhütnamesiyle gerçekleştirilmesi olanaklıdır. Her iki halde de taahhüdün yazılı, kayıtsız şartsız olması ve TTK m. 459/2’de yer alan hususları içermesi gerekmektedir. Taahhüdün esas sözleşme vasıtasıyla gerçekleştirilmesinin tercih edildiği hallerde bu kayıtlar, değişiklik taslağında yer alacağından⁸⁶⁸ taslağın gölge pay sahibi tarafından imzalanması ile de taahhütte bulunulabilir⁸⁶⁹. Bu taahhüdün şirket tarafından kabulü ise iştirak sözleşmesine vücut verir⁸⁷⁰. Anılan sözleşme, sermaye artırımı sonucu oluşacak payların ifa alacaklısına tahsisini taahhüt etmektedir⁸⁷¹. Bu sözleşmenin kurulması sonrasında ise ifa alacaklısı tarafından TTK m. 344 ile m. 345’te öngörülen koşullara uygun şekilde pay bedelinin ödenmesi gerekir (TTK m. 459/3)⁸⁷².

Artırımı, buna ilişkin kararın ticaret siciline tescili ve TTSG ile şirketin internet sitesinde ilanı⁸⁷³ ile tamamlanacak olup bu aşamalardan önce yönetim kurulunun TTK m. 457 uyarınca ticaret sicil müdürlüğüne takdim etmek üzere bir beyan hazırlaması da gerekmektedir (TTK m. 35/3-4, m. 455, m. 456/3, m. 1524/1, TSY⁸⁷⁴ m. 72). İfa

⁸⁶⁶ Bu yöndeki adlandırma için bkz. **KENDİGELEN**, İlk Tespitler, s. 362; **SOYKAN**, s. 485. Kısa yoldan artırımı, sermaye taahhüdünün en geç artırımı kararı ile birlikte gerçekleştiği sermaye artırımdır. Bu tanım için bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 141; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 300.

⁸⁶⁷ Her ne kadar kısa yoldan artırımı sermaye artırımı kararının alındığı genel kurul toplantısına katılma ve oy kullanma hakkını haiz olmaları dolayısıyla yalnızca pay sahiplerine özgü olduğu görüşüne yer veren yazarlara rastlansa da (Bu görüş için bkz. **SOYKAN**, s. 496-497.) iştirak taahhüdünde bulunma ile genel kurula katılma farklı işlemler olduğundan bu görüşe katılmamaktayız. Aynı yönde bkz. **AKDAĞ**, s. 173, dn. 478. Nitekim TTK m. 459/1’de de bu yönde bir sınırlama yer almamaktadır. Aksine üçüncü kişilerin de kısa yoldan sermaye artırımı yönteminden yararlanabileceğine yönelik bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 141; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 300.

⁸⁶⁸ Bu yönde bkz. **SOYKAN**, s. 491.

⁸⁶⁹ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 140; **ALTAŞ**, Soner: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketler Açıklamalı- İtihatlı- Örnekli, Ankara 2024, s. 637.

⁸⁷⁰ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b, 2.

⁸⁷¹ Bu yönde bkz. **SOYKAN**, s. 540; **ESİN**, s. 231. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **ŞAHİN**, s. 94-202.

⁸⁷² Ancak bu asgari tutarın şirket tarafından tahsil edilmesi de iştirak taahhüdünün zımni kabulü anlamına gelebilir. Bu yönde bkz. **SOYKAN**, s. 538-539.

⁸⁷³ Her ne kadar sermaye artırımına ilişkin düzenlemelerde doğrudan sermaye artırımı kararının ilanına ilişkin bir hükme yer verilmemişse de TTK m. 455, m. 456/5 gibi mevzuattaki diğer hükümler doğrultusunda bu kararın ilanının da zorunlu olduğu kabul edilmektedir. Bu konuda bkz. **ARSLANLI**, Umumi Hükümler, s. 113; **İMREGÜN**, Anonim Ortaklıklar, s. 353; **ÇEVİK**, s. 922; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 261; **SOYKAN**, s. 570; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 214, N. 1319.

⁸⁷⁴ RG, 27.01.2013, S. 28541.

alacaklısının pay üzerinde mülkiyet hakkını kazanması ise artırım kararının ticaret siciline tescili ile gerçekleşecektir⁸⁷⁵.

Genel kurul kararının alındığı tarihi takip eden üç ay içerisinde tescilin gerçekleştirilmemesi, ilgili kararı geçersiz hale getirir (TTK m. 456/3). Ancak gölge pay sahibinin bu üç aylık süreye riayet etmemesi söz konusu olabilir. Bu anlamda üç aylık süre sonunda geçersiz bir sermaye artırımını ile karşılaşmamak adına ifa alacaklılarının iştirak taahhüdünde bulunmaları bir süreye tabi kılınabilir. Bununla birlikte anılan süre içerisinde ifa alacaklılarının yalnızca bir kısmı iştirak taahhüdünde bulunabileceği gibi hiçbiri de iştirak taahhüdünde bulunmayabilir. Ek olarak tüm ifa alacaklıları iştirak taahhüdünde bulunsun da taahhütlerinin kısmi olması (*örneğin beş yüz adet pay ile ifa sağlanacakken dört yüz adet pay için taahhütte bulunulması*) olasıdır. Ancak tüm bu ihtimallerde artırım konusu payların tamamının taahhüt edilmemiş olması sebebiyle tescil aşamasına geçilememe ihtimali bulunduğu⁸⁷⁶ geçerli bir sermaye artırımını söz konusu olamayabilecektir (TTK m. 459/1). Bunu engelleyebilmek adına kısa yoldan artırım yöntemine başvurulması uygun olabilir⁸⁷⁷. Çünkü bu yöntemde en geç sermaye artırım kararı esnasında iştirak taahhüdünde bulunulmakta⁸⁷⁸ ve taahhüt nispetinde sermaye artırılmaktadır. Dolayısıyla ifa alacaklısının süreyle sınırlandırılmış bir işlemine bağlı olunmaksızın sermaye artırımını tamamlanabilir.

⁸⁷⁵ Sermaye artırımlarında tescilin kurucu etkisi için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, III, A 2, b, 2, b, dn. 820.

⁸⁷⁶ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 99; **SOYKAN**, s. 9-10

⁸⁷⁷ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 99.

⁸⁷⁸ Bu yönde bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 141; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 47; **BAHTİYAR**, Ortaklıklar, s. 300.

c) Pay Bedeli

(1) Gölge Pay Sözleşmesini İşlevsizleştirme Tehlikesi

Gölge pay sözleşmelerinde ifa aşamasına kadar klasik anlamda bir pay elde edilmez⁸⁷⁹. Dolayısıyla pay bedeli⁸⁸⁰ ödeme borcu da doğmaz. Bu borç, ancak sözleşmeden doğan mali hakkın klasik anlamda bir paya dönüştürülmesi ile gündeme gelir. Ancak ifa alacaklısının bu sözleşmeyle elde ettiği menfaat karşılığında pay bedeli ödeme borcu ile yükümlenmesi, gölge pay sözleşmesini işlevsiz kılabilir⁸⁸¹. Çünkü gölge pay sözleşmesinin cazibesi, herhangi bir ekonomik yükümlülük altına girmeksizin⁸⁸² yalnızca hizmetin başarısına dayalı bir menfaat⁸⁸³ kazanılmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim uygulamada tespit edebildiğimiz kadarıyla ifanın pay temini suretiyle yerine getirilmesinin öngörüldüğü gölge pay sözleşmelerinde de payın bedel karşılığı temin edileceğine yönelik bir kayda yer verilmemektedir⁸⁸⁴. Dolayısıyla burada öncelikle ifa alacaklısının pay bedeli ödeme yükümlülüğü altında olup olmadığının pay devri ve sermaye artırımı yöntemleri özelinde değerlendirilmesi yerinde olacaktır. Daha sonra ise işlevsizliği bertaraf edebilmek amacıyla payın bedelsiz devrinin olanaklı olup olmadığı veya pay bedeli konusunda gölge pay sözleşmesinin sistematüğünü ihlal etmeyecek alternatif bir teşvikin sağlanıp sağlanamayacağı hususları tartışılacaktır.

⁸⁷⁹ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, a.

⁸⁸⁰ Burada pay bedeli terimi, primi de kapsar şekilde kullanılmıştır.

⁸⁸¹ Çalışanların sermaye artırımı sonucunda pay bedeli ödemekle yükümlü olmasının bu artırıma başvurulma amacını anlamsız kılacağı yönünde bkz. **BİNGÖL**, Muhammet Emin: “Girişim Anonim Şirketlerde Başvurulan SAFE ve Vesting Uygulamalarının TTK Bakımından İncelenmesi”, Prof. Dr. Tuğrul Ansay Anısına: Anonim Şirketler Hukukunun Gelecek On Yılı, İstanbul 2023, s. 35.

⁸⁸² Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, IV, B, 2.

⁸⁸³ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, c.

⁸⁸⁴ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. **DUKE ENERGY CORP.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.3, 03.04.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **TRICO MARINE SERVICES INC.**: Phantom Stock Units Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 14.05.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **MYR GROUP INC.**: Phantom Stock and Tandem Dividend Equivalents Award Agreement (Independent Director), 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.06.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); **IES HOLDINGS INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 03.12.2021 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Anonim şirketlerde iç kaynaklardan yapılacak artırım istisna olmak kaydıyla sermaye artırımında bedelsiz pay ihraç edilemez (TTK m. 344/1, m. 456/1, m. 459/3)⁸⁸⁵. Dolayısıyla yeni payları taahhüt eden kişilerin en az payların itibari değerine karşılık gelecek bir pay bedelini ödemesi gerekmektedir (TTK m. 347). Bununla birlikte birtakım unsurların pay bedeli olarak öngörülmesinin yolu da kapatılmıştır (TTK m. 342/1). Öyle ki pay bedeli, “*hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar*”dan oluşamaz (TTK m. 342/1). Bu sebeple gölge pay sahibinin hizmetleri, yeni payların bedeli olarak belirlenemez. Dolayısıyla hizmet edimi, hukuken pay bedeli niteliğine sahip olamayacağından bu yöndeki ihraç, karşılıksız pay ihracı niteliği taşıyacaktır.

Gölge pay sözleşmesinde ifanın pay devri suretiyle gerçekleştirilmesi ihtimalinde sermaye taahhüdü söz konusu değildir. Zira burada devreden pay sahipliği konumuna devralan yerleşmektedir⁸⁸⁶. Dolayısıyla pay devirlerinde pay bedeli sermayeye eklenmeyeceğinden ve devreden tasarrufuna gireceğinden sermaye açısından öngörülen koruma, burada uygulama alanı bulamayacaktır. Bu anlamda TTK m. 380 gözetilmek kaydıyla ifa alacaklısının pay üzerinde bedelsiz veya TTK m. 342/1’de sayılan edimler karşılığında mülkiyet hakkı elde etmesine bir engel bulunmamaktadır. Diğer bir anlatımla pay devrinde sermaye artırımının aksine pay bedeli ödeme yükümlülüğü söz konusu olmadığı (örneğin TTK m. 383/1) gibi hizmet ediminin pay bedeli olarak belirlenmesi de olanaklıdır⁸⁸⁷.

Devreden tarafından pay bedeli borcunun ödenip ödenmediği de önemlidir. Bakiye pay bedeli borcunun ödenmemesi halinde bu borç, pay ile birlikte ifa alacaklısına

⁸⁸⁵ Çünkü sermaye artırımını ile üçüncü kişiler, yeni paylar üzerinde mülkiyet hakkı kazanabilmek amacıyla sermaye taahhüdünde bulunur (TTK m. 459/1). Bu taahhüt olmaksızın pay üzerinde mülkiyet hakkı kazanılamaz. Bu yönde bkz. **SOYKAN**, s. 484.

⁸⁸⁶ Bu yönde bkz. **TÜRKYILMAZ**, s. 12.

⁸⁸⁷ Pay satış sözleşmelerinde semenin hizmet edimi olarak belirlenebileceği yönünde bkz. **TÜRKYILMAZ**, s. 26.

intikal eder (TTK m. 501)⁸⁸⁸. Öyleyse bu bedelin devreden tarafından ödenmesi durumunda ifa alacaklısının pay bedeli ödeme yükümlülüğü doğmaz. Ancak devreden bu ödemeyi kısmen veya tamamen yapmaması halinde ifa alacaklısının ödenmeyen tutara karşılık bir pay bedeli ödeme yükümlülüğü gündeme gelecektir.

Nihayetinde bakiye pay bedelinden bağımsız olarak gölge pay sözleşmesinde ifanın pay devri suretiyle yerine getirilmesi ihtimalinde hizmet edimi hukuken pay bedeli olabilmektedir. Bununla beraber dönüştürme işlemi⁸⁸⁹ ile hizmet ve karşılığında elde edilecek pay sayısı arasındaki eşitlik sağlandığından edimler arası dengesizlik⁸⁹⁰ de söz konusu değildir. Dolayısıyla pay bedelinin gölge pay sahibinin hizmetleri olması, TTK m. 380 anlamında finansal destek verme yasağına aykırılık teşkil etmez. Bu anlamda gölge pay sözleşmesinin işlevsizleşmesi tehlikesinin yalnızca ifanın sermaye artırımını suretiyle yapılması ihtimalinde gündeme geleceğini ifade etmek hatalı olmaz. Ancak belirtmek gerekir ki gölge pay sözleşmesinde hizmet ediminin pay bedeli olmaması yönünde bir kaydın bulunması durumunda aşağıdaki açıklamalar pay devri suretiyle ifanın sağlanması ihtimalinde de geçerli olacaktır.

(2) İşlevsizliğin Bertaraf Edilmesine Uygun İşlemler

(a) Finansal Destek

Gölge pay sözleşmelerinde pay bedeli ödeme yükümlülüğüne katlanılması sebebiyle ortaya çıkan işlevsizleşme tehlikesini bertaraf etmek için şirketin ifa alacaklısına pay bedeli konusunda finansal destek sağlaması bir çözüm olabilir⁸⁹¹. Buna göre şirket, ifa alacaklısına pay bedelinin tamamı veya bir kısmı için finansal destekte

⁸⁸⁸ Payın hamiline yazılı senede bağlanması durumunda bunların devri açısından bakiye pay bedeli borcu da söz konusu olamayacaktır. Çünkü TTK m. 484/2 ile bu senetlerin ancak pay bedelinin ifa edilmesi sonrasında ihracı öngörülmektedir. Benzer şekilde TTK m. 379/4 ile bedeli ödenmeyen payların şirketçe iktisabı yasaklandığından şirketin mülkiyetindeki paylar açısından da bu sonuç doğmaktadır.

⁸⁸⁹ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, a.

⁸⁹⁰ Edimler arası dengesizliğin finansal destek verme yasağı (TTK m. 380) kapsamında değerlendirilmesi için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III, A, 2, c, 2, a.

⁸⁹¹ Çalışan pay edindirme planları bakımından aynı yönde bkz. BİNGÖL, s. 36-37.

bulunabilir. Bu destek, payların bedelsiz veya gerçek değerinden düşük bir değerde ihracı şeklinde olabileceği gibi şirketin bu bedelleri ifa alacaklısı adına ödemesi de kararlaştırılabilir. Şirketin pay bedeli için avans veya ödünç vermesi, ifa alacaklısı adına kredi kullanması gibi işlemler ise ifa alacaklısının mali yükümlülük üstlenmesine engel oluşturmadığından gölge pay sözleşmesinin işlevsizleşmesini engellemez.

Söz konusu desteğin TTK m. 380 anlamında geçerli olup olmayacağının ise değerlendirilmesi gerekmektedir. Zira anonim şirketler hukukunda kural olarak şirketin kendi paylarının iktisabını sağlamak için finansal destek vermesi yasak olup bu nitelikteki işlemler batıldır (TTK m. 380/1). Burada finansal destek kavramı, yalnızca şirketin malvarlığından somut bir destek sağlanan, diğer bir anlatımla şirketin malvarlığının azalmasına yol açan hallerden ibaret değildir⁸⁹². Edimler arası dengenin bulunmadığı haller de finansal destek niteliği taşıyabilir⁸⁹³. Buna göre TTK m. 347'ye uyulması koşuluyla payın gerçek değerinden düşük bir bedel karşılığında⁸⁹⁴ (*örneğin malvarlığı sermayesinden fazla olan bir şirketin itibari değer üzerinden pay ihraç etmesi*⁸⁹⁵) de TTK

⁸⁹² Finansal destek için şirketten nakit çıkışının gerekli olmadığı yönünde **GÜREL**, Finansal Destek, s. 147. Finansal destek kavramının maddede sayılanlardan ibaret olmadığı yönünde ayrıca bkz. **OKUTAN NILSSON**, Gül: “Anonim Şirketlerin Kendi Hisselerini İktisabı Bağlamında Finansal Yardım Yasağı”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler, Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 96; **YANLI**, Veliye: “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı”, **BATİDER**, C. 28, S. 4, 2012, s. 31, dn. 6; **GÜREL**, Murat: “Şirket Birleşmelerinde Finansal Destek Verme Yasağına İlişkin TTK 380.1 Uygulanabilir Mi?”, **BATİDER**, C. 29, S. 4, 2013, s. 189-193; **ARICI**, M. Fatih/**VEZİROĞLU**, Cem: Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı, İstanbul 2018, s. 41; **TORAMAN ÇOLGAR**, Emek: “İlişkili Taraf İşlemleri ile Şirket Malvarlığının Azaltılmasını Engelleyen Hukuki Mekanizmalar”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 2, İstanbul 2023, s. 1324. Nitekim TTK m. 380'in gerekçesinde de bu hallerin geniş yorumlanması gerektiğine dikkat çekilmiştir. Bkz. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), D. 23, Yasama Yılı: 2, Sıra S. No. 96, s. 180 (<https://cdn.tbmm.gov.tr/KKBSPublicFile/D23/Y2/T1/DosyaKomisyonRaporunuVerdi/ea39bd0f-76e7-43cf-97ca-9e10b14d1c5d.pdf>, E.T. 21.04.2025).

⁸⁹³ Bu yönde bkz. **OKUTAN NILSSON**, Finansal Destek, s. 95; **GÜREL**, Finansal Destek, s. 159; **ATAMULU**, İsmail/**ALBER**, Aydın Yüce: “Anonim Şirketin Sermaye Borcunun Ödenmesi İçin Pay Sahiplerine Hukuka Aykırı Olarak Finansal Destek Sağlaması”, **TFM**, C. 7, S. 2, 2021, s. 217.

⁸⁹⁴ Gerçek değer altında pay ihracının TTK m. 380 anlamında finansal destek niteliği taşıyacağı yönünde bkz. **GÜREL**, Finansal Destek, s. 159.

⁸⁹⁵ Bu nitelikte bir şirketin pay değerlerinin itibari değer üzerinde olacağı yönünde bkz. **AYDIN**, Alihan: “SerPK'ya Tâbi Olmayan Anonim Ortaklıklarda Sermayeye Eklenebilecek Fonlar Sermayeye Eklenebilsizin Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı Yapılamaması Üzerine Düşünceler”, **BATİDER**, C. 29, S. 4, 2013, s. 149.

m. 380 anlamında finansal destek anlamına gelir. Öyleyse sermaye artırımında⁸⁹⁶ ifa alacaklısı için gerçek değerine nazaran düşük bir değerde, örneğin itibari değer üzerinden⁸⁹⁷ pay ihraç edilmesi ile pay bedelinin şirket tarafından karşılanması⁸⁹⁸, kural olarak TTK m. 380'in uygulanmasını gerektirir⁸⁹⁹.

Ancak anılan hükümde istisnai birtakım hallerin finansal destek verme yasağından muafiyeti öngörülmektedir (TTK m. 380/1). Buna göre finansal desteğin süjesini şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarının oluşturduğu durumlar da bu istisnalar arasındadır (TTK m. 380/1). Dolayısıyla gölge pay sahibinin işçi veya işçi sıfatına sahip

⁸⁹⁶ TTK m. 380'in aslen iktisap hallerinde de uygulanacağı yönünde bkz. **ARICI/VEZİROĞLU**, s. 37-38; **TORAMAN ÇOLGAR**, s. 1324. Sermaye artırımında finansal destek yasağının ancak kıyasen uygulanabileceği yönünde bkz. **GÜREL**, Finansal Destek, s. 128-129.

⁸⁹⁷ Gölge pay sözleşmesinde de zorunlu hale gelen pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanması veya kaldırılması durumlarında yeni payların gerçek değer üzerinden ve primli ihraç edilmesi gerekir. Sulanma tehlikesinin primli ihraçla değil, payların gerçek değere uygun şekilde primli ihracıyla olanaklı olacağı yönünde bkz. **KIRCA**, İsmail: "Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler ile Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur?", **BATİDER**, C. 36, S. 1, 2020, s. 9; **BEKTAŞ**, s. 127. Gerekliğin kaynağı konusunda öğretide bir birlik olmasa da temelde görüşler; dürüstlük kuralı, hakların sakınılması veya eşitlik ilkesine dayandırılmaktadır. Dürüstlük kuralına aykırılığa dayanılması yönünde bkz. **YILDIZ**, Şükrü: "Anonim Ortaklıkta İhraç Primleri (Agio)", **AÜEHFD**, C. 4, S. 1-2, 2000, s. 558. Yeni pay sahipleri ile eski pay sahipleri arasındaki eşitsizlik yaratılarak eşit işlem ilkesinin ihlal edilmesine dayanılması yönünde bkz. **CENKÇİ**, Esra: Kayıtlı Sermaye Sistemi, İstanbul 2015, s. 260. Hakların sakınılması ilkesine aykırılığa dayanılması yönünde bkz. **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 587; **ADIGÜZEL**, Rüçhan Hakkı, s. 14; **GÖRMEZ**, s. 62; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 332; **BEKTAŞ**, s. 307. Aksi kabulde pay sahipleri çift kayıp yaşayacaktır. Zira kısıtlama veya kaldırma kararı sonucunda pay sahiplerinin paylarının sermayeye oranında azalma meydana gelmekte ve bu da oransallık ilkesine tabi pay sahipliği haklarında artırım öncesine göre aynı oranda erimeye yol açmaktadır. Bu yönde bkz. **BEKTAŞ**, s. 307. Rüçhan hakkının pay sahipliği haklarının aşınmasını önlediği yönünde bkz. **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 582; **GÖRMEZ**, s. 11; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 143; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 19-22. Bu konuda örnekler için ayrıca bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 143-145. Gerçek değer altında pay ihraç edilmesi halinde ise buna ek olarak payların gerçek değerinde negatif yönlü bir değişim yaşanacaktır. Bu yönde bkz. **KIRCA**, Gerçek Değer, s. 9; **BEKTAŞ**, s. 307. Rüçhan hakkının payın gerçek değerinin aşınmasını koruduğu yönünde bkz. **GÖRMEZ**, s. 11; **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 143; **DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN**, s. 23-25. Bu konuda örnekler için ayrıca bkz. **MOROĞLU**, Sermaye Artırımı, s. 143-145. Bu gereklilik, rüçhan haklarının kısıtlandığı ya da kaldırıldığı bir sermaye artırımında gölge pay sahipleri lehine itibari değer üzerinden pay ihracının olanaksız olduğu yanılıgısı oluşturabilir. Ancak bu gereklilik, dayanağını genellikle kabul edildiği üzere ölçülülük ya da hakkın en az zarar verecek şekilde kullanılması ilkesinden almaktadır. Oysa bu ilke, amaca ulaşmada yararlanılacak araçlardan hakları etkilenecek kişilere asgari düzeyde zarar veren yöntemin tercih edilmesini gerektirmektedir. Bu tanım için bkz. **SARAÇ**, Esas Sözleşme, s. 587. Oysa gölge pay sözleşmelerinde ifayı sağlamak üzere gerçekleştirilecek sermaye artırımlarında pay bedellerinin gerçek değer üzerinden belirlenmesi, gölge pay sahiplerinin şirkete katılımını sağlama amacını gerçekleştirmede uygun bir araç değildir. Diğer bir anlatımla bu yöntem, amaca ulaşmada bir alternatif teşkil etmemektedir. Dolayısıyla kanaatimizce gölge pay sahipleri özelinde itibari değer üzerinden pay ihracı olanaklıdır. Primli pay zorunluluğu öngörülmesinin pay edindirme planlarının mahiyetine uygun olmadığı yönünde ayrıca bkz. **BAŞ**, s. 338.

⁸⁹⁸ Pay bedelinin şirket tarafından karşılanmasının TTK m. 380 anlamında finansal destek niteliği taşıyacağı yönünde bkz. **GÜREL**, Finansal Destek, s. 149; **ARICI/VEZİROĞLU**, s. 43; **ATAMULU/AYBER**, s. 222-223; **TORAMAN ÇOLGAR**, s. 1324.

⁸⁹⁹ Çalışan pay edindirme planları için aksi yönde bkz. **BAŞ**, s. 339.

yönetici olması durumunda⁹⁰⁰ itibari değer üzerinden veya karşılıksız pay ihracı gerçekleştirilebileceği gibi şirketin pay bedelini gölge pay sahibi adına karşılaması da geçerlidir. Ancak yönetim kurulu üyeleri ile Murahhas sıfatına sahip yöneticiler, işçi sayılmadığı gibi⁹⁰¹ bu kişiler yönünden finansal destek verme yasağı için bir istisna da öngörülmemektedir. Dolayısıyla bu kişilerin gölge pay sahibi olması durumunda pay bedelinde lehlerine finansal destek sağlanamayacaktır⁹⁰². Bu sebeple bu kişilerle gerçekleştirilecek gölge pay sözleşmelerin nakdi ödeme suretiyle ifa edilmesi yerinde olacaktır. Pay temin etme amacının bulunduğu hallerde ise işçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesinden⁹⁰³ yararlanılabilir.

(b) Alacak Hakkının Sermaye Olarak Getirilmesi

Gölge pay sözleşmesinin işlevsizleşme tehlikesini bertaraf etmek için pay bedelinin alacak hakkından oluşturulması da bir çözüm sağlayabilir. Çünkü bu durumda ifa alacaklısının malvarlığında bir eksilme gerçekleşmeksizin pay sahibi sıfatını kazanması söz konusu olabilecektir. Nitekim anonim şirketlerde muaccel alacak hakkının pay bedeli olarak belirlenmesine bir engel de bulunmamaktadır (TTK m. 127/1-a, m. 342/2). Bu durumda ifa alacaklısının pay bedeli ödemesi gerekmeyecek ve gölge pay sözleşmesinden doğan mali hak da alacaklı ve borçlu sıfatları birleştigiinden sona erecektir (TBK m. 135). Zira borçlusu şirket olan bu alacağın; sermaye olarak taahhüt edilmesi ile birlikte alacaklısı da şirket olacaktır. Söz konusu durum, şirkete sermaye olarak artı bir değer girmese de şirketin pasiflerinde bir azalma yaşanacağından⁹⁰⁴ malvarlığının korunması ilkesine de aykırılık oluşturmaz.

⁹⁰⁰ Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b, 1, c, dn. 576.

⁹⁰¹ Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, II, A, 2, b 1, c, dn. 574-576.

⁹⁰² Bu kişilerin finansal destek verme yasağına ilişkin istisnadan yararlanamayacağı yönünde bkz. YANLI, Finansal Destek, s. 38; GÜREL, Finansal Destek, s. 219; ARICI/VEZİROĞLU, s. 54.

⁹⁰³ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, V, C.

⁹⁰⁴ Bu yönde bkz. ARICI, Mehmet Fatih: “Sermaye Şirketleri Hukukunda Vadeli Alacağın Sermaye Olarak Konulması Yasağı”, İHFM 2015, C. 73, S. 1, 2015 s. 325.

(3) İşlevsizliğin Bertaraf Edilmesine Uygun Olmayan İşlem

İşlevsizleşme tehlikesini bertaraf edebilmek için takas yoluna başvurulması da gündeme gelebilir. Zira takas, borcu -daha az tutardaki borç oranında- sona erdiren sebepler arasındadır (TBK m. 143/1)⁹⁰⁵. Ancak bu yöntemin gölge pay sözleşmelerinde uygulanamayacağı kanısındayız. Çünkü takas, TBK m. 139 ila m. 145 uyarınca hukuken belirli koşulların karşılanması kaydıyla başvurulabilecek bir araç olarak düzenlenmektedir. Buna göre takas olanağından yararlanabilmek için takasa konu borçların karşılıklı, özdeş ve muaccel olması gerekir (TBK m. 139). Bu noktada belirtmek gerekir ki gölge pay sözleşmesinden doğan mali hak alacağının sermaye olarak getirilmesi ile pay bedeli ödeme borcu ile takas edilmesi farklı hususlardır. Bu başlık altında inceleyeceğimiz takas olanağında ifa alacaklısı, gölge pay sözleşmesinden doğan mali hakkını sermaye olarak getirmemektedir.

Sermaye artırımına başvurularak pay ihraç edilmesinin öngörüldüğü bir gölge pay ilişkisinde iki borç bulunmaktadır. Bunlardan birisi gölge pay sözleşmesinden doğan pay temin borcudur. Diğer de gölge pay sahibinin şirkete karşı olan pay bedeli ödeme borcudur. Pay temin borcunun borçlusu olan şirket, pay bedeli ödeme borcunun alacaklısı konumundadır. Pay temin borcunun alacaklısı olan ifa alacaklısı ise pay bedeli ödeme borcunun borçlusudur. Dolayısıyla bu iki borç, karşılıklı borçlardır⁹⁰⁶. Ancak bu iki borç, özdeş karakterde değildir. Zira şirketin gölge pay sözleşmesinden doğan borcu, ifa alacaklısına pay temin etmektir. İfa alacaklısının şirkete olan pay bedeli ödeme borcunun konusunu payın oluşturmadağı hallerde, diğer bir ifadeyle ifa alacaklısının pay bedeli olarak şirkete pay devretmeyi taahhüt etmediğı hallerde özdeşlikten⁹⁰⁷ söz

⁹⁰⁵ Takasın borcu sona erdirdiğı yönünde bkz. İNAN, s. 499; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, s. 1012; OĞUZMAN/ÖZ, C. 1, s. 600; EREN, Genel Hükümler, s. 1441.

⁹⁰⁶ Takas açısından koşul niteliğı taşıyan karşılıklılık ile tarafların birbirlerinden hem alacaklı hem de borçlu olması anlaşılmalıdır. Bu yönde bkz. İNAN, s. 500; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, s. 1014; OĞUZMAN/ÖZ, C. 1, s. 602; EREN, Genel Hükümler, s. 1443.

⁹⁰⁷ Bu konuda ayrıntılı açıklamalar için bkz. OĞUZMAN/ÖZ, C. 1, s. 604-606; EREN, Genel Hükümler, s. 1444-1445.

edilemeyecektir. Bu anlamda nakdi sermaye artırımı yapılan hallerde takas yoluna başvurulması için gereken özdeş borç unsuru eksik kalacaktır⁹⁰⁸.

Pay bedelinin pay olarak ödenmesi ihtimalinde dahi takas yöntemine başvurulamaz⁹⁰⁹. Çünkü aynı sermaye, ancak sermaye artırımı kararının tescili ile birlikte muaccel hale gelmektedir⁹¹⁰. Bununla beraber TTK m. 128/4 ile şirketin taşınırlar ve haklar üzerinde tescil ile birlikte mülkiyet hakkı kazanacağı belirtilmiştir (TTK m. 342/2, m. 459/3). Dolayısıyla tescil hem muacceliyet hem de mülkiyet hakkının kazanıldığı ana denktir. Buna göre TBK m. 139'daki muacceliyet koşulunun sağlanmaması sebebiyle tescilden önce takas yöntemine başvurulamaz. Tescilden sonra ise pay bedeli ödeme borcunun konusunu oluşturan payın mülkiyetinin şirkete geçmesi sebebiyle takas yöntemi uygulanabilir değildir. Zira bu halde tescil ile birlikte pay bedelini ödeme borcunun ifası da sağlanmış olacak ve ortada takasa konu iki borç bulunmayacaktır.

3. Gölge Pay Temini

Kârdan pay alma hakkı içeren gölge pay sözleşmelerinde ifanın gölge pay temini suretiyle sağlanması öngörülebilmektedir⁹¹¹. Bu şekilde düzenlenen sözleşmelerde bir paya tahsis tarihi ile hak kazanma tarihi arasında isabet eden kâr payı alacağı

⁹⁰⁸ Pay sahiplerinin nakdi pay bedeli ödeme borcuyla şirketin pay sahiplerine pay senedi verme borcunun özdeş karakterde olmadığından takas edilemeyeceği yönünde bkz. **GÖLE**, Celal: Anonim Ortaklıklar Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfada Temerrüt, Ankara 1976, s. 52.

⁹⁰⁹ Aynı sermaye taahhütleri bakımından takas yolunun uygulanamayacağı yönünde bkz. **ARICI**, s. 328.

⁹¹⁰ Kuruluşta sermaye artırımı bakımından aynı yönde bkz. **ÇOLGAR**, Emek Toraman: Şirkete Borçlanma Yasası, İstanbul 2019, s. 225; **PULAŞLI**, Şerh 2, s. 2407, N. 22. Aksi yönde bkz. **AKDAĞ GÜNEY**, Kuruluş, s. 113-115.

⁹¹¹ Bu yönde birkaç örnek için bkz. “*Şirket, her mali yılın son günü itibarıyla hak sahibinin kâr payı eşdeğeri birikim hesabındaki bakiyeyi şu şekilde ilave gölge paylara dönüştürür: (i) hak sahibinin gölge pay hesabına, (a) kâr payı eşdeğeri birikim hesabındaki bakiyenin, (b) ilgili tarihte geçerli gölge pay değerine bölünmesi suretiyle belirlenen sayıda gölge pay eklenir. Ancak bu bölme işlemi sonucunda ortaya çıkan kesirli pay, gölge paya dönüştürülmez, bu paya karşılık gelen tutar kâr payı eşdeğeri birikim hesabında tutulur ve bir sonraki yıl gerçekleşecek dönüşümde dikkate alınır...*” **GENERAL BINDING CORP.**: Phantom Stock and Deferred Compensation Plan, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.05.2025); “*Her yıl için kâr payı eşdeğerlerinin tutarı, yöneticinin seçimine bağlı olarak ya (i) CPG tarafından adi paylara isabet eden kâr payı alacağının ödenmesinden itibaren 10 gün içerisinde nakit olarak yöneticiye ödenir ya da (ii) kâr payı eşdeğerinin ilan edildiği tarihte New York Menkul Kıymetler Borsası’nın kapanışı itibarıyla belirlenen CPG adi pay değeri esas alınarak yöneticinin hesabına ilave CPG gölge pay olarak kaydedilir.*” **COLUMBIA PIPELINE GROUP INC.**: Phantom Stock Unit Agreement, 10-12B/A (Registration Statement) EX-10.14, 22.05.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

hesaplanmaktadır. Hesaplanan tutar, yeni gölge paylara dönüştürülmekte ve bu yeni gölge paylar da mevcut gölge paylar için öngörülen hak kazanma koşullarına tabi olarak nezdinde payın değerini talep hakkı doğurur şekle büründürülmektedir. Kârdan pay alma hakkının ifasını sağlamak üzere tahsis edilecek yeni gölge pay sayısı ise ifa tutarının o tarihteki gölge pay değerine bölünmesi ile tespit edilmektedir. Bu konuda uygulamada tespit ettiğimiz şu sözleşme hükmünden yararlanılması, anılan hususu somutlaştırması bakımından uygun olacaktır⁹¹²:

“Hak sahibi, üzerinde henüz mali hak doğmamış gölge paylara ilişkin şirket tarafından 0,001 \$ itibari değerli adi paylara (‘Adi Sermaye’) ödenen kâr payı alacağı tutarına dayalı kâr payı eşdeğerleri alma hakkına sahip olur. Kâr payı eşdeğerlerine hak sahibinin hesabındaki gölge pay sayısına bağlı olarak hak kazanma dönemi boyunca hak kazanılır. Kâr payı eşdeğerleri şu şekilde hesaplanır: (a) hak sahibinin hesabında bulunan gölge pay sayısı ile (b) adi pay sahiplerine her bir pay için ödenen kâr payı alacağı tutarının çarpılması sonucu bulunacak değer, ödeme tarihindeki adil piyasa değeri üzerinden ek gölge paylara dönüştürülür. Bu değer, 2008 planı doğrultusunda belirlenir. Şirket, bu payları ödeme tarihinde hak sahibinin hesabına aktarır. Hak sahibi, hak kazanma dönemi boyunca hak kazanma koşullarını yerine getirmezse hesabına aktarılan tüm kâr payı eşdeğerlerini kaybeder.”

B. Düzenlenme Şekilleri

1. Karma Düzen

Gölge pay sözleşmelerinde ifa konusu, birkaç edimi birden içerecek şekilde oluşturulabilmektedir. Buna göre ifa konusu, kısmen pay temini kısmen nakit ödemeyi içerir şekilde belirlenebilir. Karma düzen, daha çok ifa konusunu pay temininin

⁹¹² Bu hüküm için bkz. **RADIAN GROUP INC.**: Non Employee Director Phantom Stock Grant Letter, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.8, 30.09.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

oluşturduğu gölge pay sözleşmelerinde dönüştürme işlemi sonucunda kesirli payların ortaya çıkması ihtimaline binaen kararlaştırılmaktadır⁹¹³. Örneğin şu şekilde bir düzen öngörülebilir⁹¹⁴:

“Gölge paylar, kesirli paylara karşılık gelen tutarlar nakit olarak ödenmek üzere pay temin edilerek itfa edilir.”

Bununla birlikte farklı mali hak türleri içeren bir gölge pay sözleşmesinde her mali hakkın ifa konusu farklı şekilde belirlenebilmektedir⁹¹⁵. Örneğin şu şekilde bir karma düzen de oluşturulabilir⁹¹⁶.

“Her gölge pay, şirketin itibari değeri olmayan bir adi payını (‘Adi Pay’) alma hakkını temsil eder. Her bir kâr payı eşdeğeri ise sona erme tarihine kadar bir adi paya isabet eden kâr payı alacağına eşdeğer tutarda nakit ödeme alma hakkını temsil eder.”

2. Seçimlik Düzen

Gölge pay sözleşmelerinde ifa konusunun birkaç edimi içermekle birlikte belirsiz olması olanaklıdır⁹¹⁷. Bu şekilde oluşturulan sözleşmelerde TBK m. 87’de düzenlenen

⁹¹³ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge pay, şirketin her biri 0,01 ABD dolarına eşit itibari değeri haiz adi payını (‘Pay’) alma hakkı teşkil eder ve bu hak, aşağıda belirtilen zamanlarda kullanılabilir. Ancak kesirli gölge paylar, ödeme tarihinde geçerli kapanış değeri üzerinden (veya duruma göre bir kontrol değişikliği ile bağlantılı olarak adi pay için pay sahiplerine ödenecek bedel üzerinden) nakit olarak itfa edilir.” **INTEGRATED ELECTRICAL SERVICES INC.**: Grant of Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.4, 31.03.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹¹⁴ Bu hüküm için bkz. **RADIAN GROUP INC.**: Form of Phantom Stock Grant Letter For Non-Employee Directors, 8-K (Current Report) EX-10.6, 08.02.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 05.04.2025).

⁹¹⁵ Bu konuda örnek olarak birçokları yerine bkz. “Şirket, madde 2 uyarınca gölge pay haklarına hak kazanılması durumunda aşağıdaki hususlara tabi olmak kaydıyla üzerine mali hak kazanılan gölge pay sayısına karşılık gelen sayıda adi payı hak sahibine (veya duruma göre hak sahibinin halefine) temin eder: ... Hak sahibi, sözleşme tarihinden sonra adi paylara kâr payı alacağı isabet etmesi durumunda kendisine tahsis edilen gölge paylara karşılık gelen adi pay sayısı ile pay başına isabet eden kâr payı alacağı tutarının çarpılması suretiyle hesaplanacak tutarda nakit ödeme almaya hak kazanır.” **TRIAD GUARANTY INC.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.41, 26.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹¹⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **DUKE ENERGY CORP.**: Phantom Stock Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.3, 03.04.2003 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹¹⁷ Bu konuda birkaç örnek için birçokları bkz. “Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, madde 5 uyarınca hak sahibi tarafından nakde, adi paya veya her ikisine dönüştürülebilir. Gölge payların dönüştürülmesi için hak sahibinin dönüştürmek istediği gölge pay sayısını belirten ve bu belgeye ek ‘A’

seçimlik borç durumu söz konusudur. Zira burada borcun konusu birden fazla edimden meydana gelmekte ve fakat ifa konusunu seçme yetkisinin kullanılması ile ifa konusu, seçilen edimden oluşacak şekilde kesinleşmektedir⁹¹⁸. Tarafların bu konuda bir belirleme yapmamaları halinde seçme yetkisi, ifa borçlusuna aittir (TBK m. 87). Seçim yetkisi kendisine bırakılan tarafın bu yetkisini kullanması halinde ise söz konusu beyanın karşı tarafa varması ile birlikte⁹¹⁹ seçilen edim dışındaki edimler ile ifa sağlanamaz duruma gelir⁹²⁰. Bu konuda şu sözleşme hükmü örnek gösterilebilir⁹²¹:

“Şirket tarafından gölge pay hakları için bu sözleşme kapsamında yapılacak ödeme, komitenin takdirine bağlı olarak nakit ödeme, adi pay temini ya da kısmen nakit ödeme kısmen adi pay temini şeklinde gerçekleştirilebilir.”

Seçimlik borç yerine seçimlik yetki içerecek şekilde düzenlenen gölge pay sözleşmeleri de bulunmaktadır⁹²². Bu sözleşmelerin seçimlik borç içeren sözleşmelerden

olarak ekli dönüşüm bildirim formuna dayalı olarak hazırlanmış yazılı bir dönüşüm bildirimini yöneticiye teslim etmesi veya posta yoluyla göndermesi gerekir.” **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Bu tahsisin koşullarına uygun olarak üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar ve bunlarla bağlantılı kâr payı eşdeğerleri, yöneticinin takdirine göre nakit olarak ya da adi paylarla ifa edilir.” **CYBERONICS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.5, 25.01.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Nihai ifa tutarı, komitenin takdirine bağlı olarak (a) defaten ve nakit ödeme şeklinde, (b) işçi adına nihai ifa tutarına karşılık gelecek sayıda ve hak kazanma tarihindeki adil piyasa değerini haiz adi pay ihraç edilerek veya (c) nakit ödeme ve adi pay temini kombinasyonu şeklinde yapılabilir.” **PIONEER ENERGY SERVICES CORP.**: Time-Based Phantom Stock Unit Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.03.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹¹⁸ Seçimlik borcun bu yöndeki tanımı için bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 74; **İNAN**, s. 34; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 811; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 85; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 56; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 298; **EREN**, Genel Hükümler, s. 116.

⁹¹⁹ Bu beyanın karşı tarafa varmakla sonuç doğuracağı yönünde bkz. **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 813; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 299; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1093; **NOMER**, s. 360.

⁹²⁰ Seçimlik borcun bu özelliği hakkında bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 77-78; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 811; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 300; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1092.

⁹²¹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **TRIAD GUARANTY INC.**: Executive/Key Employee Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10, 29.01.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹²² Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Yönetim kurulu üyesinin gölge pay hesabının değeri, yönetim kurulundaki görevine son verilmesiyle birlikte ve son vermenin geçerlilik kazandığı tarih itibarıyla (hesaptaki gölge pay sayısının söz konusu tarih itibarıyla adi bir payın adil piyasa değeriyle çarpılması suretiyle belirlenerek) nakde dönüştürülür. Ancak yönetim kurulu üyesi, hesap tutarını R.R. Donnelley & Sons adi payı olarak ve kesirli paylar için nakit ödeme şeklinde tek seferde almayı tercih edebilir.” **R.R.**

farkı, burada ifa konusunun belirli olması ve fakat borçlunun farklı bir edim ile ifayı sağlayabilmesidir⁹²³. Bu konuda şu sözleşme hükmü yol gösterici mahiyettedir⁹²⁴:

“Komite, şirkette bir kontrol değişikliğinin meydana gelmesinin ardından üzerinde mali hak kazanılan gölge payların nakit ödeme yoluyla itfası yönünde talimat vermedikçe gölge paylar, pay (veya madde 5 uyarınca bir uyarılma ya da bu menfaatin bir halef şirket tarafından üstlenilmesi sebebiyle gölge payların ilgili olduğu diğer herhangi bir sermaye) temini ile itfa edilir.”

Gölge pay sözleşmelerinin seçimlik borç veya seçimlik yetki içerecek şekilde düzenlenmesi, edimlerden birinin yerine getirilmesinin imkânsız⁹²⁵ hale gelmesi durumunda önem kazanır. Öyle ki seçimlik borçta seçim yetkisinin kullanılmasından önceki⁹²⁶ kusursuz imkânsızlık durumunda diğer edimin yerine getirilmesi ile borç sona erdirebilirken seçimlik yetkide imkânsızlık, doğrudan borcu sona erdirir⁹²⁷. Para borçlarında kural olarak ifa imkansızlığı söz konusu olmadığından⁹²⁸ gölge pay sözleşmelerinde yalnızca pay temini bakımından imkânsızlık gündeme gelebilecektir. İfa imkansızlığı, özellikle payın devir suretiyle temin edilmesinin öngörüldüğü hallerde

DONNELLEY & SONS CO.: Policy on Phantom Stock and Certain Previously Earned Retirement Benefits for Directors, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.06.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹²³ Seçimlik yetkinin bu yöndeki özellikleri için bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 75; **İNAN**, s. 34; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 818; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 88; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 57; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 298; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1098-1099; **NOMER**, s. 360.

⁹²⁴ Bu sözleşme hükmü için bkz. **INTEGRATED ELECTRICAL SERVICES INC.:** Performance-Based Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 31.12.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹²⁵ İfa imkansızlığı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **EREN**, Genel Hükümler, s. 1174-1189/1472-1480.

⁹²⁶ Farklı ihtimallere göre seçimlik borçta edimin yerine getirilmesinin imkânsız hale gelmesinin sonuçları hakkında bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 80; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1096-1099.

⁹²⁷ Bu konuda bkz. **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 816/818; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 87/89; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 298; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1097/1099; **NOMER**, s. 360.

⁹²⁸ Bu yönde bkz. **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 170; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 397.

şirketin devre onay vermemesi (TTK m. 491, m. 492, m. 494/1)⁹²⁹ veya bir düzenleme ile devrin yasaklanması⁹³⁰ hallerinde söz konusu olabilir.

IV. İfa Tutarı

A. Genel Olarak

İfa tutarı ile gölge pay sözleşmesinde ifa borçlusunun ifa alacaklısına nihai olarak temin etmesi gereken menfaat kastedilmektedir. Bu tutarın hesabında mali hakkın türünden bağımsız olarak iki temel ölçüt esas alınmaktadır. Bunlardan biri, gölge pay sahibine tahsis edilen ve nezdinde hak kazanma koşulları yerine getirilmiş olan gölge pay sayısıdır. Bu anlamda örneğin kademeli hak kazanma düzeni öngören bir gölge pay sözleşmesinde hizmetin devam ettiği her yıl beş yüz adet gölge pay üzerinden hak kazanılacağı öngörülmüş olsun. İş görme sözleşmesinin iki yıllık hizmet süresinin sonunda tarafların ortak iradesiyle son bulması üzerine gölge pay sahibinin hak kazandığı ifa tutarı, yalnızca bin adet gölge pay esas alınarak hesaplanacaktır. Kümülatif bir hak kazanma düzeninin öngörüldüğü hallerde ise hak kazanma koşullarının gerçekleşmemesi, mali hak doğmamasına sebep olacağından bir ifa tutarı hesabından da bahsedilemeyecektir. İfa tutarının hesabında esas alınan ikinci ölçüt ise gölge pay değeridir. Aşağıda bu ölçütler de gözetilerek nihai ifa tutarının belirlenmesi konusu açıklanmaya çalışılacaktır.

B. Gölge Pay Değerinin Hesaplanması

1. Değer ve Değerleme Kavramları

Değer ve değerlendirme kavramları, gölge pay değerinin temel bileşenlerini oluşturduğundan bu kavramların öncelikle açıklanması, gölge pay değerine ilişkin açıklamalara katkı sağlayacaktır. Değer kavramı, bağlama göre farklı anlamlara

⁹²⁹ Şirketin devre onay vermemesinin ifa imkansızlığına yol açtığı yönünde bkz. **TÜRKYILMAZ**, s. 93; **TEKİNALP(ÇAMOĞLU/POROY)**, C. II, s. 158, N. 1157.

⁹³⁰ Bu yönde bkz. **BAŞ**, s. 290.

gelebilmekle beraber gölge payın değeri bağlamında değer kavramı ile değişim değeri kastedilmektedir⁹³¹. Bu ise bir nesnenin diğer bir nesneyi satın alma gücü, diğer bir anlatımla bir nesnenin karşılığında elde edilebilecek nesne miktarını ifade etmektedir⁹³². Kavramın tüm boyutuyla açıklanabilmesi ve bu çalışmada gölge payın fiyatı yerine neden değeri teriminin tercih edildiğinin gerekçelendirilebilmesi için fiyat kavramıyla ilişkisinin de ele alınması önemlidir. Zira bu iki kavram, eşdeğer bir kapsama sahip değildir. Fiyat, bir nesne için ödenen veya teklif edilen parasal değere karşılık gelmektedir⁹³³. Fiyat, arz ve talebe göre belirlenmekte olup⁹³⁴ her zaman gerçek değeri yansıtmaz⁹³⁵. Buna göre arzın talebi aşması durumunda fiyat, gerçek değer altında seyrederken arzın talebi karşılayamaması halinde ise gerçek değer üzerine çıkmaktadır⁹³⁶. Oysa değer, değerleme yöntemine göre farklılaşabilmekle beraber temelde tahminlere veya analizlere dayalı olarak belirlenmektedir⁹³⁷. Dolayısıyla fiyat, gerçek durumu yansıtırken değer, bir tahmini oluşturmaktadır⁹³⁸. Gölge payın değeri ile

⁹³¹ Diğer değer türü ise kullanım değeri olup bununla bir nesnenin sağladığı kümülatif yarar kastedilmektedir. Bkz. **KARL**, Marx: Capital: A Critique of Political Economy, C. 1, (çev. **MOORE**, Samuel/**AVELING**), Moscow 1954, s. 44; **MEHROTRA**, Santosh: “On the Social Specifications of Use Value in Marx’s Capital”, Social Scientist, C. 19, S. 8/9, 1991, s. 72; **ERTUĞRUL**, Murat: “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, OGUİİBF, C. 3, S. 2, 2008, s. 144. Bu anlamda kullanım değeri ile değişim arası arasındaki fark, ev ile gayrimenkul arasındaki farka benzetilmektedir. Bkz. **TAYLOR**, Keeanga-Yamahtta: Race For Profit: How Banks and the Real Estate Industry Undermined Black Homeownership, North Carolina 2019, s. 10.

⁹³² Kullanım değerinin bu yöndeki tanımı için bkz. **MUNN**, Glenn G.: “Value”, Encyclopedia of Banking and Finance, New York 1924, s. 574; **KARL**, s. 44; **ERTUĞRUL**, s. 144; **SİPAHİ**, Barış/**YANIK**, Serhat/**AYTÜRK**, Yusuf: Şirket Değerleme Yaklaşımları: İlkeler-Yöntemler-Uygulamalar, Ankara 2016, s. 13.

⁹³³ Fiyat kavramının bu yöndeki tanımı için bkz. **MUNN**, “Price”, s. 467; **VYGODSKY**, Vitaly: The Economic Substantiation of the Theory of Socialism, (çev. **SAYER**, Jane) Moscow 1981, s. 70; **WATSON**, Donald Stevenson/**GETZ**, Malcolm: Price Theory and Its Uses, Lanham 1993, s. 16; **CHAMBERS**, Nurgül: Firma Değerlemesi, İstanbul 2009, s. 5. Aynı yönde bkz. **TÜRK DİL KURUMU**: “Fiyat”, Güncel Türkçe Sözlük (<https://sozluk.gov.tr/>, E.T. 21.04.2025).

⁹³⁴ Fiyatın arz ve talebe göre belirlendiği yönünde bkz. **BRENNAN**, Michael J.: Theory of Economic Statics, Englewood Cliffs 1965, s. 25; **KLINGAMAN**, David C.: Principles of Macroeconomics, Belmont 1976, s. 19; **VYGODSKY**, s. 70; **PULAŞLI**, Hasan: “Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Dilingence”, BATİDER, C. 24, S. 2, 2007, s. 207; **ERTUĞRUL**, s. 14; **CHAMBERS**, s. 7.

⁹³⁵ Bu konuda bkz. **EREN**, Erkan: Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarma ve Ayrılma Akçesi, Ankara 2022, s. 118.

⁹³⁶ Bu konuda bkz. **GALE**, David: “The Law of Supply and Demand”, Mathematica Scandinavica, S. 3, S. 1, 1955, s. 155; **ERTUĞRUL**, s. 146. Fiyatın değerden uzaklaşmasına yol açan diğer etkenler için bkz. **ERTUĞRUL**, s. 147.

⁹³⁷ Bu konuda bkz. **PULAŞLI**, İşletme Değerlemesi, s. 207; **CHAMBERS**, s. 6-7.

⁹³⁸ Bu konuda bkz. **KIRKALDY**, Adam W.: Wealth, Its Production and Distribution, London 1920, s. 17.

bu birimin parasal karşılığı anlatılmak istense de bu karşılık, gerçek durumdan çok⁹³⁹ tahmin ve hesaplamalar üzerinden belirlenecek genel bir durumu yansıtmaktadır. Bu sebeple burada gölge payın fiyatı teriminin kullanılması kavramın anlamına ilişkin yanlış bir intiba oluşturur. Sonuç olarak gölge payın değeri ile gölge payın değişim içeren bir hukuki işleme konu edilmesi halinde farazi olarak elde edilebilecek parasal karşılık anlaşılmalıdır. Bu karşılık, gölge payın parasal eşdeğeri niteliğindedir.

Değerleme kavramı ise bir nesnenin çeşitli ölçütlere göre incelenerek değerinin belirlenmesine yönelik işlemlerin bütünüdür⁹⁴⁰. Özetle değer belirleme faaliyetleri, değerlendirme kavramına karşılık gelmektedir⁹⁴¹. Farklı hukuk disiplinlerinde kıymet takdiri olarak da adlandırılan⁹⁴² değerlendirme kavramı, mevzuatta çeşitli bağlamlarda benzer yönde tanımlanmaktadır. Örneğin VUK⁹⁴³ m. 258’de yalnızca vergi matrahıyla sınırlı olmak üzere “*değerleme, vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tesbitidir.*” şeklinde bir tanıma yer verilmektedir. Gölge payın değerlemesi ile ise gölge payın değerinin tespitine yönelik her türlü işlem kastedilmektedir.

2. Referans Alınan Değer

Gölge pay, bir maddi veya gayri maddi varlığa karşılık gelmez, yalnızca farazi bir kaydı ifade eder⁹⁴⁴. Dolayısıyla bu birimlere; özellikleri gözetilerek gerçek bir değer biçilmesi de olanaksızdır. Biçilen değer, farazi bir değeri ifade edecek ve yalnızca mali hakların hesaplanmasına hizmet etmekle sınırlı bir işlev taşıyacaktır. Nitekim bu husus,

⁹³⁹ Zira gölge payın nakdi bir değeri bulunmaz. Bu yönde bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, a, i.

⁹⁴⁰ Değerleme kavramının tanımı konusunda bkz. EREN, Limited, s. 121.

⁹⁴¹ Bu konuda bkz. MUNN, “*Valuation*”, s. 574; CHAMBERS, s. 6. Aynı yönde bkz. TÜRK DİL KURUMU: “Değerleme”, Güncel Türkçe Sözlük (<https://sozluk.gov.tr/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁴² Örneğin İİK (RG, 19.06.1932, S. 2128.) m. 87’de hacze konu malın değerinin tespitine ilişkin usul öngörülmekte ve fakat madde başlığında kıymet takdiri ifadesine yer verilmektedir. Benzer şekilde DİK (RG, 10.09.1983, S. 18161.) m. 71’de ve m. 72’de değerlendirme terimi yerine kıymet takdiri terimi kullanılmaktadır.

⁹⁴³ RG, 12.01.1961, S. 10705.

⁹⁴⁴ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, a, 2, a.

gölge pay sözleşmelerinde veya planlarında da açıkça ifade edilmektedir⁹⁴⁵. Örnek olarak şu gölge pay planı hükmü gösterilebilir⁹⁴⁶:

“Hak sahibine tahsis edilen gölge payların sayısı ile varsayımsal değeri, komite tarafından belirlenir ve hak sahibinin sözleşmesinde düzenlenir.”

Gölge payın özellikleri vasıtasıyla değer tespiti yapılamaması sebebiyle gölge payın değeri için referans olarak alınacak bir değere ihtiyaç vardır. Buna göre gölge pay sözleşmesinin üzerine inşa edildiği ve gölge pay sahibini mali menfaatlerle sınırlı ve farazi olarak pay sahibi konumuna getirmek amacı⁹⁴⁷, gölge payın değerine de yansımaktadır. Öyle ki gölge payın değeri ile gölge pay sahibinin hizmet gördüğü şirket veya bu şirketle bağlantılı diğer bir şirketin (*yavru şirket, ana şirket gibi*) arasında bağ kurulmakta ve gölge payın değeri; genellikle bu şirketin adi paylarının değerine⁹⁴⁸ veya

⁹⁴⁵ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Hak sahibine tahsis edilen gölge payların sayısı ile varsayımsal değeri, komite tarafından tahsis tarihinde belirlenir ve hak sahibinin sözleşmesinde düzenlenir.*” **ANCHOR MUTUAL SAVINGS BANK**: Anchor Mutual Savings Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.4, 24.10.2008 <https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁴⁶ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **ROCKVILLE BANK**: Rockville Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.8, 17.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁴⁷ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 32-33.

⁹⁴⁸ Gölge payların değerinin pay değeri üzerinden belirlendiği yönünde bkz. **SPINDLER**, s. 280; **GROSSMAN/KILPATRICK/MISTER**, s. 261; **KUBICZKY**, s. 1062; **SAMPSON**, s. 1278; **ORT**, Deborah: “Summary of the Papers Presented at the 1997 Deferred Income Arrangements Conference”, Canadian Tax Journal, C. 45, S. 5, 1997, s. 988; **BROWN**, Taking Stock, s. 34; **PIRONTI/BENSON**, s. 18. Bu konuda örnek için bkz. “*Gölge payın herhangi bir tarihteki ‘değeri’, ulusal bir borsada listelenen veya ulusal bir otomatik kotasyon sisteminde kote edilen bir Omega adi payının o tarihteki kapanış değerine veya o tarihte kapanış değerinin olmaması durumunda o tarihten önceki en güncel kapanış değerine eşit olur.*” **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*Tahsis edilen her birim, sözleşme ve plana göre şirketin adi bir payının (‘Pay’) değerlendirme tarihindeki adil piyasa değerine [planın 9.1(m) maddesinde tanımlandığı şekilde] eşit bir nakit ödeme alma hakkını temsil eder.*” **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Performance Award Agreement for Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025). Gölge pay değerinin imtiyazlı pay değeri üzerinden belirlendiği hallere de rastlanmaktadır. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Gölge payın değeri, üçüncü taraf kaynaklardan elde edilen mevcut bilgilere dayalı olarak kurul tarafından belirlenen şirketin imtiyazlı paylarının piyasa değerine eşittir.*” **AMERICAN CRYSTAL SUGAR CO.**: American Crystal Sugar Company Long Term Incentive Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.25, 31.08.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

şirket değerine⁹⁴⁹ endekslenmektedir⁹⁵⁰. Bu endeksleme, doğrudan iki değer in eşitlenmesi şeklinde olabilir. Örneğin bir gölge pay planında gölge pay değerinin ana şirket ve bağlı şirket paylarının değerine eşitlenmesi öngörülmüştür⁹⁵¹:

“Gölge payın değeri, CEI ve bağlı şirketlerinin (topluca ‘Şirket’) adil piyasa değerine (‘APD’) dayanır.”

Başka bir örnekte ise doğrudan gölge pay sahibinin hizmet gördüğü şirketin adı bir payının değeri esas alınmıştır⁹⁵²:

“Hak sahibinin hesabına kaydedilen gölge payların değerinin herhangi bir değerlendirme tarihi itibarıyla belirlenmesi amacıyla her bir gölge pay, şirketin adı bir payı ile eşdeğer değere sahip olur.”

Endeksleme, şirketin veya adı bir payın değerinin belirli oranı esas alınmak⁹⁵³ veya bu değer, sınır addedilmek⁹⁵⁴ suretiyle de gerçekleştirilebilmektedir. Örneğin bir

⁹⁴⁹ Bu yönde örnek için bkz. “Her bir gölge pay, aşağıdakilerin toplam değerinin beşte birine (1/5) eşittir: (a) şirket değerinin ilk \$... milyona kadar olan kısmının %...’si, artı (b) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (c) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (d) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (e) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (f) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (g) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (h) \$... milyon ile \$... milyon arasındaki şirket değeri kısmının %...’si, artı (i) \$... milyonun üzerindeki şirket değeri kısmının %...’si.” **AFFINITY GROUP INC.**: Employment and Phantom Stock Agreement, S-4 (Registration Statement-Business Combination) EX-10.3, 15.04.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Tahsis değeri, her bir gölge pay için tahsis tarihinden hemen önceki değerlendirme tarihi itibarıyla net değer in %0.00008’i anlamına gelir. Net değer, değerlendirme tarihinin bankanın mali yılının son günü olması halinde bankanın ve bağlı şirketlerinin denetlenmiş mali tablolarında belirtilen veya diğer herhangi bir değerlendirme tarihinde aylık denetlenmemiş mali tablolarında belirtilen konsolide net değeri anlamına gelir.” **SHARE PLUS FEDERAL BANK**: Share Plus Federal Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.3, 02.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁵⁰ Mali hakların değerinin şirket paylarına endeksli olarak hesaplandığı yönünde bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, A, dn. 19.

⁹⁵¹ Bu hükmün yer aldığı gölge pay planı için bkz. **CHAPARRAL ENERGY L.L.C.**: Chaparral Energy Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.7, 30.06.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁵² Bu hükmün yer aldığı gölge pay planı için bkz. **EQUITRANS MIDSTREAM CORP.**: Equitrans Midstream Corporation Amended and Restated Directors’ Deferred Compensation Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.18, 31.03.2020 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025);

⁹⁵³ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2, dn. 948.

⁹⁵⁴ Bu yönde örnek için bkz. “Bu belge kapsamında belirtilen hüküm ve koşullara tabi olarak SFI, yönetim kurulunun onayı ve talimatı doğrultusunda tahsis tarihi itibarıyla hak sahibine ... adet SFI’nin gölge payını (‘Gölge Pay’ veya duruma göre ‘Hak’) pay başına \$... değer (‘Hakkın Değeri’) ile tahsis etmektedir. Bu değer, SFI adi payının (‘Adi Pay’) mevcut adil piyasa değerine eşit veya bu değer in üzerindedir.” **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10.2, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Tahsis değeri, gölge pay ile ilgili olarak belirlenen değer anlamına gelir. Her bir gölge payın ‘tahsis değeri’, tahsis tarihinde bir payın defter değerinin %100’ünden az olmaz.” **SALISBURY BANCORP INC.**: Salisbury Bancorp, Inc. 2015 Phantom

gölge pay planında şirket değerinin belirli bir oranı üzerinden gölge pay değerinin belirlenmesi öngörülmüştür⁹⁵⁵:

“Gölge payın değeri. Her bir gölge pay, şirketin ilgili bölümünün veya bağlı şirketinin ‘adil piyasa değerinin’ binde birini (%0,001) temsil eder.”

Referans alınan değerın sınır kabul edilerek gölge pay değerinin tespit edildiği durumlara ise temelde tahsis değerinin belirlenmesi⁹⁵⁶ esnasında başvurulmaktadır. Bu konuda şu örnek verilebilir⁹⁵⁷:

“Gölge payın tahsis değeri, bir payın gölge payların tahsis edildiği tarihteki adil piyasa değerinden düşük olmayacak şekilde belirlenmiş olan \$...’dır.”

Yerleşik uygulama olmasa da gölge pay değerinin; kontrol değişikliği değeri⁹⁵⁸, sulandırılmış pay başına kazanç⁹⁵⁹ gibi şirkete ait bir başka finansal değer esas alınarak belirlenmesine de rastlanmaktadır⁹⁶⁰. Örneğin bir uzun vadeli teşvik planında şirketin son üç yıldaki mali tabloları üzerinden hesaplanacak sulandırılmış pay başına kazancın gölge pay değeri olarak esas alınması öngörülmüştür⁹⁶¹:

Stock Appreciation Units and Long-Term Incentive Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁵⁵ Bu hükmün yer aldığı gölge pay planı için bkz. **BLADE COMMUNICATIONS INC.**: Blade Communications, Inc. Phantom Stock Plan, S-4 (Registration Statement-Business Combination) EX-10.8, 17.07.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁵⁶ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm, I, B, 4.

⁹⁵⁷ Bu hükmün yer aldığı gölge pay sözleşmesi için bkz. **LONE PINE RESOURCES INC.**: Phantom Stock Unit (SAR Award) Agreement for Canadian Employee Grantees, 10-K (Annual Report) EX-10.28, 31.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁵⁸ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Ödenecek tutar, hak kazanılan gölge pay sayısının ‘kontrol değişikliği değeri’ ile çarpılmasıyla belirlenir.” **IBERIABANK CORP.**: IBERIABANK Corporation 2009 Phantom Stock Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 29.09.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁵⁹ Pay başına düşen kazanç, şu formülle hesaplanır: net kâr-imtiyazlı kâr payı alacakları/adi pay sayısının ağırlıklı ortalaması. Bu konuda bkz. **BOYD, Thomas /CORTESE-DANILE, Teresa M.**: “A Better Understanding of Earnings Per Share”, Commercial Lending Review, C. 16, S. 2, 2001, s. 58. Opsiyonlar, dönüştürülebilir tahviller gibi pay sayısının artmasına yol açacak menkul kıymetler/alacak hakları, bu kazancın azalması sonucunu doğurabilir. İşte paylarda sulanma yaratabilecek bu menkul kıymetlerin/alacak haklarının paya dönüştürüldüğü varsayımı üzerinden hesaplanacak yeni kazanç, sulandırılmış pay başına kazancı ifade etmektedir. Burada nihayetinde paya dönüşme ihtimali olan her türlü menkul kıymet veya alacak hakkının paya dönüştüğü varsayımı üzerinden hesaplama yapılmaktadır. Bu konuda bkz. **DELANCEY, William J.**: “A. P. B. Opinion No. 15 (Earnings Per Share) From a Lawyer's Standpoint”, Business Lawyer, C. 25, S. 2, 1970, s. 421; **BOYD/CORTESE-DANILE**, s. 59-60.

⁹⁶⁰ Gölge pay değerinin pay değeri dışında başka performans göstergelerine dayalı olarak da belirlenebileceği yönünde bkz. **ORT**, s. 988.

⁹⁶¹ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **NATIONAL TECHNICAL SYSTEMS INC.**: National Technical Systems, Inc. 2006 Long-Term Incentive Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 31.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

“Gölge payın herhangi bir tarihteki değeri, şirketin sulandırılmış pay başına kazancının önceki üç mali yıla dayanan ağırlıklı ortalaması esas alınarak belirlenir.”

3. Değer Türleri

Gölge pay değerinin şirketin veya bu şirketin adi bir payının değeri üzerinden belirlendiği durumlarda gölge pay sözleşmesinde hangi değer türünün esas alınması gerektiğine ilişkin bir kayda yer verilmesi önemlidir. Çünkü şirket veya payın değerlemesinde farklı ölçütleri temel alan birçok değer türü bulunmaktadır⁹⁶². Her bir değer türü ise gölge pay değerinin ve dolayısıyla nihai mali hak tutarının farklılaşmasına yol açar. Gölge pay sözleşmelerinde tespit edebildiğimiz kadarıyla iki değer türü üzerinde yoğunlaşmaktadır. Buna göre gölge payın değerinde şirketin veya payın adil piyasa değeri (*fair market value*)⁹⁶³ veya defter değerinin (*book value*)⁹⁶⁴ esas alınması yönünde bir eğilim bulunmaktadır⁹⁶⁵. Örneğin bir gölge pay planında “‘Gölge pay’, madde 4.2’de belirtilen kapsam dışında şirketin bir payının defter değerine dayalı ölçü birimi anlamına

⁹⁶² Bu değer türleri hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. **SCHWARTZ**, Eli: Corporation Finance, New York 1964, s. 131-135; **ERTUĞRUL**, s. 144; **MARBOE**, Irmgard: Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law, Oxford 2009, s. 170-176/268-293; **FISHMAN**, Jay E./**PRATT**, Shannon P./**MORRISON**, William J: Standards of Value: Theory and Applications, Hoboken 2013, s. 21-28; **SİPAHİ/YANIK/AYTÜRK**, s. 14-19.

⁹⁶³ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “‘Adil piyasa değeri’, gölge payın ESOP hükümleri uyarınca payın tahsis tarihinden veya ifa tarihinden önce en son tespit edilen adil piyasa değerine eşit olan adil piyasa değeri anlamına gelir.” **APPLETON PAPERS INC.**: Appleton Papers Inc. Long Term Incentive Plan, 10-K (Annual Report) EX-10.23, 03.01.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “‘Gölge pay’, hak sahibine tahsis edilen ve tahsis tarihi itibarıyla bir payın adil piyasa değerine eşit nakit ödeme alma hakkı veren birim anlamına gelir.” **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.**: The Alion Science and Technology Corporation Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-4.24, 31.03.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁶⁴ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “‘Gölge pay opsiyonu’, payın değerlendirme tarihindeki defter değeri ile tahsis tarihindeki tahsis değeri arasındaki pozitif farka eşit bir nakit ödeme alma hakkını temsil eder.” **GREENE COUNTY BANCORP INC.**: Greene County Bancorp, Inc. 2011 Phantom Stock Option and Long-Term Incentive Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 18.07.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “‘Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, tahsis değeri ile bir payın değerlendirme tarihindeki defter değeri arasındaki farka eşit tutarda hakkın nakit değerinin ödenmesi yoluyla iffa edilir.” **SALISBURY BANCORP INC.**: Phantom Stock Appreciation Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁶⁵ Bu yönde bkz. **WALLACE**, s. 792, dn. 12; **STANTON**, s. 25; **VERNAVA**, s. 219, dn. 75; **MCDONALD**, Robert J.: “Deferred Compensation: Conceptual Astigmatism”, Tax Law Review, C. 24, S. 2, 1969, s. 231; **KONZ**, s. 321; **TRIFF**, Clyde E.: “An Evaluation of Deferred Compensation Plans”, Taxes- The Tax Magazine, C. 56, S. 12, 1978, s. 789; **WHITTLESEY**, s. 50; **SAMPSON**, s. 1278; **OVERTON**, s. 7:20.

gelir.” şeklinde defter değeri esas alınmıştır⁹⁶⁶. Başka örnekte ise “*Gölge payın değeri, şirketin adi payının adil piyasa değeri ile ilişkilidir.*” şeklinde gölge pay değerinin şirketin adi bir payının adil piyasa değeri esas alınarak belirlenmesi öngörülmüştür⁹⁶⁷. Burada anılan iki değer ne anlam ifade ettiğinin açıklanması da gölge pay değerine hangi hususların etki edeceğinin tespiti bakımından önemlidir.

Adil piyasa değeri, herhangi bir zorlamaya maruz kalmayan, bilgilenmiş; istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında malın el değiştireceği emsallere uygun değeri ifade etmekte olup bu değer arz ve talebe göre belirlenmesiyle benzerlerinden ayrılmaktadır⁹⁶⁸. Bununla birlikte belirtmek gerekir ki adil piyasa değeri ile piyasa değeri aynı kavramı karşılamamaktadır. Zira piyasa değeri, her zaman malın öngörülebilir adil değerini içermemekte ve bu yönüyle adil piyasa değerinden farklılaşmaktadır⁹⁶⁹. Piyasa terimi her ne kadar kapalı tip anonim şirketlerin bu değere yabancı oldukları izlenimi yaratsa da bu şirketlerin ve paylarının da adil piyasa değeri tespit edilebilmektedir. Ancak kapalı tip anonim şirketlerde emsallere uygun bir mülkiyet devri unsurunun karşılanması zordur⁹⁷⁰. Çünkü bu şirketler ve payları, borsada işlem görmediği gibi düzenli ve sık bir şekilde satış konusu olmamakta ve dolayısıyla adil piyasa değerine ilişkin sağlıklı veri elde edilememektedir⁹⁷¹. Bu sebeple kapalı tip şirketlerde adil piyasa değerinin

⁹⁶⁶ Bu hükmün yer aldığı gölge pay planı için bkz. **CHICOPEE BANCORP INC.**: Chicopee Bancorp, Inc. 2012 Phantom Stock Unit Award and Long-Term Incentive Plan, 8-K (Current Report) EX-10.1, 13.03.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁶⁷ Bu hükmün yer aldığı gölge pay sözleşmesi için bkz. **CONWAY NATIONAL BANK**: Phantom Stock Agreement, 10-K/A (Annual Report) EX-10, 31.12.2001 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁶⁸ Bu yönde bkz. **GORDON**, Emanuel L.: “What is Fair Market Value”, Tax Law Review, C. 8, S. 1, 1952, s. 35; **FISHMAN/PRATT/MORRISON**, s. 22; **GARNER**, “Fair Market Value”, s. 1318. Aynı yönde bkz. “Adil piyasa değeri, bir malın satmaya istekli ama satmaya zorunlu olmayan bir satıcı tarafından piyasaya sunulduğunda ve satın almaya istekli ancak satın almaya zorunlu olmayan bir alıcı tarafından satın alındığında oluşan değeridir.” First Wisconsin Nat. Bank v. Wilson, Court of Appeals of Wisconsin, 121 Wis. 2d 505, 13.11.1984 (Justia, E.T. 21.04.2025).

⁹⁶⁹ Bu yönde bkz. **GORDON**, Value, s. 47.

⁹⁷⁰ Bu yönde bkz. **MCCARTHY**, George D./**HELY**, Robert E.: Valuing a Company: Practices and Procedures, New York 1971, s. 109.

⁹⁷¹ Bu yönde bkz. **STEINER**, Eugene J.: “The Closely Held Corporation”, Albany Law Review, C. 22, S. 1, 1958, s. 102; **FASSLER**, Charles: “Tax and the Closely Held Corporation”, Wisconsin Law Review, C. 1969, S. 4, 1969, s. 1212; **SAMPSON**, s. 1283.

belirlenmesinde başka hususlar da göz önüne alınmaktadır⁹⁷². Ancak çalışma konumuzu oluşturan kapalı tip anonim şirketler bakımından diğer değer türlerinin esas alınmasının yerinde olabileceği görüşündeyiz.

Defter değeri ise genel kabul görmüş muhasebe kayıtlarına göre bir varlığın muhasebe kayıtlarında taşıdığı değeri ifade etmektedir⁹⁷³. Bu değer, amortisman gibi birtakım unsurların indirilmesi suretiyle tespit edilen varlığı satın alma maliyetinden yükümlülüklerin çıkarılması ile elde edilmektedir⁹⁷⁴. Bulunan şirket değerinin pay sayısına bölünmesi ile bir payın ilgili değer türünden karşılığı elde edilmiş olur⁹⁷⁵. Bilançodan gözlemlenebilir nitelikte olan bu değer, aynı zamanda manipülasyonlara karşı daha duyarlı olduğundan tercih edilebilmektedir⁹⁷⁶. Ancak defter değeri, bir malın gerçek değerindeki değişimleri yansıtmadığından⁹⁷⁷ bu değerın gölge pay sözleşmesinin

⁹⁷² ABD Gelir İdaresi Başkanlığı (*US Internal Revenue Service*) da 1959 yılında yayımladığı bir tebliğde kapalı tip şirketlerin adil piyasa değeri bakımından mevcut tüm finansal veriler ile adil piyasa değerini etkileyen tüm ilgili faktörlerin dikkate alınması gerektiğini vurgulamıştır. Bkz. Revenue Ruling 59-60, 1959-1 C.B., 237. Bu konuda ayrıca bkz. “*Her bir payın 'adil piyasa değeri', payın kontrol eksikliği (azınlık menfaatini temsil eden paylar söz konusu olduğunda) ve kolayca alınıp satılabilirlik eksikliğini hesaba katmak suretiyle payın 'adil değeri' üzerinde yapılan ayarlamalardan sonraki değerini ifade eder...Bu, kapalı tip bir şirketin net varlığının pay sayısına bölünmesiyle hesaplanan 'adil değer'den farklıdır.*” Northern Air Services, Inc. v. Link, Supreme Court of Wisconsin, 804 N.W.2d 458, 14.07.2011 (Casetext, E.T. 21.04.2025).

⁹⁷³ Bu yönde bkz. **BEACH**, Donald I./**OVENS**, Geo.(Edr.): Business and Securities Valuation, Ontario 1972, s. 8; **MAIERS**, John D.: “Foreign-Owned United States Real Estate: Post-FIRPTA Tax Planning”, Tax Lawyer, C. 37, S. 3, 1984, s. 582, dn. 52; **GARNER**, “Book Value”, s. 157; **SİPAHİ/YANIK/AYTÜRK**, s. 14. Aynı yönde bkz. “*Bu mahkeme, bir işletmenin 'defter değeri'nin ne olduğu sorusunu daha önce hiç değerlendirmemiş olsa da terimin kendisi açıkça işletmenin defterlerinde gösterilen değeri ifade eder.*” Cates v. Cates, Supreme Court of Georgia, 217 Ga. 626, 09.02.1962 (Justia, E.T. 21.04.2025).

⁹⁷⁴ Bu yönde bkz. **BEACH/OVENS**, s. 8; **GOGGANS**, Travis P./**BENESH**, Bruce K.: “Pre-Mortem and Post-Mortem Valuation Techniques for Closely Held Stock Relative to Estate Tax Reporting-An Application”, Taxes - The Tax Magazine, C. 62, S. 2, 1984, s. 101; **BLACKMAN**, Irving L.: The Valuation of Privately-Held Businesses: State-of-the Art Techniques for Buyers, Sellers, and Their Advisors, Chicago 1986, s. 39; **AUSTIN**, Donald V./**BIRES**, Steven A.: “Dissenters' Appraisals”, Banking Law Journal, C. 111, S. 4, 1994, s. 395; **ERTUĞRUL**, s. 148.

⁹⁷⁵ Bu yönde bkz. **GOGGANS/BENESH**, s. 101; **AUSTIN/BIRES**, s. 395.

⁹⁷⁶ Bu yönde bkz. **FROSS**, Roger R.: “Estate Tax Valuation Based on Book Value Buy-Sell Agreements”, Tax Lawyer, C. 49, S. 2, 1996, s. 320.

⁹⁷⁷ Bu yönde bkz. **SOLOMON**, Lewis D./**SARET**, Lewis J.: Valuation of Closely Held Businesses: Legal and Tax Aspects, New York 1998, s. 10. Aynı yönde bkz. “*...bir varlığın değerindeki artış veya azalış genellikle defter değerine yansıtılmaz. Dolayısıyla, bir varlığın herhangi bir zamandaki defter değeri, gerçek değerinden daha fazla veya daha az olabilir.*” Opdyke v. Security Sav. & Loan Co., Supreme Court of Ohio, 157 Ohio St. 121, 12.03.1952 (Casetext, E.T. 21.04.2025); “*Bilirkişi raporundaki hesaplamanın bilançoda gösterilen değerler üzerinden yapılması sonucu bulunan değer, defter değeri olup, bu bedelin devir tarihindeki bilançoda yer alan varlık ve değerlerin gerçek değerleri olan piyasa veya rayiç değerleri yansıtmayı yansıtmadığı belli değildir. Şirket aktifinde yer alan varlık ve hakların defter kayıtlarında gösterilen değerlerinin çoğu zaman gerçek değeri yansıtmaması sebebiyle sadece bilanço değerleri*

amaçlarına uygun düşmediği kanaatindeyiz. Zira payın değerini talep hakkı yönünden değer değişimlerinin açıkça izlenebilir olması gerekmektedir.

Formül aracılığıyla formüle dayalı değer (*formula price*) olarak adlandırılacak yeni bir değer türü oluşturulmasına da rastlanmaktadır. Bu değer, farklı değer türlerinin bir araya getirilmesiyle veya bu değer türlerinden tamamen bağımsız olmak üzere diğer bir finansal gösterge üzerinden oluşturulabilmektedir. Örnekleme gerekirse bir planda pay başına kazanç⁹⁷⁸ üzerinden formül değeri öngörülmüştür⁹⁷⁹:

“Gölge payın herhangi bir tarihteki değeri, şirketin sulandırılmış pay başına kazancının önceki üç mali yıl boyunca ağırlıklı ortalaması esas alınarak belirlenir. Bu hesaplama, komite tarafından önerilip yönetim kurulu tarafından onaylanarak şirketin olağan muhasebe uygulamalarına uygun şekilde tutulan defter ve kayıtlarından elde edilen verilere dayanır. Değerleme, gölge payın vadesinden hemen önce gelen mali yıl kapanışı itibarıyla yapılır. Pay başına kazanç, hesaplama yapılırken şu şekilde ağırlıklandırılır: en son yıl için %50, bir önceki yıl için %35 ve ikinci en son yıl için %15. Bu ağırlıklı ortalama, gölge pay değerini belirlemek amacıyla yirmi ile çarpılır.”

Bir başka örnekte ise hem kontrol değişikliği durumundaki satış fiyatı hem de belirli bir dönemde ödenen kâr payı alacağının toplamından oluşacak şekilde bir gölge pay değeri formülize edilmiştir⁹⁸⁰:

üzerinden hesaplama yapılarak değer belirlemesi yapmak adaletsiz sonuçlar doğurabilir.” Yargıtay 11. HD, E. 2018/2459 K. 2018/6906 T. 08.11.2018 (Lexpera, E.T. 21.04.2025). Defter değerinin bir malın değerini yansıtmakta tek başına yeterli olmadığı yönünde ayrıca bkz. **BLACKMAN**, s. 40; **SİPAHİ/YANIK/AYTÜRK**, s. 14.

⁹⁷⁸ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, IV, B, 2, dn. 958.

⁹⁷⁹ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **NATIONAL TECHNICAL SYSTEMS INC.**: National Technical Systems, Inc. 2006 Long-Term Incentive Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 31.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁸⁰ Bu hükmün yer aldığı gölge pay planı için bkz. **LUTHER BURBANK CORP.**: Luther Burbank Corporation and Subsidiaries Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.20, 09.11.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

“Kontrol değişikliği gerçekleşmesi durumunda veya şirket tarafından haklı sebep olmaksızın gerçekleştirilen ve kontrol değişikliğinden önceki doksan (90) gün içerisinde meydana gelen bir hizmetin son bulması halinde her gölge payın değeri, kontrol değişikliği koşullarına göre belirlenen gölge pay başına satış fiyatı artı 31 aralık 2010 tarihinden itibaren ödenmiş olan herhangi bir ihtiyari kâr payı hakkına eşit olur.”

Gölge payın değerini belirlemek amacıyla itibari değer, tasfiye değeri, gerçek değer, bilanço değeri, işletme teşebbüs değeri gibi birçok farklı değer türünün esas alınmasına da bir engel bulunmamakla birlikte bu değer türleri, gölge pay sözleşmelerinde çok tercih edilmemektedir⁹⁸¹.

4. Değerleme Zamanı

Gölge pay değerinin tespiti, farklı dönemlerde gerçekleştirilebilmektedir. Bu dönemler, sağlanacak mali hakkın türüne göre değişkenlik gösterir. Öncelikle, gölge payın tahsisi aşamasında, diğer bir anlatımla tahsis tarihinde bir değerlendirme yapılarak⁹⁸² gölge paya bir tahsis değeri tayin edilebilmektedir⁹⁸³. Örneğin tahsis tarihindeki değer,

⁹⁸¹ Adil piyasa değeri, defter değeri veya formüle dayalı değer haricinde bir değer tercih edildiği gölge pay planları/sözleşmelerinden bazıları için bkz. “Gölge payların her biri, şirketin halihazırda tedavülde bulunan ve itibari değeri pay başına 1,00 \$ olan paylarına (‘Pay’) eşit değerdedir.” **POGO PRODUCING CO.**: 2003 Director’s Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 30.06.2003 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Belirli bir tarih itibarıyla ‘gölge pay başına değer’, o tarihte payın New York Borsasında işlem gördüğü kapanış değeri veya o tarihte pay işlem görmüyorsa bu tür bir işlemin gerçekleştiği en son tarihteki değer anlamına gelir.” **ACCO BRANDS CORP.**: Deferred Compensation Plan for Non-Employee Directors, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2007 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “Her bir gölge pay, adi bir payla eşit değere sahip olup bu değer, işçinin hizmetten ayrıldığı tarihte (veya hizmetten ayrılma tarihinin bir iş günü olmaması halinde hizmetten ayrılma tarihinden hemen önceki iş gününde) söz konusu adi payın kapanış değeri esas alınarak belirlenir.” **DYNEGY INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.06.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁸² Değerlemenin tahsis tarihinden önce yapılarak bu değere tahsis değeri vasfı verilmesine de rastlanmaktadır. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Değerleme tarihi, tahsis tarihi ve ifa tarihinin her birinden hemen önceki ayın son günü ve bankanın mali yılının son günü anlamına gelir.” **SHARE PLUS FEDERAL BANK**: Share Plus Federal Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.3, 02.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁸³ Tahsis tarihinde gölge payların değerinin tespit edileceği yönünde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Gölge pay opsiyonunun tahsis değeri, tahsis tarihindeki gölge payın formüle dayalı değeri anlamına gelir. Herhangi bir hak için tahsis değeri planın amaçları doğrultusunda 12,66 \$’dan az olamaz.” **INTEGRIS METALS INC.**: Phantom Stock Option Plan, S-1/A (Registration Statement) EX-10.4.2, 24.09.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “‘Gölge pay’, ...

“Tahsis değeri, her bir gölge pay değer artış alacağı tahsisinin yapıldığı tarihteki defter değeri olarak belirlenir.” şeklinde farklı değer türleri üzerinden belirlenebilmektedir⁹⁸⁴.

Bu değer, kârdan pay alma hakkı ile değer artış alacağı içeren gölge pay sözleşmelerine özgüdür. Çünkü her iki mali hak türünde de ifa tutarının tespiti, bir başlangıç değerini zorunlu kılmaktadır. Buna göre değer artış alacağında artış miktarı, tahsis değeri üzerinden tespit edilmektedir. Diğer bir ifadeyle alacak miktarı, tahsis değeri ile değerlendirme tarihinde tespit edilen değer arasındaki farka göre belirlenmektedir⁹⁸⁵. Kârdan pay alma hakkında ise kârdan alınacak pay, bu değere adi paydaki itibari değer işlevi verilmesi suretiyle tespit edilebilmektedir⁹⁸⁶.

Tahsis tarihi sonrasındaki değerlendirme ise değerlendirme tarihinde gerçekleştirilmektedir. Ancak gölge pay sözleşmelerinde birden fazla değerlendirme tarihine yer verilebilmekte ve gölge pay değerinin periyodik aralıklarla tadil edilmesine rastlanabilmektedir. Örneğin gölge pay değerinin şirketin net değeri⁹⁸⁷ üzerinden tespitini öngören bir gölge pay planında yüzde üzerinden tadil öngörülmüştür⁹⁸⁸:

“Komite, tahsis tarihini takip eden her değerlendirme tarihinden sonra ve olanaklı olan en kısa sürede bir önceki değerlendirme tarihinden itibaren gerçekleşen net değer artışı veya azalışını belirlemek için banka ve bağlı şirketlerinin konsolide finansal tablolarını inceler. Ardından her gölge pay hesabı, son değerlendirme tarihinden itibaren hesaplanan varsayımsal değeri ile net değer artışı veya

tarihinde ihraç edilen opsiyonlar için pay başına 10.00 \$ ve ... tarihinde ihraç edilen opsiyonlar için pay başına ... \$ tahsis değerinden varsayımsal olarak çıkarılan şirket adi payı anlamına gelir.” **CAPE SAVINGS BANK**: Phantom Incentive Stock Option Agreement, S-1 (Registration Statement) EX-10.9, 19.09.2007 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁸⁴ Bu hükmün yer aldığı gölge pay sözleşmesi için bkz. **THE NATIONAL UNION BANK OF KINDERHOOK**: Phantom Stock Appreciation Rights Agreement, 1-A (Offering Statement) EX1A-6 MAT CTRCT, 01.06.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁸⁵ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 1, b.

⁹⁸⁶ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 2.

⁹⁸⁷ Net değer, pasiflerin aktiflerden çıkarılması ile belirlenmektedir. Bu konuda bkz. **CHAI, Hua/TIEMAN, Alexander F./HARRIS, Jason**: Beyond Debt: Net Worth Fiscal Anchors, IMF Working Paper, WP/24/137, 2024, s. 3.

⁹⁸⁸ Bu hükmün yer aldığı gölge pay planı için bkz. **SHARE PLUS FEDERAL BANK**: Share Plus Federal Bank Phantom Stock Plan, S-1 (Registration Statement) EX-10.3, 02.07.2010 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

azalışının yüzde cinsinden ifadesinin bir (1) fazlası veya eksiğine eşit bir faktörle çarpılarak ayarlanır. Hak sahibinin gölge pay hesabına nihai değerlendirme tarihinden sonra net değer artışı veya azalışı eklenmez veya indirilmez.”

Bu ara dönem değerlemeleri, yılda birkaç kez⁹⁸⁹ gerçekleştirilebilmektedir. Örneğin “‘Değerleme tarihi’ her takvim çeyreğinin son günü ve komite tarafından belirlenen veya burada belirtilen diğer herhangi bir tarih anlamına gelir.” şeklinde üç ayda bir değerlendirme yapılması öngörülebilmektedir⁹⁹⁰. Ancak kapalı tip anonim şirketlerde değer değişiminin bu süratle gerçekleşmesi olasılığı düşük olduğundan bu tadil değerlemesinin söz konusu şirketler bakımından uygulanma kabiliyetinin kısıtlı olduğu kanısındayız. Kaldı ki değerlemenin yol açacağı maliyet unsurunun bu sıklıkta karşılanması, kapalı tip bir anonim şirketin mali durumunu zora sokabilir.

Tahsis değerinin aksine değerlendirme tarihinde belirlenen her değer, doğrudan ifa tutarının kesinleşmesini sağlamaktadır. Gölge pay değerinde nihai değerlendirme tarihine kadar gerçekleştirilen tadiller de özellikle kârdan pay alma alacağı öngören gölge pay sözleşmelerinde bu ara dönemde hak kazanılan mali hakların ifa tutarının belirlenmesine hizmet etmektedir⁹⁹¹.

C. Gölge Pay Sayısının Hesaplanması

Gölge pay sözleşmelerinde ifa tutarına etki eden diğer bir unsur da gölge pay sayısıdır. Dolayısıyla ifa tutarında esas alınacak gölge pay sayısı, her zaman tahsis tarihinde sağlanan gölge pay sayısı ile eşit değildir. Öyle ki yalnızca hak kazanma

⁹⁸⁹ Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “‘Değerleme tarihi’ her takvim çeyreğinin son günü ve komite tarafından belirlenen veya burada belirtilen diğer herhangi bir tarih anlamına gelir.” **EQUITABLE RESOURCES INC.**: Equitable Resources, Inc. 2005 Directors’ Deferred Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.2, 22.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “‘Değerleme tarihi’; mart, haziran, eylül ve aralık aylarının son iş günü anlamına gelir.” **MERCANTILE BANKSHARES CORP.**: Mercantile Bankshares Corporation Stock Retainer and Deferred Compensation Plan for Non-Employee Directors, 8-K (Current Report) EX-10.1, 10.05.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁹⁰ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **EQUITRANS MIDSTREAM CORP.**: Equitrans Midstream Corporation Directors’ Deferred Compensation Plan, 10-12B/A (Registration Statement) EX-10.53, 18.10.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁹¹ Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 2.

koşullarının gerçekleşmesi sonucunda üzerinde varsayımsal mali hak doğan gölge paylar ifa tutarına esas kabul edilir. Kümülatif bir hak kazanma düzeni⁹⁹² öngören gölge pay sözleşmelerinde hak kazanma koşullarının gerçekleşmemesi, ifa aşamasına geçilmemesine yol açacağından bir uyumsuzlıkla karşılaşmaz. Ancak kademeli hak kazanma düzeninde⁹⁹³ her kademenin öngördüğü koşulların gerçekleşip gerçekleşmediğinin ve dolayısıyla her kademedede üzerinde varsayımsal mali hak doğan gölge pay sayısının ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu değerlendirme sonucunda belirlenen gölge pay sayısı ifa tutarına esas alınır.

D. Gölge Payın Şirket ve Payda Meydana Gelen Değişikliklere Uyarlanması

Gölge paya dönüştürülerek ifa edilen kârdan pay alma hakkı istisna olmak üzere⁹⁹⁴ tahsis tarihinde sağlanan gölge pay sayısı niceliksel anlamda değişmez. Diğer bir anlatımla tahsis tarihindeki gölge pay sayısına yeni gölge paylar eklenmediği gibi bu sayıda azaltma da yapılmaz. Gölge pay değeri de değerlendirme tarihlerinde gerçekleştirilecek değerlemeler haricinde tadil edilmez. Ancak genellikle gölge pay sözleşmelerinde sermaye değişiklikleri, pay bölünmeleri gibi birtakım işlemlerin gerçekleşmesi, gölge pay sayısının ve/veya değerinin bu değişikliklere uyarlanmasını gerektirir şekilde düzenlenmektedir⁹⁹⁵. Buna göre söz konusu işlemlerin gerçekleşmesi

⁹⁹² Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I, B.

⁹⁹³ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I, B.

⁹⁹⁴ Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, III, A, 3.

⁹⁹⁵ Gölge payın anılan işlemler doğrultusunda uyarlanacağı yönünde bkz. **ADELSTEIN**, s. 63; **HUSBAND/DOCKEREY**, s. 244; **RAY**, s. 31; **CLARK**, s. 208; **HAMILTON**, Corporations, s. 599; **MCCARTHY/CRUMBLEY/DAVIS**, s. 17-27; **CANAN/MITCHELL**, s. 368; **ALLEN**, Everett T./**MELONE**, Joseph J./**ROSENBLOOM**, Jerry S./**MAHONEY**, Dennis F.: Retirement Plans: 401(k)s, IRAs, and Other Deferred Compensation Approaches, New York 2008, s. 273; **ROSEN**, Phantom Stock, s. 140; **BRISCOE/SCHULER/TARIQUE**, s. 251. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*SFI’nin şirket yapısında veya paylarında yeniden yapılanma, sermaye değişikliği, pay değişimi, pay bölünmesi, bölünme, kâr dağıtımı, tür değiştirme, pay alt bölünmesi veya birleştirilmesi, birleşme, halka arz gibi herhangi bir değişiklik meydana gelmesi durumunda yönetim kurulu (veya duruma göre planın 1.02(d) maddesi uyarınca atanan bir komite) hak sahibine sağlanan menfaatleri korumak, ancak artırmamak amacıyla, menfaat üzerinde uygun gördüğü düzenlemeleri yapar.*” **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*Planın diğer hükümlerine bakılmaksızın herhangi bir birleşme, şirket varlıklarının tamamının veya önemli bir kısmının satışı, yeniden yapılanma, sermaye değişikliği, tür değişikliği, kâr dağıtımı, pay bölünmesi, pay birleşmesi veya diğer benzer işlemler yoluyla veya bunların bir sonucu olarak tedavüldeki adi paylar artar ya da azalır veya farklı sayıda ya da türde paylar veya diğer menkul*

sonrasında gölge pay sayısı ve/veya değerinde tadil gerçekleştirilebildiği gibi denkleştirmenin sağlanabilmesi için nakit ödeme yapılması gibi çeşitli koruyucu önlemler de öngörülebilmektedir. Burada amaç, pay sahiplerinin söz konusu değişiklikler sonucunda bulunacakları yeni konumun gölge pay sahiplerine de yansıtılmasıdır. Örneğin şu hükümde paya etki eden herhangi bir olayın gölge payların sayısına da yansıtılacağı öngörülmektedir⁹⁹⁶:

“(a) Şirket paylarına ilişkin bir pay bölünmesi (veya pay birleşmesi)⁹⁹⁷; (b) şirket pay senedinin şirketin başka bir menkul kıymetine veya borçlanma aracına dönüştürülmesi; (c) şirketin yeniden yapılandırılması⁹⁹⁸, birleşmesi veya (d) şirketin tedavüldeki pay senedi sayısını ve/veya bunlarla ilgili hakları değiştirecek başka herhangi bir işlemin (her biri bir ‘Dönüşüm Olayı’) gerçekleşmesi durumunda hak sahibine tahsis edilmiş olan gölge paylar, dönüşüm olayının

kıymetler ile değiştirilirse söz konusu adi pay veya diğer menkul kıymetler ile bağlantılı olarak ilave pay, yeni veya farklı pay ya da diğer menkul kıymetler veya nakit dışı varlıklar dağıtılsa yönetici, tamamen kendi takdirine bağlı olarak haklarda uygun veya orantılı bir uyarlama yapar. Yönetici tarafından yapılacak uyarlama nihai, bağlayıcı ve kesindir.” **ALION SCIENCE AND TECHNOLOGY CORP.:** Alion Science and Technology Corporation Performance Shares and Retention Phantom Stock Plan, POS AM (Post-Effective Amendment) EX-10.41, 24.01.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); *“Adi pay ihracı, kâr payı ödemesi, sermaye değişikliği, tür değişikliği, yeniden yapılanma veya benzer bir işlem sebebiyle CEI'nin tedavülde bulunan adi paylarının değerinde herhangi bir değişiklik meydana gelmesi durumunda komite, adil piyasa değerini korumak amacıyla hak sahibine tahsis edilen gölge pay sayısını ve/veya değerini orantılı-gerekli ve adil bir şekilde- şekilde ayarlar.”* **CHAPARRAL ENERGY LLC:** Chaparral Energy Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.7, 30.06.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁹⁶ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **EQUITRANS MIDSTREAM CORP.:** Equitrans Midstream Corporation Directors' Deferred Compensation Plan, S-8 (Registration Statement) EX-4.3, 09.11.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

⁹⁹⁷ Pay bölünmesi (*stock split*), payların daha fazla sayıda yeni paya bölünmesi anlamına gelirken tersine pay bölünmesi (*reverse stock split*) veya Türk hukukundaki terimiyle pay birleşmesi ise birden fazla payın yeni bir pay üzerinde birleşmesini ifade etmektedir. Bu konuda bkz. **CLARK**, s. 502. Örneğin yüz adet payın iki yüz adet paya dönüştürülmesi pay bölünmesi, elli adet paya dönüştürülmesi ise pay birleşmesi veya ters pay bölünmesi olarak adlandırılabilir. TTK m. 477/2'de düzenlenen pay birleşme ve bölünmesi konularında genel kurul yetkili olup pay birleşmesi için payları birleştirilecek pay sahiplerinin bu işleme ayrıca onay vermesi aranır.

⁹⁹⁸ Yeniden yapılanma (*reorganization*), ABD hukukunda birleşme, bölünme, sermaye değişikliği, tür değişikliği ve malvarlığı değişikliklerini kapsar şekilde tanımlanmaktadır. Bkz. 26 U.S. Code § 368. Türk hukuku bakımından aynı yönde bkz. **KAYA**, Arslan: “Sermaye Şirketlerinin Bölünmesi ve Hisse Değişimi Konularında 4684 Sayılı Kanunla Getirilen Düzenleme ile Oluşan Hukuki Durumun Değerlendirilmesi”, BMEYD, C. 38, S. 10, 2001, s. 52, dn. 1. Ancak öğretide yeniden yapılanma kavramının birleşme, bölünme ve tür değiştirme işlemleriyle sınırlandırılmasına da rastlanmaktadır. Bu yönde bkz. **HIZIR**, Serdar: Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi, İstanbul 2019, s. 118; **KORKMAZ**, Gülce: “Yapısal Değişiklik Hükümlerinin İhlaline Karşı Öngörülen Özel İptal Davası (TTK m. 192)”, Prof. Dr. Zühtü Aytacı'a Armağan, İstanbul 2024, s. 1762, dn. 2.

şirket adi pay senetleri üzerindeki etkisini olabildiğince yansıtacak şekilde ayarlanır veya dönüştürülür.”

Bu uyarlamanın nasıl gerçekleşeceğine yönelik şu örnek verilebilir⁹⁹⁹:

“Hak sahibi, gölge payın 2008 planında öngörülen şekilde adi paya dönüştürülmesi sırasında şirketin başka bir şirketle birleşmesi halinde söz konusu işlemten hemen önce gölge payın dönüştürüldüğü adi payın sahibi olmuş olsaydı bu birleşmenin gerçekleşmesi üzerine almaya hak kazanacağı sayıda ve türde pay senedi veya aynı miktarda diğer mülk, nakit veya menkul kıymetleri almaya hak kazanır. Şu şartla ki şirketin tasfiye edilen şirket olması halinde bunun yerine eşdeğer sayıda ve türde pay senedi veya diğer mülk, nakit veya menkul kıymetleri tasfiye edilmeyen şirket ikame eder.”

Gölge pay sözleşmelerinde uyarlama halleri arasında yer verilen payların birleştirilmesi işlemi ele almak gerekirse gölge payı esas alan uyarlamanın şu şekilde gerçekleştirilmesi ihtimal dahilindedir. Şirketteki toplamda beş yüz adet payın payların birleştirilmesi işlemi sonucunda iki yüz elli adet paya dönüştürüldüğü varsayımında tahsis tarihinde yüz adet gölge pay sağlanan hak sahibinin gölge pay sayısının elliye düşürülmesi gerekecektir. Çünkü payların birleştirilmesi bakımından değişim oranı¹⁰⁰⁰ 250/500 ve dolayısıyla 1/2 olmakla aynı oran gölge pay sayısına da yansıtılacaktır. Nitekim uygulamada da bu uyarlama yöntemine sözleşmelerde açıkça yer verilebilmektedir¹⁰⁰¹:

“Şirket, tahsis tarihinden sonraki herhangi bir zamanda tedavüldeki Trico adi paylarının daha küçük alt birimlere bölünmesi işlemi gerçekleştirirse toplam

⁹⁹⁹ Bu hüküm için bkz. **RADIAN GROUP INC.**: Non Employee Director Phantom Stock Grant Letter, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.8, 30.09.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰⁰⁰ Bu değişim oranı hakkında bkz. **KESKİN**, Çıkarma, s. 305.

¹⁰⁰¹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **TRICO MARINE SERVICES INC.**: Phantom Stock Units Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 14.05.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

gölge pay sayısı da Trico adi paylarıyla orantılı olarak artırılır. Şirket, tahsis tarihinden sonraki herhangi bir zamanda tedavüldeki Trico adi paylarını daha az sayıda payda birleştirirse gölge pay sayısı da Trico adi paylarıyla orantılı olarak azaltılır.”

Gölge pay sayısının anılan işlemlerin gerçekleşmesine bağlı olarak uyarlanması, intifa senetleri için mevzuatta birleşme, bölünme, tür değiştirmeden oluşan yapısal değişiklik halleri bakımından öngörülen koruma amaçlı tedbirlere benzemektedir (TTK m. 140/5, m. 161/1, m. 183/3). Çünkü burada da anılan hükümlerle intifa senetlerinin yapısal değişikliklerden olumsuz etkilenmesinin engellenmesi, diğer bir ifadeyle intifa senedi sahiplerinin haklarının yaklaşık olarak eşdeğer şekilde korunması amaçlanmakta ve fakat bu kişilerin haklarının değerinde bir artış yaşanması amacı güdülmemektedir. Madde metinlerinde sürekli eşdeğerlik vurgusu yapılması da bu hususu doğrulamaktadır (TTK m. 140/5, m. 161/1, m. 183/3). Gölge pay sözleşmesinin ise intifa senetleri için öngörülen bu korumadan yararlanması olanaklı değildir. Zira yapısal değişiklik halleri bakımından yalnızca intifa senetleri koruma kapsamına alınmıştır. İşte bu sorunun çözümünü sağlamak ve gölge pay sözleşmesinin gölge pay sahipleri ile pay sahiplerini eşdeğer konuma getirmek yönündeki amacını tam anlamıyla gerçekleştirmesi için uyarlama kayıtlarından yararlanılmaktadır. Buna karşılık belirtmek gerekir ki gölge pay sözleşmesinde uyarlama kayıtlarına yer verilmemesi durumunda ifa alacaklısı, bu yapısal değişiklikler karşısında tamamen korumasız bir konumda da değildir. Öyle ki bu kişilerin şirket alacaklısı sıfatına sahip olmaları¹⁰⁰², TTK m. 157 veya TTK m. 175 gereği alacaklarını karşılayacak teminat talep etmelerine de olanak vermektedir. Ancak bu koruma, söz konusu işlemlerin özellikle gölge pay değerinde yaratacağı değer farkının karşılanmasını gerektirmemektedir. Dolayısıyla gölge pay sözleşmelerinde uyarlama kayıtlarına yer verilmemesi, hak sahibinin mali hakkını temin etmesini engellemezken

¹⁰⁰² Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 3.

mali hak değerinin düşmesi ile karşı karşıya kalmasına sebep olabilir. Bununla birlikte TTK m. 157 ile m. 175, yalnızca yapısal değişiklik hallerini kapsamaktadır. Oysa gölge pay sözleşmesinde ifa alacaklısı; pay bölünmesi, pay birleşmesi, sermaye artırımı gibi birçok değişiklikten etkilenebilmektedir. Dolayısıyla uyarlama kayıtlarının koruma çevresi daha geniştir.

E. Nihai İfa Tutarının Hesaplanması

1. Payın Değerini Talep Hakkı

a) Tam Değer Alacağı

Gölge pay sözleşmelerinde tam değer alacağı, gölge payın belirli bir tarihteki değerini talep hakkı sağlayan mali hak türünü oluşturmaktadır. Bu mali hakkın değeri, nezdinde hak kazanma koşulları gerçekleşen gölge pay sayısı ile değerleme tarihindeki gölge pay değerinin çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır¹⁰⁰³. Örneğin bir gölge pay sözleşmesinde tam değer alacağının hesaplanma yöntemi şu şekilde gösterilmiştir¹⁰⁰⁴:

“Üzerinde mali hak kazanılan gölge payların itfası, şirket tarafından aşağıdaki tutarın ödenmesi suretiyle gerçekleştirilir: Lone Pine’in adi bir payının komite tarafından belirlenen ifa zamanındaki adil piyasa değeri (planda tanımlandığı şekliyle) ile nakit ödeme ile ifa edilecek gölge pay (kesirli birimler dahil) sayısının çarpımı.”

¹⁰⁰³ Bu yönde bkz. **SAMPSON**, s. 1278. Bu konuda örnek için bkz. “*Hak kazanılmış gölge pay haklarının tamamının veya bir kısmının nakit olarak ödenecek olması halinde her bir gölge pay hakkına konu pay için ödenecek tutar, adi payın hak kazanma tarihinde hesaplanan adil piyasa değeri (planda tanımlandığı şekilde) ile o tarihte üzerinde mali hak kazanılan pay sayısının çarpılması suretiyle belirlenir.*” **TRIAD GUARANTY INC.**: Executive/Key Employee Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10, 29.01.2009 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); “*Sözleşmedeki veya plandaki aksi yönde bir hükme bakılmaksızın; 2012 yılı içerisinde bir kontrol değişikliği meydana gelirse ve sözleşme ile tahsis edilen gölge paylar üzerinde herhangi bir zamanda mali hak kazanılırsa şirket veya devralan, hak sahibine aşağıdaki tutara eşit bir nakit ödeme yapar: (1) kontrol değişikliğinden hemen önce NYSE’de raporlanan bir payın nihai işlem değeri (‘Nihai Pay Değeri’) ile (ii) üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının çarpımı.*” **SOLUTIA INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-K/A (Annual Report) EX-10.43, 31.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰⁰⁴ Bu hükmün yer aldığı gölge pay sözleşmesi için bkz. **LONE PINE RESOURCES INC.**: Phantom Stock Unit (Rsu Award) Agreement for Canadian Employee Grantees (Cash Only), 8-K (Current Report) EX-10.1, 01.06.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Bu örnek esas alındığında hak kazanma koşullarının gerçekleşmesine bağlı olarak yüz adet gölge paya ilişkin mali hak kazanan ifa alacaklısı, ifa zamanında şirketin adi bir payının adil piyasa değerinin 10.000-TL olarak tespit edildiği varsayımında toplamda 1.000.000,00-TL tutarında ödeme almaya hak kazanır.

Tam değer alacağının hesaplanmasında gölge payın belirli bir tarihteki değeri dikkate alındığından ifa alacaklısı, her durumda bir kazanç sağlayacaktır. Dolayısıyla bu mali hak türünde hak kazanma koşullarının gerçekleşmesine karşılık yalnızca mali hakkın hesaplanmasından kaynaklı olarak gölge pay sahibinin mali hak elde edememesi durumuyla karşılaşılması olanaksızdır.

b) Değer Artış Alacağı

Değer artış alacağı, gölge payın değerindeki artışı esas alan bir mali hak türüdür. Bu mali hakkın değeri gölge payın tahsis değeri ile değerleme tarihindeki değeri arasındaki artış miktarı ile nezdinde hak kazanma koşulları gerçekleşen gölge pay sayısının çarpılması suretiyle hesaplanır¹⁰⁰⁵. Bu mali hak türünü somutlaştırmak adına uygulamada karşılaşılan şu sözleşme hükmü örnek mahiyetinde gösterilebilir¹⁰⁰⁶:

“Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, gölge payların tahsis değeri ile payın değerleme tarihindeki defter değeri arasındaki farka eşit değerdeki alacağın nakit ödenmesiyle itfa edilir.”

¹⁰⁰⁵ Değer artış alacağında ifa tutarının hesaplanma şekli hakkında bkz. **NARAYANAN**, s. 385-386. Bu konuda örnek için bkz. *“Hak sahibi, üzerinde mali hak kazanılmış olan her bir gölge pay için aşağıdaki formüllere dayalı olarak vadede şu tutarda ödeme almaya hak kazanır: (i) değer artış alacağı: gölge payların vade değerinden tahsis değerinin çıkarılması ile ulaşılan değerle üzerinde mali hak kazanılmış olan gölge payların çarpımı...”* **OMEGA FLEX INC.:** Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025); *“...Gölge pay değer artış haklarının değeri, tahsis değerini aşan güncel değer madde 2'deki hak sayısı ile çarpılmasıyla belirlenir.”* **CAPE SAVINGS BANK:** Phantom Incentive Stock Option Agreement, S-1 (Registration Statement) EX-10.8, 19.09.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰⁰⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SALISBURY BANCORP INC.:** Phantom Stock Appreciation Unit Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.2, 02.01.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

Başka bir örnek olarak şu sözleşme hükmü verilebilir¹⁰⁰⁷:

“Gölge payın itfası, artış değerinin üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısı ile çarpımına eşit bir tutarın (stopajlar düşüldükten sonra) şirket tarafından ödenmesi yoluyla gerçekleştirilir.”

Değer artış alacağı açısından nihai ifa tutarının belirlenmesi konusunu somutlaştırmak gerekirse tahsis değerinde bir yönetim kurulu üyesine tahsis değeri 100,00-TL olan bin adet gölge pay sağlandığı varsayımı üzerinden şu hesaplama yapılabilir: Gölge pay sahibinin kademeli hak kazanma koşullarının bir kısmını gerçekleştiremediği ve dolayısıyla yalnızca beş yüz adet gölge pay nezdinde mali hak alacaklısı olduğu ve değerlendirme tarihindeki bir adet gölge pay değerinin 500,00-TL olarak tespit edildiği bir senaryoda nihai ifa tutarı 200.000,00-TL olacaktır.

Değer artış alacağı, hak kazanma koşulları gerçekleşse dahi tam değer alacağının aksine ifa alacaklısına her zaman kazanç sağlamaz. Çünkü bu mali hak, bir değer artışı üzerinden hesaplanmaktadır. Dolayısıyla bir değer artışının olmadığı durumlarda herhangi bir kazançtan da bahsedilemez¹⁰⁰⁸. Örneğin yukarıdaki örnekte değerlendirme tarihindeki gölge pay değerinin 100,00-TL olduğu varsayımında yönetim kurulu üyesi, hak kazanma koşullarını gerçekleştirmesine karşılık herhangi bir kazanç sağlayamayacaktır. Bununla birlikte anılan tarihteki gölge pay değerinin 50,00-TL olarak tespit edilmesi durumunda da ifa alacaklısının aradaki fark ölçüsünde borç altına girmesi söz konusu olmadığı gibi herhangi bir ödeme talep etmesi de söz konusu olmayacaktır.

2. Kârdan Pay Alma Hakkı

Kârdan pay alma hakkı, gölge pay sağlayan veya diğer bir şirkette kâr dağıtımını yapıldığında pay sahiplerinin elde ettikleri kâr payı alacağı üzerinden hesaplanan mali

¹⁰⁰⁷ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **LONE PINE RESOURCES INC.**: Phantom Stock Unit (SAR Award) Agreement for Canadian Employee Grantees, 10-K (Annual Report) EX-10.28, 31.12.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰⁰⁸ Bu yönde bkz. **ASIMOW**, Michael: “Section 1348: The Death of Mickey Mouse”, California Law Review, C. 58, S. 4, 1970, s. 829.

hakkı ifade etmektedir¹⁰⁰⁹. Bu hak türünde bir anlamda gölge payın adi pay olduğu varsayımında elde edeceği kâr payı hakkı hesaplanarak gölge pay sahibine kârdan pay alma hakkı olarak sağlanmaktadır¹⁰¹⁰. Diğer bir anlatımla kâr payı hakkı bakımından payın ekonomik eşdeğeri yaratılmaktadır. Nitekim bu hususa sözleşmelerde veya planlarda da şu şekilde açıkça yer verilmektedir¹⁰¹¹.

“Kâr payı eşdeğeri’, hak sahibinin kendisine tahsis edilen gölge paylarla ilgili olarak kâr payı dağıtım tarihinde şirket paylarının sahibi olması durumunda elde edeceği kâr payı alacağı tutarının eşit karşılığını ifade eder.”

Pay sahipleri yönünden yürütülen kâr dağıtımının bir kopyası oluşturulduğundan burada ifa alacaklısı, TTK m. 519 vd. maddelerinde öngörülen dağıtım düzeninde yer almaz ve kâr dağıtımına katılmaz. Burada kâr dağıtımı, yalnızca endeks olarak kullanılmakta, ifa alacaklısına dağıtılabılır kârdan¹⁰¹² bir menfaat sağlanmamaktadır. Bu anlamda hesaplanacak tutarda alacak, dağıtılabılır kârdan ödenmek yerine şirket malvarlığından ödenir.

Kârdan pay alma hakkı, genellikle¹⁰¹³ tahsis tarihi ile hak kazanma tarihi arasında yapılacak kâr dağıtımları ve dolayısıyla bu dağıtımlarda adi bir paya isabet edecek kâr payı alacağını esas almaktadır. Bu mali hakkın değeri, şirketin adi bir paya isabet eden

¹⁰⁰⁹ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm, I, A, 2, b, 2.

¹⁰¹⁰ Bu konuda bkz. **TORRENCE**, s. 55; **KONZ**, s. 321; **CARTANO**, s. 625. Anılan husus, sözleşmelerde veya planlarda da açıkça belirtilmektedir. Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “*Kâr payı eşdeğeri’, hak sahibinin gölge paylarının kâr payı dağıtım tarihi itibarıyla adi pay olması durumunda hak sahibinin elde edeceği kâr payı alacağına eşit olan tutarı ifade eder.*” **ACCO BRANDS CORP.**: Deferred Compensation Plan for Non-Employee Directors, 8-K (Current Report) EX-10.1, 06.12.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025);

¹⁰¹¹ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **GENERAL BINDING CORP.**: Phantom Stock and Deferred Compensation Plan, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.12.2004 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰¹² Bu konuda bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I, F, 2.

¹⁰¹³ Kârdan pay alma hakkının hesaplanacağı son tarihin ifa tarihi gibi farklı bir tarih olarak belirlendiği örneklere de rastlanmaktadır. Bu konuda bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, IV, E, 2, dn. 1023.

kâr payı alacağıının sahip olunan gölge pay sayısı ile çarpılması suretiyle hesaplanır¹⁰¹⁴.

Hesaplama şeklini somutlaştırmak adına şu sözleşme hükmü örnek gösterilebilir¹⁰¹⁵:

“Hak sahibi, şirket bünyesinde çalışmaya devam ederken ve madde 2(b) uyarınca gölge paylar üzerinde mali hak kazanılmış veya madde 2(d) uyarınca kaybedilmiş olmadan önce adi paylar için kâr payı dağıtımı yapılırsa (x) dağıtım tarihi itibarıyla sahip olunan gölge pay sayısı ile (y) kâr payı tutarının pay başına düşen miktarının çarpımı kadar bir nakit ödeme alır (‘Kâr Payı Tutarı’).”

Anılan sözleşme hükmü esas alındığında yüz adet adi paya sahip bir pay sahibinin 2023 yılı için hak kazandığı kâr payı ile yüz adet gölge paya sahip bir hak sahibinin 2023 yılı için hak kazandığı kârdan pay alma hakkı, bu payların (itibari) değerlerinin eşit olması ve pay sahibinin tüm pay ödemelerini yapması kaydıyla denk olacaktır.

Temelde yukarıda açıklanan hesaplama şekli korunsun da kârdan pay alma hakkı, farklı şekillerde düzenlenebilmektedir. Farklılaşan husus, ifa düzeni ile ilgilidir. Buna göre kârdan pay alma hakkı dört farklı şekilde düzenlenebilir. Bu hak, aşağıda açıklayacağımız ilk iki senaryoda payın değerini talep hakkına bağlanmakta ve onun kaderini paylaşmaktadır. Bu özelliği sebebiyle bağımlı kârdan pay alma hakkı (*tandem*

¹⁰¹⁴ Bu yönde bkz. **HAZEN/MARKHAM**, s. 272. Bu yönde örnek için birçokları yerine bkz. “Sözleşme tarihinden sonra paya kâr payı alacağı ödenmesi durumunda hak sahibi, pay başına ödenen kâr payı ile bu sözleşme kapsamında tahsis edilen gölge pay haklarına karşılık gelen pay sayısının çarpımına eşit nakdi ödeme alma hakkına sahip olur.” **TRIAD GUARANTY INC.**: Triad Guaranty Inc. Executive/Key Employee Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.41, 26.12.2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “ITW adi payları için kâr payı dağıtıldığında bu hakkın ödeme tarihi itibarıyla uygun görülen tüm yönetim kurulu üyelerine bir kârdan pay alma hakkı sağlanır. Bu yönetim kurulu üyesi için kârdan pay alma hakkı, ödeme tarihi itibarıyla yönetim kurulu üyesinin hesabına kaydedilmiş gölge pay sayısının ITW adi payı için ödenen kâr payı tutarı ile çarpılması suretiyle belirlenir.” **ILLINOIS TOOL WORKS INC.**: Phantom Stock Plan for Non-Officer Directors, 10-K (Annual Report) EX-10.(S), 31.12.2008 2006 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 12.03.2025).

¹⁰¹⁵ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SPARTANNASH CO.**: SpartanNash Company Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly report) EX-10.2, 05.10.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

dividend equivalent) olarak da anılır¹⁰¹⁶. Son iki senaryoda ise her iki mali hak türü de birbirinden bağımsız süreçlere tabi kılınmaktadır.

İlk senaryoda tahsis tarihi ile hak kazanma tarihi arasında dağıtılan kâr payı alacağı, pay sahiplerine yapılan dağıtım ile eşdeğer zamanda gölge pay sahibinin hesabına kaydedilmekte ve vadede payın değerini talep hakkı ile birlikte muaccel hale gelmektedir¹⁰¹⁷. Bu hususu somutlaştırmak adına şu örnekten yararlanılabilir¹⁰¹⁸:

“Kâr payı eşdeğerine ilişkin ödemeler, şirket tarafından hak sahibi adına açılan muhasebe hesabına adi paylar için kâr payı dağıtılıp ödendiği tarihten sonra ve kâr payı eşdeğerinin süresi dolmadan önce¹⁰¹⁹ olmak üzere olanaklı olan en kısa sürede kaydedilir. Hak sahibi, gölge paylar madde 7 uyarınca itfa edildiği sırada muhasebe hesabına kaydedilen kâr payı eşdeğerlerinin tamamını nakit ve defaten alma hakkına sahip olur.”

İkinci senaryoda ise bu tutar, yeni gölge paylara dönüştürülmekte ve bu yeni gölge paylar da mevcut gölge paylarla eşdeğer hak kazanma koşullarına tabi olarak nezdinde

¹⁰¹⁶ Bu konuda birkaç örnek için bkz. **DUKE ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 30.06.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **CYBERONICS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 25.01.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); **MYR GROUP INC.**: Phantom Stock and Tandem Dividend Equivalents Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.06.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰¹⁷ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Mali hak sözleşmesinde öngörülmesi kaydıyla gölge pay sahibi, adi paylara kâr payı dağıtılması hâlinde kâr payı eşdeğeri ödemesine hak kazanır. Bu ödemeler, tamamen komitenin takdirine bağlı olarak nakden veya söz konusu tutara karşılık gelen adil piyasa değerine sahip adi pay temin edilmek suretiyle yapılabilir. Birikmiş kâr payı eşdeğerleri, faiz işletilmeksizin gölge paylar için öngörülen hak kazanma tarihinde (veya mali hak sözleşmesinde belirtilen başka bir tarihte) hak sahibine ödenir. Ancak hak sahibi, gölge pay üzerinde mali hak kazanılmasına ilişkin hakkın kaybedilmesi durumunda kâr payı eşdeğeri ödemelerine ilişkin herhangi bir hak iddia edemez.” **TELLURIAN INVESTMENTS INC.**: Amended and Restated Tellurian Investments Inc. 2016 Omnibus Incentive Plan, 8-K (Current Report) EX-10.5, 31.02.2017 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰¹⁸ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SPECTRA ENERGY CORP.**: Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 31.03.2011 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰¹⁹ Bu sözleşmede kâr payı eşdeğerinin süresinin dolmasından ne anlaşılması gerektiği “...Kâr payı eşdeğeri, ilgili olduğu gölge paya dayalı mali hakların; (i) hak kazanılarak ödenmesi veya vadesinin ilgili yargı çevresindeki mevzuatın izin verdiği ölçüde ertelenmesi, (ii) kaybedilmesi veya (iii) süresinin dolması durumunda sona erer.” şeklinde açıklanmaktadır.

payın değerini talep hakkı doğurur şekle büründürölmektedir¹⁰²⁰. Bu konuda uygulamada tespit ettiğimiz şu sözleşme hükmünden yararlanılması, anılan hususu somutlaştırması bakımından uygun olacaktır¹⁰²¹:

“Hak sahibi, adi paylar için kâr payı dağıtılması halinde elinde bulundurduğu ve henüz üzerinde mali hak kazanılmamış her gölge pay için ‘kâr payı eşdeğerine’ hak kazanır. ‘Kâr payı eşdeğeri’, hak sahibinin üzerinde mali hak kazanılmamış gölge paya eşit sayıda adi pay sahibi olması hâlinde kazanacağı kâr payı alacağına eşittir. Kâr payı eşdeğerlerinin ilave gölge paylara dönüştüröldüğü kabul edilmekte olup bu paylar, kâr payı eşdeğerlerinin hesaplanmasında esas alınan gölge paylarla aynı tarihte mali hak sağlar ve itfa edilir. Elde edilen gölge pay sayısı, ödenen toplam kâr payı eşdeğeri tutarının adi payın ifa tarihindeki kapanış değerine bölünmesi suretiyle hesaplanır.”

Üçüncü senaryoda ara dönemde hesaplanan tutarda alacak hakkı, nakit ödeme veya pay temini şeklinde ifa edilmektedir. Diğer bir anlatımla, pay sahipleri gibi gölge pay sahipleri de kâr dağıtım işlemi ile eşdeğer zamanda nakit ödeme veya pay temin

¹⁰²⁰ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Şirket, adi paylara (‘Pay’) kâr payı dağıtıldığında hak sahibinin hesabına kâr payı eşdeğeri kaydeder. Şirket, hak sahibinin hesabına kaydedilmiş pay sayısı kadar pay için ödenecek kâr payı alacağını belirler ve bu tutarı ilave gölge paylara dönüştürerek hak sahibinin hesabına kaydeder.” **RADIAN GROUP INC.**: Form of Phantom Stock Grant Letter for Employees under the Radian Group Inc. Equity Compensation Plan, 8-K (Current Report) EX-10.6, 08.02.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰²¹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **IBERIABANK CO.**: Phantom Stock Award Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.1, 17.11.2008 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

etmektedir¹⁰²². Bir örnek vermek gerekirse uygulamada tespit ettiğimiz şu sözleşme hükmünden yararlanılabilir¹⁰²³:

“Hak sahibine kâr payı eşdeğeri ile ilgili ödemeler, adi pay özelinde tahsis tarihinde veya sonrasında ve kâr payı eşdeğerinin hesaplanacağı süre dolmadan önce kâr payı dağıtımı yapılması ve ödenmesini takiben olanaklı olan en kısa sürede nakit olarak gerçekleştirilir.”

Son senaryoda ise bu ara dönemde dağıtılan kâr payı alacağının kârdan pay alma hakkı yönünden karşılığının hesaplanmasında hak kazanma tarihindeki gölge pay sayısı ile değerlendirme tarihindeki gölge pay değeri dikkate alınmaktadır¹⁰²⁴. Bu konuda şu sözleşme hükmü örnek gösterilebilir¹⁰²⁵:

“Adi paylara tahsis tarihi ile nihai ifa tutarının ifa zamanı arasında kâr payı dağıtılması hâlinde hak sahibine koşullu olarak kâr payı eşdeğerleri ödenir. Hak

¹⁰²² Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Kâr payı eşdeğeri, komite tarafından belirlenmek üzere; kâr payı alacağının dağıtıldığı tarihteki veya kâr payı eşdeğerinin hak sahibine ödendiği tarihteki adil piyasa değeri üzerinden değerlendirilmek suretiyle nakit olarak ya da adi pay şeklinde ödenebilir. Kâr payı eşdeğeri, kâr payı alacağının dağıtım zamanını takiben olanaklı olan en kısa sürede hak sahibine ödenir.” **TRIAD HOSPITALS INC.:** Triad Hospitals, Inc. 1999 Long-Term Incentive Plan, 8-K (Current Report) EX-10.4, 03.02.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Hak sahibine gölge pay hesabına kaydedilen her bir gölge pay için kâr payı eşdeğeri ödenir. Aksi sözleşmede açıkça belirtilmedikçe kâr payı eşdeğerleri, adi pay sahiplerine ilgili kâr payı alacağının ödendiği tarihte ödenir; ancak ifa zamanı, tahsis tarihini izleyen yılın 15 Mart’ından sonra olamaz.” **TIDEWATER INC.:** Second Amended and Restated Tidewater Inc. Phantom Stock Plan, 8-K (Current Report) EX-10.3, 17.03.2015 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰²³ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **DUKE ENERGY CORP.:** Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 30.06.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰²⁴ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Kâr payı eşdeğerleri. Her değerlendirme tarihi itibarıyla hak sahibinin gölge pay hesabına aşağıdaki şekilde hesaplanan kâr payı eşdeğerleri kaydedilir: (i) hak sahibi, değerlendirme tarihi itibarıyla hesabında kayıtlı (aynı tarihte vadeli tazminatın kaydedilmesinden önceki) gölge paylara eşit sayıda adi paya sahip olsaydı o takvim çeyreği boyunca alacağı toplam kâr payı alacağının (ii) o değerlendirme tarihi itibarıyla adi bir payın adil piyasa değeri ile bölünmesi.” **MERCANTILE BANKSHARES CORP.:** Mercantile Bankshares Corporation Stock Retainer and Deferred Compensation Plan for Non-Employee Directors, 8-K (Current Report) EX-10.1, 10.05.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Tahsis tarihinden sonra ve gölge payın itfası, kaybı veya iptalinden önce (bu dönem, ‘Kâr Payı Tahakkuk Dönemi’ olarak anılır.) paylara kâr payı alacağı ödemesi yapılması halinde hak sahibi, gölge payların itfa edildiği tarihte bu süre boyunca ödenmiş olabilecek kâr payı tutarına (faizsiz olarak) eşit bir ödeme alma hakkına sahip olur (bu tür kâr payı eşdeğeri hakları, ‘Kâr Payı Eşdeğer Hakları’ veya ‘KEH’ olarak anılacaktır).” **WESTERN REFINING INC.:** 2016 Phantom Stock Award Agreement, S-8 (Registration Statement) EX-4.4, 23.06.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰²⁵ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **INSPIRITY INC.:** Award Notice and Agreement, 8-K (Current Report) EX-10.3, 01.04.2016 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

sahibi, nihai ifa tutarının ifası üzerine (i) tahsis tarihi ile nihai ifa tutarının ifa zamanı arasında bir gölge pay için kaydedilmiş toplam kâr payı eşdeğeri tutarının nihai ifa tutarı kapsamındaki toplam gölge pay sayısı ile çarpılması suretiyle elde edilen tutarın, (ii) adi payın ifa zamanından bir önceki işlem gününde geçerli olan adil piyasa değerine bölünmesiyle belirlenir ve çıkan sonuç bir üst tam sayıya yuvarlanmak suretiyle hesaplanacak sayıda ek adi pay teminine hak kazanır.”

V. İfa Zamanı

İfa zamanı, mali hakkın muaccel ve ifa kabiliyetine sahip olduğu tarih veya döneme karşılık gelmektedir¹⁰²⁶. Buna göre ifa zamanında ifa alacaklısı, mali hakkın ifasını talep edebilirken ifa borçlusu ise ifayı gerçekleştirme yükümlülüğü altındadır¹⁰²⁷. Bu aşamada ifa borçlusu, mali hakkı ifa etme yetkisine de sahiptir¹⁰²⁸. Dolayısıyla ifa zamanında mali hakların değerinin nakit olarak ödenmesi ve/veya bu değere karşılık gelen sayıda payın temin edilmesi gerekir. Bu tarih veya dönem, ifanın gerçekleştirilmemesi durumunda temerrüt halinin meydana geleceği anın tespiti bakımından önemlidir (TBK m. 117/2). Gölge pay sözleşmelerinde ifa zamanı; mali hakkın ve hak kazanma koşulunun türü ile tarafların iradesine bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir.

Taraflar, kendi ihtiyaçları doğrultusunda bir ifa zamanı, diğer bir anlatımla vade¹⁰²⁹ kararlaştırabilirler. Tarafların böyle bir belirleme yapmadığı durumlarda ise TBK

¹⁰²⁶ Bu yönde bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 684; **İNAN**, s. 456; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 800; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 52; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 332-333; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1074-1075.

¹⁰²⁷ Muacceliyetin bu yöndeki tanımı için bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 684; **İNAN**, s. 456; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 800; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 54; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 332; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1074; **NOMER**, s. 383.

¹⁰²⁸ İfa kabiliyetinin bu yöndeki tanımı için bkz. **TUNÇOMAĞ**, s. 684; **İNAN**, s. 456; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 800; **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU/HATEMİ/SEROZAN/ARPACI**, İfa Engelleri, s. 60; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1075. Alacaklının ifayı talep edebileceği an ile borçlunun ifa yetkisinin doğduğu an arasındaki farklar için ayrıca bkz. **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 1, s. 333-334; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1075.

¹⁰²⁹ Vade, borcun ifasını öteleyen ifa zamanını ifade eder. Bu tanım için bkz. **İNAN**, s. 457; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 801.

m. 90 uygulanır. Dolayısıyla mali haklar, doğumu anında muaccel olur (TBK m. 90). Bu anlamda mali hakkın doğduğu tarih, ifa zamanını ifade eder. Öyleyse gölge pay sözleşmelerinde mali hakların doğumu, kural olarak koşula bağlandığından¹⁰³⁰ vade kararlaştırılmayan sözleşmelerde bu koşulun gerçekleşmesi üzerine doğan mali haklar, aynı tarihte muaccel hale de gelir.

Hem payın değerini talep hakkı hem de kârdan pay alma hakkı içeren gölge pay sözleşmelerinde her iki hak türü için de farklı vadeler öngörülebilmektedir. Diğer bir anlatımla bu iki mali hak türünde birbirinden bağımsız vadeler belirlenebilmektedir. Bu konuda şu sözleşme hükmü örnek gösterilebilir¹⁰³¹:

“Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar, nitelikli fesih veya planlanan hak kazanma tarihinden erken olanı takip eden 14 gün içerisinde nakit olarak itfa edilir. Nakit tutar, bir payın duruma göre planlanan hak kazanma tarihi veya nitelikli fesih tarihindeki kapanış değeri ile üzerinde mali hak kazanılan gölge pay sayısının çarpılmasıyla belirlenir. Madde 2(c)(i) uyarınca ödenecek herhangi bir kâr payı, ilgili olduğu adi pay üzerinden ödenen kâr payı alacağı ile aynı zamanda ve aynı koşullara tabi olarak ve her halükârda kâr payı alacağı dağıtım tarihinden sonraki 14 gün içerisinde nakit olarak ödenir.”

Ancak uygulamada tespit edebildiğimiz kadarıyla genellikle bu iki mali hak türünün diğer koşulları gibi vadeleri de birbirine bağlanmaktadır¹⁰³². Bu konuyu somutlaştırmak adına şu örnek verilebilir¹⁰³³:

¹⁰³⁰ Bu koşullar hakkında bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I.

¹⁰³¹ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **SPARTANNASH CO.**: SpartanNash Company Phantom Stock Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 05.10.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰³² Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. *“Üzerinde mali hak kazanılan gölge payların değeri, yönetim kurulu üyesine her bir hak kazanma tarihini takiben on (10) gün içerisinde nakit olarak ödenir. Bununla birlikte eğer bu gölge paylar üzerinden herhangi bir kârdan pay alma hakkı tahakkuk etmişse bu hakların değeri de gölge payların değeriyle aynı zamanda ödenir.”* **BSB BANCORP INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.1, 30.09.2018 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰³³ Bu hükmün yer aldığı plan için bkz. **OMEGA FLEX INC.**: Omega Flex, Inc. 2006 Phantom Stock Plan, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.20, 30.09.2022 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

“Hak sahibinin kâr payı eşdeğeri hesabına kaydedilen tutarlara; temel alınan gölge paylar üzerinde mali hak kazanılması ile aynı anda hak kazanılır. Gölge paylar ortadan kalkar ve üzerinde mali hak kazanma hakkı kaybedilirse bu paylara atfedilen kâr payı eşdeğeri hesabına kaydedilen tutarlar da kaybedilir.

4.2. maddesinde aksi belirtilmedikçe kâr payı eşdeğeri hesabına kayıtlı tutar, hak kazanılmış olduğu ölçüde 4.1. maddesinde belirtilen üzerinde mali hak kazanılmış temel gölge payların itfası ile aynı anda ve nakit olarak hak sahibine ödenir.”

Gölge pay sözleşmelerinde vade, çoğunlukla hak kazanma tarihi veya bu tarihi takip eden belirli tarih veya dönem olarak belirlenmektedir¹⁰³⁴. Örneğin hak kazanma tarihini takip eden belirli bir dönemin vade olarak tespitine yönelik şu örnek verilebilir¹⁰³⁵:

“Dynergy’nin işçiye (b) maddesi uyarınca hak kazanılması planlanan tarihten itibaren en geç otuz (30) gün içerisinde gölge pay değerini nakit olarak ödemesiyle bu gölge pay sözleşme uyarınca itfa edilmiş sayılır.”

Bununla birlikte şu şekilde bir vade de öngörülebilmektedir¹⁰³⁶.

¹⁰³⁴ Bu konuda örnek için birçokları yerine bkz. “Her bir gölge pay, hak sahibine adi bir payın mali hakkın kazanıldığı ve mali hakkın kaybedilmesine ilişkin sebeplerin ortadan kalktığı tarihteki adil piyasa değerinin ödenmesi suretiyle (10. madde uyarınca uygulanabilecek herhangi bir kesintiye tabi olmak kaydıyla) itfa edilir.” **MARVEL ENTERTAINMENT INC.**: Performance-Based Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10, 30.09.2005 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025); “Üzerinde mali hak kazanılan gölge paylar ve kâr payı eşdeğerleri için yapılacak her nakit ödeme, bunlara hak kazanıldığı tarihi takip eden beş (5) iş gününden geç olmamak kaydıyla olanaklı olan en kısa sürede yapılır.” **CYBERONICS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.6, 25.01.2013 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Vadenin tahsis tarihinden itibaren hesaplanmasını öngören aksi yönde örnek için bkz. “Gölge pay, aşağıdaki hak kazanma planına uygun olarak tahsis tarihinden bir yıl sonra başlayan ve on yıl sonra sona eren bir süre boyunca (‘Menfaat Süresi’) nakde veya adi paya dönüştürülebilir.” **SANDERSON FARMS INC.**: Phantom Stock Agreement, 10-K (Annual Report) EX-10, 31.10.2002 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025). Vadenin değerlendirme tarihinden itibaren hesaplanmasını öngören aksi yönde örnek için bkz. “Şirket; hak sahibine 7, 9 ve 10.9. maddeleri saklı kalmak kaydıyla hak kazanılan performansla dayalı gölge pay menfaatlerinin değerine karşılık gelen bir nakit ödemeyi değerlendirme tarihinden itibaren olanaklı olan en kısa sürede ancak en geç 75 gün içerisinde (‘İfa Zamanı’) sağlar.” **PEAPACK-GLADSTONE FINANCIAL CORP.**: Performance Award Agreement for Phantom Stock Units, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.3, 30.09.2024 (<https://www.sec.gov/edgar/search>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰³⁵ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **DYNEGY INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.12, 30.09.2012 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰³⁶ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **IES HOLDINGS INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 31.03.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

“Sözleşmede aksi açıkça belirtilmedikçe ve hak sahibinin tahsis tarihinden ödeme olayına kadar şirket nezdinde kesintisiz olarak çalışmaya devam etmesi koşuluna tabi olarak üzerinde mali hak kazanılarak ödenebilir hale gelen gölge paylara ilişkin ödeme, aşağıda sayılan olaylardan ilk gerçekleşenin ardından 30 gün içerisinde yapılır: (i) planlanan hak kazanma tarihi, (ii) hak sahibinin ölümü sebebiyle hizmet süresinin sona ermesi, (iii) hak sahibinin maluliyeti sebebiyle hizmet süresinin sona ermesi, (iv) bir kontrol değişikliği üzerine şirket tarafından geçerli sebep olmaksızın veya hak sahibinin haklı sebeple feshi sebebiyle hizmet süresinin sona ermesi...”

Ancak bu örnekte de ölüm, hizmet süresinin maddede belirtildiği şekillerde sona ermesi gibi hallere sözleşmede hak kazanma koşulu olarak yer verildiğinden¹⁰³⁷ esasen hak kazanma tarihini takiben otuz günlük dönem vadeyi oluşturmaktadır.

Gölge pay sözleşmelerinde özellikle belirli bir sürenin tamamlanmasını öngören bir hükmün hukuken vade veya hak kazanma koşulundan hangisi olarak nitelendirilmesi gerekeceğinin tespiti de önemlidir. Zira bu hususa sözleşmede açıkça yer verilmeyebileceği gibi sözleşmedeki nitelendirme hatalı da olabilir. Özellikle hak kazanma koşulunun süreye bağlanması durumunda vade ile arasındaki sınırın belirsizlik kazanması olasıdır. Ancak buradaki ayrımı, sürenin ileride gerçekleşmesi belirsiz bir olayı içerip içermediği belirler. Öyle ki ileride gerçekleşmesi kesin bir olgunun varlığı halinde vade, belirsiz bir olgunun söz konusu olduğu durumlarda ise koşul gündeme gelir¹⁰³⁸. Buna göre asgari beş yıllık hizmet süresinin tamamlanmasını öngören bir gölge

¹⁰³⁷ Bkz. “Yukarıda belirtilenlere bakılmaksızın hak sahibi, hizmet süresinin; planlanan hak kazanma tarihinden önce (i) hak sahibinin ölümü, (ii) hak sahibinin maluliyeti, (iii) şirket tarafından geçerli sebep olmaksızın veya (iv) hak sahibi tarafından haklı sebeple sona erdirilmesi halinde madde 4 kapsamında geçerli hizmet koşulunun fiilen yerine getirilmesine bakılmaksızın gölge payların orantılı bir kısmı (aşağıdaki orantı formüllerine göre) üzerinde mali hak kazanır...” **IES HOLDINGS INC.**: Phantom Stock Unit Award Agreement, 10-Q (Quarterly Report) EX-10.2, 31.03.2019 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

¹⁰³⁸ Vade ile koşul arasındaki fark hakkında bkz. **İNAN**, s. 457; **PULAŞLI**, Şart, s. 70; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 328-329; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 522-523; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1317; **NOMER**, s. 550-551.

pay sözleşmesinde hizmetin beş yıl boyunca sürmesi yönündeki olgunun gerçekleşmesi belirsiz nitelik taşıdığından burada koşuldan bahsedilmesi gerekir. Tahsis tarihini takip eden iki yıllık sürenin tamamlanmasını öngören bir gölge pay sözleşmesinde ise bu sürenin tamamlanması belirsizlik taşımadığından ve kesin bir şekilde gerçekleşecek olduğundan burada vade söz konusudur. Benzer şekilde gölge pay sözleşmesinde gölge pay sahibinin ölümüne bir sonuç bağlanması halinde ölüm, mutlak bir olgu olduğundan vade söz konusu olacaktır¹⁰³⁹. Bununla birlikte şu örnekte olduğu gibi gölge pay sahibinin hizmet süresi içerisinde ölmesine bağlanan bir sonuç söz konusuysa koşuldan bahsedilmesi gerekir¹⁰⁴⁰:

“Şirket, yöneticinin şirketin aktif hizmetindeyken ölmesi halinde yöneticinin lehtarına sözleşme kapsamındaki diğer tüm menfaatlerin yerine madde 5.1’de açıklanan menfaati öder.”

Bu ayrım, uygulanacak mevzuat hükümlerinin tespiti ve söz konusu kavramlara bağlanan hukuki sonuçlar açısından önemlidir. Örneğin gölge pay sözleşmesindeki bir tarihin hukuken vade olarak nitelendirilmesi halinde bu tarih itibarıyla gölge pay sahibinin mali hakkın ifasını talep etme hakkı doğacaktır. Oysa bu tarihin koşul olarak nitelendirilmesi sonucunda anılan tarih, mali hakkın yalnızca doğumuna yol açacaktır.

¹⁰³⁹ Genel olarak ölüm olayına sonuç bağlanması halinde vadenin söz konusu olduğu yönünde bkz. **PULAŞLI**, Şart, s. 70; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 329; **FURRER/MULLER CHEN/ÇETİNER**, s. 71; **OĞUZMAN/ÖZ**, C. 2, s. 523; **EREN**, Genel Hükümler, s. 1317-1318.

¹⁰⁴⁰ Bu hükmün yer aldığı sözleşme için bkz. **CAPE SAVINGS BANK**: Form of Amended and Restated Phantom Restricted Stock Agreement, S-1/A (Registration Statement) EX-10.9, 08.11.2007 (<https://www.sec.gov/edgar/search/>, E.T. 21.04.2025).

SONUÇ

“Anonim Şirketlerde Gölge Pay (*Phantom Stock*) Sağlamak Suretiyle Pay Üzerindeki Mali Hakların Devri” başlıklı bu çalışmada girişim şirketlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte uygulama alanı genişleyen gölge pay sözleşmeleri, esas sermaye sistemini benimsemiş halka kapalı anonim şirketler özelinde çok boyutlu olarak incelenmiştir. Çalışma, üç ana bölüme ayrılmış ve her bölümde sözleşmenin farklı bir boyutu derinlikli olarak değerlendirilmiştir. Çalışma boyunca gölge pay sözleşmesinin mevcut şirketler hukuku kuralları içerisindeki yeri tespit edilmeye çalışılmış ve şirketler hukuku bağlamında bu sözleşmeden kaynaklanabilecek hukuki sorunlara çözümler aranmıştır. Çalışmanın ana konusunu oluşturmaya da borçlar hukuku perspektifinden incelemelere de yer verilerek çalışmanın kısmen disiplinler arası bir karakter kazanmasına özen gösterilmiştir.

İlk bölüm, gölge pay sözleşmesinin ana hatlarıyla tanıtılmasına ayrılmıştır. Bu kapsamda gölge pay sözleşmesinin hukuk düzenlerindeki yeri ve tarihçesi, tanımı, amaçları açıklanmış ve benzer hukuki sonucu doğuran araçlarla karşılaştırması ile terminolojik anlamda değerlendirmesi yapılmıştır. İlk bölüm özelinde ulaşılan sonuçlar ise şu şekilde özetlenebilir:

1. Türk hukukunda monografik çalışma ve yargı kararı eksikliği bulunmaktadır ve gölge pay sözleşmesi, ancak 1999 yılından itibaren akademik incelemelere konu olmuştur. Sözleşmenin kökenini teşkil eden ABD hukukunda ise gölge pay sözleşmesi -tespit edilebildiğimiz kadarıyla- 1958 yılından itibaren değerlendirme konusu teşkil etmeye başlamıştır. Dolayısıyla gölge pay sözleşmesine dair değerlendirmelerde sözleşmenin kökenini oluşturan ABD hukukundan yararlanılması zorunludur.
2. Gölge pay sözleşmesi, pay sahipliğinin ekonomik anlamda bir kopyası olarak nitelendirilmiştir. Öyle ki bu sözleşme; yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere veya işçilere kârdan pay alma hakkı ve/veya payın değerini talep hakkını içeren bir mali hak

sağlama yöntemidir. Diğer mali hak sağlama yöntemlerinden farklılaşan boyutu ise hakkın değerinin hesaplanmasında yatmaktadır. Buna göre gölge pay sözleşmelerinin özgün yönü, şirket paylarının bir kopyası olan gölge paylar vasıtasıyla ve şirket paylarına bir endeks işlevi tanınarak mali hakkın değerinin hesaplanmasıdır. Bu çerçevede Türk hukukundaki intifa senetleri, işçilere özel pay opsiyonu/opsiyon sözleşmesi, kazanç payı, pay üzerinde kurulan intifa hakkı, pay benzeri menkul kıymetlerle sınırlı bir karşılaştırma yapılarak bu fark somutlaştırılmıştır.

3. Sözleşmeye başvurulma amaçları farklı kategorilere ayrılarak incelenmiş ve gölge pay sözleşmesinin benzer hukuki sonucu doğuran araçlardan yararlanılmasındaki amaçlar için kullanılıp kullanılamayacağı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede gölge pay sözleşmesinden nitelikli iş gücünü elinde tutmak ve bu esnada maliyet unsurunu vadeye kadar ötelemek amacıyla yararlanılmaktadır. Gölge pay sahibinin herhangi bir ödeme yükümlülüğüne maruz kalmaması da sözleşmeye başvurulma amaçlarından birini teşkil etmektedir. Bununla birlikte gölge pay sözleşmesi, şirket paylarını endeks olarak kullandığından ve şirket ile payların değerindeki artış nispetinde gölge pay sahibinin elde edeceği mali hak değerinde de artış yaşandığından kişileri şirket başarısını artırmak konusunda teşvik edici bir araçtır. Bu sayede kişiler, şirket menfaati ile doğrudan bağ kurmakta ve bir anlamda şirket menfaati ile gölge pay sahibinin menfaati eşdeğer kılınmaktadır. Bu sözleşmeden intifa senedi ve tahvil ile sağlanan ekonomik amaçlar için de yararlanılabileceği sonucuna varılmıştır. Öyle ki sermayenin azaltılması halinde itfa edilen payların sahiplerinin çıkarlarını desteklemek, bir kısım pay sahibine getirilen ikincil yükümlülüklerin yarattığı çıkar farklılığını gidermek, şirket alacaklılarının alacaklarına karşılık şirketin borçlarını ödemek için gölge pay sözleşmesinden yararlanılabilir. Benzer şekilde finansman sağlamak için de gölge pay sözleşmesinden yararlanılmasına bir engel bulunmamaktadır. Nitekim her ne kadar tahvil ve intifa senedi devredilebilirlik

sebebiyle tercih edilebilir olsa da gölge pay sözleşmesinin esnek karakteri, bu amaçların gölge pay sözleşmesiyle sağlanması için öncelik sağlayabilir. Burada önemli olan ilgili amaçların gölge pay sözleşmesinin temel özelliklerini kökten değiştirerek bu aracın gölge pay sözleşmesi olarak nitelendirilmesine engel oluşturmamasıdır.

4. Gölge pay sözleşmesi ve ilgili kavramları ifade etmek için hem ABD hem de Türk hukukunda farklı terimler tercih edilmektedir. Ancak özellikle pay/hisse ile opsiyon ifadeleri, terim-kavram uyumsuzluğuna yol açmaktadır. Zira pay/hisse ifadesi; gölge pay sözleşmesinin bir pay türü yarattığı, korporatif düzende bir hak oluşturduğu yanlışlığına sebep olmaktadır. Opsiyon ifadesi ise gölge pay sahibine tek taraflı bir beyanda bulunarak sözleşmede değişiklik yapma veya başka bir sözleşme kurma yetkisi verildiği yanlışlığına yol açmaktadır. Bununla beraber gölge, hayali gibi terimlerin kullanılması ile sözleşmenin sağladığı hak konusunda muhataplarda olumsuz intiba da oluşturmaktadır. Özellikle hayalet pay terimi, Türk hukukunda farklı bir kavramı ifade etmek için de kullanıldığından kavram karmaşasını da beraberinde getirmektedir. Bu sorunlardan hareketle kanaatimizce gölge pay sözleşmesi yerine pay endeksli mali hak sözleşmesi ve gölge pay yerine ise pay endeksi terimlerinin kullanılması yerinde olacaktır. Bu çalışmada öğreti ve uygulama ile birliği bir ölçüde sağlamak amacıyla ilgili terimler kullanılmamıştır.

İkinci Bölüm, gölge pay sözleşmesinin temel yapısı ve kuruluşuna ayrılmıştır. Bu çerçevede gölge pay sözleşmesinin unsurları, özellikleri, tarafları, şekli ve dayanak yetkisi incelenmiştir. İkinci bölüm özelinde ulaşılan sonuçlar ise şu şekilde özetlenebilir:

1. Gölge pay sözleşmesi, gölge paya dayalı mali hak sağlama (olumlu unsur) ile menkul kıymet veya pay üzerinde hak sağlamamadan (olumsuz unsur) oluşan iki unsurdan oluşmaktadır. Bu sözleşme ile şirket paylarının kurgusal bir kopyasını oluşturan, bu kurgusal karakteri sebebiyle nakdi bir değere sahip olmayan ve devredilemeyen gölge

paylar sağlanmaktadır. Gölge paylar, adi payların değeri ve mali hakların hesaplanma yöntemi ile sınırlı olarak şirket paylarının bir kopyasıdır. Bu anlamda gölge pay, değerinin ve mali hakların hesaplanmasında pay farz edilmektedir. Bu mali haklar; payın değerini talep hakkı ile kârdan pay alma hakkından oluşmakta olup ancak birtakım hak kazanma koşullarının gerçekleştirilmesi kaydıyla ve gölge pay sahibinin başarılı hizmetlerinin karşılığı olarak kazanılmaktadır. Yapılan değerlendirmede mali hakların hukuken şarta bağlı alacak hakkı niteliğinde olduğu kanaatine varılmıştır. Gölge pay sözleşmesi, kural olarak menkul kıymet veya pay üzerinde hak sağlamamaktadır. Ancak istisnaen ifanın pay temini suretiyle yerine getirildiği örneklerle de rastlanmaktadır. İfa konusunun bu yönde oluşturulduğu örneklerde dahi mali hakkın değeri parasal olarak tespit edilmekte ve sonrasında dönüştürme işlemi yardımıyla pay sayısı belirlenmektedir. Dolayısıyla bu örnekleri de kapsayacak şekilde gölge pay sözleşmesinin doğrudan menkul kıymet veya pay üzerinde hak sağlamadığını ifade etmenin uygun olacağı değerlendirilmiştir.

2. Gölge pay sözleşmesi, esnek bir yapıya sahip olup tarafların sözleşmeyi diledikleri şekilde düzenleyebilmeleri olanaklıdır. Bununla birlikte gölge pay sözleşmeleri, hak kazanma dönemi içerdiğinden ve sözleşmenin işlevlerini gerçekleştirmesi kısa vadede olanaklı olmadığından genellikle birkaç yıla yayılan bir ilişki içermektedir. Dolayısıyla bu sözleşmeler, uzun vadeye bağlıdır. Sözleşmenin şirket ile üçüncü kişiler arasındaki ilişkileri düzenlediği ve bu sebeple korporatif bir etki doğurmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sözleşme, borçlar hukuku karakterli bir sözleşmedir. Bunun sonucu olarak da gölge pay sözleşmesinin esas sözleşmede yer alsa bile organ üyeleri, üçüncü kişiler ve pay sahipleri bakımından bağlayıcı olmadığı değerlendirilmiştir.
3. Gölge pay sözleşmesinin ifa aşamasında şirket malvarlığı üzerinden doğrudan etkili olması sebebiyle anonim şirketin temel ilkelerinden birini oluşturan malvarlığının korunması ilkesiyle sıkı bağlantı içerisinde olduğu sonucuna varılmıştır. Bu ilkenin

ihlalini engellemek amacıyla ise Enron Corp. olayı ile *Berkwitz v. Humphrey* kararı odak alınarak birtakım öneriler sunulmuştur. Buna göre gölge pay sahibinin elde edeceği azami pay sayısı ve nakdi ödeme miktarı sınırlanmalıdır. Bununla birlikte performans ile sağlanacak ödeme veya pay sayısı arasında makul bir denge oluşturulması gerekir. Bu dengenin oluşturulabilmesi için ifa tarihi açısından birleşme, bölünme gibi hak kazanma koşullarının gerçekleştiği tarihin üzerinden makul bir süre geçmesi öngörülmelidir. Benzer şekilde genel ekonomik krizler, sektör kısıtlamaları, sektör ürün veya hizmetlerine olağanüstü bir olay sonucunda talebin artması gibi hallerin de ifa tarihini öteleyecek haller olarak düzenlenmesi tercih edilmelidir. Şirket menfaatlerine de uygun olması koşuluyla ifa tarihinin iş görme sözleşmesinin sona erme tarihi veya sonrası bir tarih olarak belirlenmesi gölge pay sahibinin kısa vadeli sonuçlara odaklanmasını engelleyecektir. Kişilerin kendi ücretlerini belirlemesine yol açacak düzenlemelerden de kaçınılması gerekir. Bununla beraber pay sahipleri ile kamuoyunun gölge pay sözleşmesi üzerindeki denetim mekanizmaları geliştirilmelidir. Özellikle işçiler ve işçi sıfatını haiz yöneticiler açısından bu denetim mekanizmaları zayıftır. Dolayısıyla yapılacak bir kanun değişikliği ile TTK m. 516/2'de ve Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik m. 9'da düzenlenen yıllık faaliyet raporunun zorunlu asgari içeriğine yalnızca üst düzey yöneticilerin değil, tüm yöneticilerin dahil edilmesi yerinde olabilir. Nihayetinde ifa aşaması ile ilişkili süreçlerin bağımsız bir kurulca tespitini sağlamak adına bağımsız bir komitenin oluşturulması da objektifliği sağlayacaktır.

4. Gölge pay sahibi; yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve işçiler; gölge pay sağlayan ise şirket veya istisnaen pay sahiplerinden oluşmaktadır. Bu kişiler arasındaki ilişkinin hukuki niteliği değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme sonucunda hizmet görülen şirket ile gölge pay sahibi arasındaki ilişkide nakit ödeme şeklinde ifanın öngörüldüğü

hallerde sonuca katılmalı sözleşmenin varlığı tespit edilmiş ve fakat tarafların sıfatına göre hukuki niteliğin değiştiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu anlamda sonuca katılmalı hizmet sözleşmesi, vekalet sözleşmesi veya iş sözleşmesi gündeme gelebilir. İfanın pay temini şeklinde gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü hallerde ise bu sözleşmelerle birlikte pay devri açısından pay satış sözleşmesi veya sermaye artırımı açısından iştirak vaadi sözleşmesinin unsurlarını da içeren karma bir sözleşme gündeme gelecektir. Nihayetinde gölge pay sözleşmesinin pay sahipleri ya da hizmet görülen şirket dışındaki şirketler ile gölge pay sahibi arasında akdedilmesi ihtimalinde sözleşmenin hukuki niteliğinde bir değişiklik yaşanmayacağı sonucuna varılmıştır. Bu taraf değişikliği, yalnızca sözleşmeye üçüncü kişi yararına sözleşme karakteri verecektir.

5. Gölge pay sözleşmesinin geçerliliği, bir şekle tabi değildir.
6. Gölge pay sözleşmesinin akdedilmesi öncesinde bu konuda yetki sağlayan şirket içi birtakım işlemlerin tamamlanması gerekir. Buna göre kârdan pay alma hakkı, yalnızca kâr dağıtımının kurgusal bir kopyasını oluşturduğundan TTK m. 339/1-f uygulanmaz. Dolayısıyla esas sözleşmede gölge pay sözleşmesine ilişkin bir kayda yer verilmesi zorunlu değildir. Ancak esas sözleşmede ihtiyari olarak düzenleme yapılabilir. Bu düzenleme, TTK m. 340 hükmüne aykırı nitelik taşımayacaktır. Gölge pay sözleşmelerinde tanınacak mali haklar konusunda TTK m. 394 ve m. 408/2-b gereği yönetim kurulu üyeleri için genel kurulun, yöneticiler ve işçiler için ise TTK m. 374 ile m. 408/1 gereği yönetim kurulunun yetkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak yönetim kurulunun yöneticilerin ve işçilerin mali haklarına ilişkin karar verme yetkisini bu kişilerle eşit veya alt kademedede bulunan kişilere devretmeleri yerinde olmayacaktır. Bu devir, ilgili kişilerin kendi menfaatlerini gözetmesi sebebiyle malvarlığının korunması ilkesinin ihlaline yol açabilir.

Üçüncü Bölüm ise bu sözleşmenin içerdiği mali hakların ifasına ilişkin usul ve esasların detaylandırılmasına odaklanmıştır. Bu çerçevede ifa koşulları, ifanın tarafları, ifa konusu, ifa tutarı ile ifa zamanına değinilmiştir. Üçüncü Bölümde ulaşılan sonuçlar şu şekilde özetlenebilir:

1. Gölge pay sözleşmelerinde mali hakkın kazanılması; süre, performans, şirketin yapısal durumu, iş görme sözleşmesinin son bulma şekli veya kâr dağıtılması koşuluna bağlanabilmektedir. Bu koşulların gerçekleşmesi sonucunda mali hak doğmaktadır.
2. Mali hakkın ifası, tespit edebildiğimiz kadarıyla daima gölge pay sağlayan tarafından gerçekleştirilmektedir. Ancak TTK m. 379 ila m. 387 hükümlerinin kişi bakımından uygulama kapsamına dahil olmadığından pay sahiplerinin ifa borçlusu olmasının ifa sürecinde esnekliği sağlayacağı kanaatine varılmıştır. İfa alacaklısı ise gölge pay sahibi veya gölge pay sahibi tarafından belirlenen lehtar ya da gölge pay sahibinin mirasçılarından oluşmaktadır. Gölge pay sahibi dışındaki kişilerin ifa alacaklısı olması, sözleşmeye üçüncü kişi yararına sözleşme niteliği kazandırmaktadır.
3. Gölge pay sözleşmelerinde ifa konusu; nakdi ödeme, pay temini veya gölge pay temininden oluşabilmektedir. Pay temini, pay devri veya sermaye artırım yöntemiyle sağlanabilir. Ancak mali hakların ifasında tüm sermaye artırım türleri uygulanabilir değildir. Buna göre gölge pay sahibinin mutlaka pay sahibi olması koşulu bulunmadığından iç kaynaklardan sermaye artırımına başvurulması güçtür. Bununla birlikte gölge pay sahibi pay sahibi olsa dahi iç kaynaklardan sermaye artırımına tüm pay sahiplerinin katılması zorunlu olduğundan (TTK m. 462/3) her durumda bu artırım türü gölge pay sözleşmesinde ifayı sağlama kabiliyetinden yoksundur. Tespit edebildiğimiz kadarıyla gölge pay sahibine pay alım opsiyonu sağlanmadığından şarta bağlı sermaye artırım yönteminin uygulanması da beklenemez. Dolayısıyla taahhüt yoluyla sermaye artırımına başvurularak ifanın sağlanması, en uygun çözüm olacaktır.

4. İfanın şirketin mülkiyetindeki payların devri ile sağlanması ihtimalinde TTK m. 379 ila m. 387 hükümlerinde yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere ve işçilere mali hak sağlanmasına yönelik bir istisnaya yer verilmemiştir. Dolayısıyla bu hükümler gölge pay sözleşmesi bakımından da doğrudan uygulanacaktır. Ancak gölge pay sözleşmesinin uzun vadeye sahip olması karşısında TTK m. 385'te yalnızca anılan kişilere mali hak olarak pay sağlanması amacıyla sınırlı olarak elden çıkarma hükümlerinde bir istisnaya yer verilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Bu çerçevede asgari üç yıllık bir elden çıkarma süresinin ivazlı iktisap hallerinde de öngörülmesi yerinde olur. Zira aksi halde şirketin ifayı temin için payları mülkiyetinde tutması güçleşir.
5. Taahhüt yoluyla sermaye artırımına ilişkin birtakım ön koşullar gölge pay sözleşmesinin yapısına uygun değildir. Buna göre TTK m. 456/1'de mali hak sağlama yöntemleri açısından bir muafiyet tanınması uygun olabilir. Zira hüküm, şirketin ihtiyacı olan finansmanı ödenmeyen pay bedellerinden karşılaması olanaklı olmasına rağmen bu yola başvurmayarak sermaye artırım olanağının kötüye kullanılmasına engel oluşturmayı amaçlamaktadır. Oysa gölge pay sözleşmelerini de içeren mali hak sağlama yöntemlerinde sermaye artırımına başvurulma gerekçesi, şirkete finansman sağlamak değildir. Bu hükümle önlenmeye çalışılan kötüye kullanma, burada şirketin kendi mülkiyetinde olan payları elden çıkarmaksızın sermaye artırımına başvurması ihtimalinde gündeme gelmektedir. Dolayısıyla TTK m. 456'daki koşulun; pay temini öngören mali hak sağlama yöntemleri açısından şirketin mülkiyetinde olan payların bulunması halinde sermaye artırımına başvurulamayacağı yönünde bir pozitif düzenlemeye bağlanması daha uygun olurdu.
6. Gölge pay sözleşmelerinde genel anlamda taahhüt yoluyla sermaye artırımına ilişkin usuller uygulanacak olmasına rağmen bu sözleşmede ifayı sağlayabilmek adına - şirketin elinde kendi payı bulunmuyorsa- rüçhan hakkının kısıtlanması veya

gerektiğinde kaldırılması zorunludur. Zira aksi halde pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanması sebebiyle gölge pay sahibinin pay elde edememesi söz konusu olabilir. Bununla birlikte rüçhan hakkının kısıtlanması veya kaldırılması sebebiyle imtiyazlı pay sahiplerinin zarar görmesi olanaklıdır. Çünkü bu kısıtlama veya kaldırma kararı, paylarda sulanma yaratmakta ve imtiyazlı pay sahiplerinin elde edecekleri menfaati azaltabilmektedir. Dolayısıyla imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun onayı da ifa aşamasının tamamlanabilmesi açısından gerekli olabilir (TTK m. 454/1).

7. Gölge pay sözleşmesinde ifanın pay devri suretiyle yerine getirilmesi ihtimalide pay bedeli gölge pay sahibinin hizmetlerinden oluşabilmektedir. Ancak sermaye artırım usulünde en az payın itibari değerine eşit tutarda bir pay bedelinin ödenmesi zorunlu olup hizmet edimi, hukuken geçerli bir pay bedeli değildir (TTK m. 342/1, m. 347). Ancak pay bedeli ödenmesi, gölge pay sözleşmesinin ödüllendirme işlevini anlamsız kılabilir. Bunu engelleyebilmek adına şirketin pay bedelini kısmen veya tamamen karşılamak ya da payların gerçek değerinin altında bir pay bedeli belirlemek suretiyle pay bedelinde finansal destek sağlaması yoluna başvurulabilir. Ancak finansal destek verme yasağına yalnızca işçi sıfatını sahip yöneticiler ile diğer işçileri de içine alan çalışanlar açısından istisna getirildiğinden yönetim kurulu üyeleri ile Murahhas müdürler bu olanaktan yararlanamayacaktır (TTK m. 380/1). Muaccel olan mali hak alacağının sermaye olarak getirilmesi yöntemi de soruna çözüm oluşturacaktır (TTK m. 342/1). Takas yöntemi ise mali hak alacağının konusunu pay temininin oluşturması sebebiyle ancak pay bedeli olarak pay getirilmesi ihtimalinde gündeme gelebilir. Ancak bu durumda da tescilden önce muacceliyet koşulunun sağlanmaması (TBK m. 139), tescil sonrası ise tescille birlikte pay bedeli ödeme borcunun ifa edilmiş sayılması (TTK m. 128/4) karşısında uygulanma kabiliyeti yoktur.
8. Gölge pay sözleşmelerinde ifa tutarı, payın değerini talep hakkı bakımından gölge pay sayısı ile gölge pay değeri, kârdan pay alma hakkı bakımından ise bir adi paya isabet

eden kâr payı alacağı ile gölge pay sayısı üzerinden hesaplanmaktadır. Gölge pay değerinin belirlenmesinde şirket veya pay değeri referans alınabildiği gibi farklı bir değer referans alındığı hallere de rastlanmaktadır. Referans alınan değer tespitinde ise defter değeri, adil piyasa değeri veya formüle dayalı değer kullanılmaktadır. Bu değer veya gölge pay sayısı, şirket ve payda meydana gelen değişiklere uyarlanmaktadır.

9. Gölge pay sözleşmesinde vade kararlaştırılmamışsa hak kazanma koşullarının gerçekleştiği tarih, ifa zamanını teşkil eder.



KAYNAKÇA

ABBOTT, Christy L.: “The Shareholder Derivative Suit as a Response to Stock Option Backdating”, Saint Louis University Law Journal, C. 53, S. 2, 2009, s. 593-627.

ADELSTEIN, Harvey M.: “Deferred Compensation--The Phantom Stock Plan Materializes”, Case Western Reserve Law Review, C. 12, S. 1, 1960, s. 63-88.

ADES-LAURENT, Gala: “Disappearing Stock Options: The Evolution of Equity Pay”, Columbia Business Law Review, C. 2017, S. 1, 2017, s. 347-398.

ADIGÜZEL, Burak: “Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant”, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 3, 2010, s. 227-267. (Anılış Varant)

ADIGÜZEL, Burak: “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 18, S. 1, 2014, s. 1-48. (Anılış: Rüçhan Hakkı)

AGGARWAL, Rajesh: “Executive Compensation and Corporate Controversy”, Vermont Law Review, C. 27, S. 4, 2003, s. 849-870.

AKA, Beyza: “Nürnberg Eyalet Yüksek Mahkemesinin (Olg Nürnberg) 20.12.2013 Tarihli ve 12 U 49/13 Sayılı Kararı Işığında Rus Ruleti Klotlarının Geçerliliği ve Uygulanması”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. I, İstanbul 2023, s. 33-82.

AKBULAK, Sevinç/**AKBULAK**, Yavuz: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.

AKDAĞ GÜNEY, Necla: Anonim Şirketlerde Kuruluş, İstanbul 2014. (Anılış: Kuruluş)

AKDAĞ GÜNEY, Necla: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2016. (Anılış: Yönetim Kurulu)

AKDAĞ, G. Can: Girişim Şirketi (Start-Up), İstanbul 2023.

AKIN, Murat Yusuf/**CANKAT**, Rifat: “Limited Ortaklıklarda Opsiyon Haklarının Hukuki Niteliği”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 28, S. 2, 2022, s. 979-1002.

AKIN, Murat Yusuf: “Adi Şirket”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 31-109. (Anılış: Adi Şirket)

AKIN, Mustafa Şeref: “Çalışanlara Hisse Opsiyonu Planlamasının Sebepleri, Şartları ve İşleyişi”, Girişimcilik İnovasyon ve Pazarlama Araştırmaları Dergisi, C. 3, S. 6, 2019, s. 145-156. (Anılış: Hisse Opsiyonu)

AKKANAT, Halil: “Teslim Borcu Doğuran Bazı Sözleşmelerde (Satım, Eser) Nitelendirme Sorunu”, Prof. Dr. Türkân Rado’nun Anısına Armağan, İstanbul 2020, s. 1-18.

AKMAN, Selman: Hisse Bazlı Ödemelerin Türk Vergi Kanunları ve Muhasebe Standartlarına Göre İncelenmesi ve Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019.

AKSU, Raziye: Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, İstanbul 2022.

AKTAŞ, Betül: İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, İstanbul 2019.

ALDEN, Judith E./**AKRESH**, Murray S.: “Using Equity to Compensate Executives”, Executive Compensation, Washington 2002, s. 67-209.

ALDOGAN EKLUNG, Mehtap: Fairness of CEO Compensation: A Multi-Faceted and Multi-Cultural Framework to Structure Executive Pay, Cham 2019.

ALLEN, Everett T./**MELONE**, Joseph J./**ROSENBLOOM**, Jerry S./**MAHONEY**, Dennis F.: Retirement Plans: 401(k)s, IRAs, and Other Deferred Compensation Approaches, New York 2008.

ALP, Mustafa: “Olumsuz İşyeri Uygulaması ile Bir İkramiyenin Kaldırılması – Yargıtay Hukuk Genel Kurulu ve 22. Hukuk Dairesi- Kararlarının İncelenmesi”, Prof. Dr. Hakan

PEKCANITEZ'e Armağan, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 16, Özel Sayı, 2014, s. 3073-3091.

ALTAŞ, Soner: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketler Açıklamalı- İctihatlı- Örnekli, Ankara 2024.

ALTUNBAŞ SANCAK, Zahide/**JAFAROVA**, Sevinç: “Çalışanların Şirkete Ortak Edilmesi: Pay Opsiyon Planları”, 2021 (<https://fwww.guleryuz.av.tr/tr/news-publications/detail/calisanlarin-sirkete-ortak-edilmesi-pay-opsiyon-planlari>, E.T. 21.04.2025).

ANAWALT, Howard C./**ENAYATI**, Elizabeth: “Shaping Legal Advice to Meet the Development Demands of the Specific Inventive Environment”, Santa Clara Computer and High-Technology Law Journal, C. 7, S. 1, 1991, s. 31-94.

ANDERSON, Bentley J.: “Venture Capital and Securities Market Development in Malaysia: The Search for a Functioning Exit Mechanism”, Wisconsin International Law Journal, C. 12, S. 1, 1993-1994, s. 1-28.

ANSAY, Tuğrul: Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 1982.

ARAS, Çağlar Doğu: “Esas Sözleşme”, Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, Ankara 2023, s. 1469-1502.

ARICI, Mehmet Fatih: “Sermaye Şirketleri Hukukunda Vadeli Alacağın Sermaye Olarak Konulması Yasağı”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2015, C. 73, S. 1, 2015 s. 319-337.

ARICI, M. Fatih/**VEZİROĞLU**, Cem: Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı, İstanbul 2018.

ARIKAN, Habip: Gelir Paylaşımli İnşaat Sözleşmesi, İstanbul 2022.

ARKAN, Sabih: Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2024.

ARSLANLI, Halil: “Şirket Mukaveleleriyle Cemiyetler ve İki Tarafa Borç Yükleyen Akitler Arasındaki Ayrımlıklar ve Bunları Tefriye Yarayan Ölçüler”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. 11, S. 3–4, 1945, s. 128-144. (Anılış: Şirket Mukaveleleri)

ARSLANLI, Halil: Anonim Şirketler I: Umumi Hükümler, İstanbul 1960. (Anılış: Umumi Hükümler)

ARSLANLI, Halil: Anonim Şirketler II-III: Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, Ankara 1960. (Anılış: Organizasyon ve Tahviller)

ARSLANLI, Halil: Anonim Şirketler IV: Anonim Şirketin Hesapları V: Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi, Ankara 1961.

ASIMOW, Michael: “Section 1348: The Death of Mickey Mouse”, California Law Review, C. 58, S. 4, 1970, s. 801-872.

ASLAN, Yavuz Can: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020.

ATA POLAT, Özlem: “Dağıtık Defter Teknolojisine Dayalı Kıymetli Evrak Düzenlemeleri ve Bu Düzenlemelerin Menkul Kıymetlerin Kıymetli Evrak Niteliğine Etkisine İlişkin Bir Değerlendirme”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 39, S. 2, 2023, s. 323-365.

ATAMULU, İsmail/**ALBER**, Aydın Yüce: “Anonim Şirketin Sermaye Borcunun Ödenmesi İçin Pay Sahiplerine Hukuka Aykırı Olarak Finansal Destek Sağlaması”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 7, S. 2, 2021, s. 213-237.

ATASOY, Yasemin: Çalışanların Sermayeye Ortaklığı (Çalışanları Hisse Senedi Edindirme) Konusunda Şirketler ve Çalışanlar Üzerine Bir Uygulama ve Türkiye İçin Öneriler, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2009.

ATEŞ, Mustafa: “İstisna (Eser) Sözleşmesi Kapsamında Meydana Getirilen Eser Üzerindeki Fikrî Haklar”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 28, S. 1, 2012, s. 41-63.

AUST, A. Edward/**CHARETTE**, Lyse: The Employment Contract, Cowansville 1993.

- AUSTER**, Rolf: Personal Financial Planning, Chicago 1998.
- AUSTIN**, Donald V./**BIRES**, Steven A.: “Dissenters' Appraisals”, Banking Law Journal, C. 111, S. 4, 1994, s. 393-407.
- AYDIN**, Alihan: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008.
- AYDIN**, Alihan: “SerPK’ya Tâbi Olmayan Anonim Ortaklıklarda Sermayeye Eklenebilecek Fonlar Sermayeye Eklenmeksizin Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı Yapılamaması Üzerine Düşünceler”, BATİDER, C. 29, S. 4, 2013, s. 143-159.
- AYDOĞAN**, Gökhan: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul 2013.
- AYOĞLU**, Tolga: Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, İstanbul 2018.
- AYTAÇ**, Zühtü: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.
- AYTUĞAR**, Bilge: Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz, İstanbul 2019.
- BACHELDER**, Joseph E. III.: “Executive Compensation after the Tax Reform Act of 1969”, Taxes-The Tax Magazine, C. 48, S. 11, 1970, s. 652-675.
- BADAK**, Zehra: Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirkette Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, İstanbul 2018.
- BAHTİYAR**, Mehmet: Anonim Ortaklık Anasözleşmesi, İstanbul 2001. (Anılış: Anasözleşme)
- BAHTİYAR**, Mehmet: “Halka Kapalı Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Dışındaki Kişilere Kârdan Ödeme Yapılmasına İlişkin Bazı Sorunlar”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, İstanbul 2023, s. 253-271. (Anılış: Kârdan Ödeme)
- BAHTİYAR**, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul 2024. (Anılış: Ortaklıklar)
- BAKIR**, Ayhan: “Anonim Şirket Hukukunda Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması ve Kaldırılmasında Haklı Sebep Şartı”, HBV-HFD, C. 25, S. 4, 2021, s. 103-124.
- BALLARD**, Frederic L. Jr.: “Nonqualified Deferred Compensation: Elective Plans and Other Developments”, The Tax Lawyer, C. 25, S. 2, 1972, s. 299-316.

BARCLIFT, Z. Jill: “Fairness & Procedural Justice- Implications for Corporate Governance and Executive Compensation”, Rutgers Business Law Review, C. 9, S. 1, 2012, s. 40-80.

BARLAS, Nami: Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 2016.

BARRETT, Linda: “Unsharing the Wealth: Recent Economic Volatility has Greatly Impacted Executive Compensation”, Rutgers Law Review, C. 54, S. 1, 2001, s. 293-322.

BARTLETT, Joseph W.: Equity Finance, C. 1, New York 1995.

BAŞ, Kadir: Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirketlere Katılımı, İstanbul 2021.

BAŞTUĞ, İrfan: Şirketler Hukukunun Temel İlkeleri, İzmir 1974.

BAYCIK, Gaye: “Çalışanların İş Sağlığı ve Güvenliğine İlişkin Haklarında Yeni Düzenlemeler”, Ankara Barosu Dergisi, C. 3, 2013, s. 103-170.

BAYDAR, Hazal C./**İSLAMAGEÇ**, Sevi: “Türkiye’de Pay Opsiyon Planları ve Birleşme Devralmalara Etkileri”, 2023
(<https://www.mondaq.com/turkey/shareholders/1355558/t%C3%BCrkiyede-pay-opsiyon-planlar%C4%B1-ve-birle%C5%9Fme-devralmalara-etkileri>, E.T. 21.04.2025).

BEACH, Donald I./**OVENS**, Geo.(Edr.): Business and Securities Valuation, Ontario 1972.

BECKER, Benjamin M./**TILLMAN**, Fred: The Family Owned Business, Chicago 1978.

BEKTAŞ, İbrahim: Anonim Ortaklıklarda Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri.

BERZEK, Ayşe Nur: “Anonim Ortaklıkta Pay Üzerinde İntifa Hakkı Sahibinin Oy Hakkı ve Oy Hakkına Bağlı Diğer Haklar”, Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 1-4, 2002, s. 223-227.

BESNER, Gregory: “Restricted Stock: Regulations, Trends and Technologies”, Compensation & Benefits Review, C. 36, S. 1, 2004, s. 52-59.

BINNS, David/**STAUBUS**, Martin/**BERNSTEIN**, Ron: The Entrepreneur's Guide to Equity Compensation, La Jolla 2006.

BİLGE, Kerem: Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması, İstanbul 2017. (Anılış: Sözleşme)

BİLGE, Necip: Borçlar Hukuku Dersleri: Hususi Borç Münasebetleri, Ankara 1958. (Anılış: Borçlar)

BİLGİN, Yüksel: Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı ve Kâra Katılan Kişiler, Ankara 1982.

BİNGÖL, Muhammet Emin: “Girişim Anonim Şirketlerde Başvurulan SAFE ve Vesting Uygulamalarının TTK Bakımından İncelenmesi”, Prof. Dr. Tuğrul Ansay Anısına: Anonim Şirketler Hukukunun Gelecek On Yılı, İstanbul 2023, s. 27-47.

BİRSEL, Mahmut T.: “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Temsil Etmeyen Senetler”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 3, S. 4, 1966, s. 649-660. (Anılış: Senetler)

BİRSEL, Mahmut T.: Anonim Şirketler Hukukunda Kâr Kavramı, C. 1, İzmir 1973. (Anılış: Kâr Kavramı)

BLACHMAN, Gary D.: “Phantom Stock Plans: Are They Really That Spooky?”, Employee Benefit Plan Review, C. 78, S. 1, 2024, s. 13-15.

BLACKMAN, Irving L.: The Valuation of Privately-Held Businesses: State-of-the Art Techniques for Buyers, Sellers, and Their Advisors, Chicago 1986.

BLATTMACHR, Jonathan G.: Wealth Preservation and Protection for Closely-Held Business Owners (and Others), Washington 1993.

BODIE, Matthew T.: “Aligning Incentives with Equity: Employee Stock Options and Rule 10b-5”, Iowa Law Review, C. 88, S. 3, 2003, s. 539-600.

BOGUS, Carl T.: “Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy”, Buffalo Law Review, C. 41, S. 1, 1993, s. 1-84.

- BOSNA**, Berrin/**BAYCIK**, Gaye/**TOLU YILMAZ**, Hazal/**CİVAN**, Orhan Ersun: “Platform Çalışanlarını Yasal Güvenceye Kavuşturmak: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 1, 2021, s. 713-801.
- BOYD**, Thomas/**CORTESE-DANILE**, Teresa M.: “A Better Understanding of Earnings Per Share”, Commercial Lending Review, C. 16, S. 2, 2001, s. 58-62.
- BOZER**, Ali/ **GÖLE**, Celal: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 2024.
- BOZGEYİK**, Hayri: “Pay Sahibinin Hakları, Borç ve Yükümlülükleri”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 629-698.
- BOZKURT YAŞAR**, Sevgi: Anonim Şirketlerde İşadamı Kararı İlkesinin (Business Judgment Rule) Uygulanması, İstanbul 2015.
- BOZKURT**, Tamer: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması, İstanbul 2016.
- BRANSON**, Douglas M.: “Enron- When All Systems Fail: Creative Destruction or Roadmap to Corporate Governance Reform”, Villanova Law Review, C. 48, S. 4, 2003, s. 989-1022.
- BRAVENEC**, Lorence L./**SINGER**, S. R.: Federal Taxation for Organizations and Their Owners, Chicago 2013.
- BRENNAN**, Michael J.: Theory of Economic Statics, Englewood Cliffs 1965.
- BRISCOE**, Dennis/**SCHULER**, Randall/**TARIQUE**, Ibraiz: International Human Resource Management, New York 2012.
- BROWN**, Gregory K.: “Taking Stock”, Family Advocate, C. 32, S. 4, 2010, s. 31-35. (Anılış: Taking Stock)
- BROWN**, Gregory K.: “What the Matrimonial Lawyer Needs to Know about Non-ERISA Plans, Executive Compensation, and Other Related Plans”, Journal of the American Academy of Matrimonial Lawyers, C. 26, S. 2, 2014, s. 291-310.
- BROWN**, Leonard G.: “Compensation Planning for the Professional Athlete”, Southern University Law Review, C. 7, S. 2, 1980-1981, s. 235-254.

BRULE, J. Albert: “Estate Planning and the Executive”, *Estates and Trusts Quarterly*, C. 1, S. 1, 1973, s. 64-72.

BUCKWOLD, Bill/**KITUNEN**, Joan: *Canadian Income Taxation Planning and Decision Making*, Ontario 2016.

BUZ, Vedat: *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara 2005.

BYARS, Lloyd L./**RUE**, Leslie W.: *Human Resource Management*, New York 2011.

BYGRAVE, William D./**ZACHARAKIS**, Andrew: *Entrepreneurship*, New Jersey 2008.

CALVI, Niccolo: “Towards Shareholder Vote on Equity Issuances”, *American University, Business Law Review*, C. 10, S. 1, 2021, s. 1-78.

CANAN, Michael J./**MITCHELL**, William D.: *Employee Fringe and Welfare Benefit Plans*, Eagen 2005.

CANKAT, Rifat: “Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Kanuni İktisabına İlişkin Yapılan Tartışmalar”, *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, S. 1, 2016, s. 179-198.

CANÖZÜ, Salih: *Anonim Şirketlerde Kâr Payının Tespiti ve Dağıtılması*, Ankara 2016.

CARTANO, David J.: *Taxation of Compensation and Benefits*, Chicago 2010.

CARY, William L./**EISENBERG**, Melvin Aron: *Cases and Materials on Corporations*, Westbury 1995.

CASSON, Peter: *Company Share Options*, West Sussex 2000.

CELEP, Ece Elvan: “Gölge Pay Opsiyon Sözleşmeleri”, 19.02.2025 (<https://www.asylegal.com/tr/phantom-share-option-agreements/>, E.T. 21.04.2025).

CELEP, Faruk: *Anonim Şirketlerde Yöneticilerin Mali Hakları*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2011.

CENKÇİ, Esra: *Kayıtlı Sermaye Sistemi*, İstanbul 2015.

CENKÇİ, Esra: “Yargıtay Kararlarına Göre Halka Kapalı Şirketlerde Yönetim Kurulu Üyelerinin Ücretlerini Belirleyen Kriterler”, *Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları*

Sempozyumu (23 Aralık 2022): Bildiriler-Tartışmalar, Ankara 2023, s. 173-219. (Anılış: Ücret)

CENTEL, Tankut: İş Hukukunda Ücret, İstanbul 1988. (Anılış: Ücret)

CENTEL, Tankut: “İş Sağlığı ve Güvenliği Kanunu’nun Uygulama Alanı ve Kapsamı”, Prof. Dr. Nur Centel’e Armağan, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 19, S. 2, 2013, s. 79-84.

CHAI, Hua/**TIEMAN**, Alexander F./**HARRIS**, Jason: Beyond Debt: Net Worth Fiscal Anchors, IMF Working Paper, WP/24/137, 2024.

CHAMBERS, Nurgül: Firma Değerlemesi, İstanbul 2009.

CHASON, Eric D.: “Executive Compensation and Tax Neutrality: Taxing the Investment Component of Deferred Compensation”, Cardozo Law Review, C. 31, S. 5, 2010, s. 1677-1716.

CHEEKS, James: How to Compensate Executives, Homewood 1982.

CHEFFINS, Brian R./**THOMAS**, Randall S.: “Should Shareholders have a Greater Say over Executive Pay: Learning from the US Experience”, Journal of Corporate Law Studies, C. 1, S. 2, 2001, s. 277-316.

CHERRY, Miriam A./**WONG**, Jarrod: “Clawbacks: Prospective Contract Measures in an Era of Excessive Executive Compensation and Ponzi Schemes”, Minnesota Law Review, C. 94, 2009, s. 368-427.

CIBINIC, John Jr./**NASH**, Ralph C.: Cost-Reimbursement Contracting, Washington 1993.

CIOPPA, Paolo: “Executive Compensation: The Fallacy of Disclosure”, Global Jurist, C. 6, S. 3, 2006, s. 1-10.

CİVAN, Orhan Ersun/**YATAĞAN ÖZKAN**, Çiğdem: “İşçilere Yönelik Hisse Senedi Opsiyon Planlarının İş ve Sosyal Güvenlik Hukuku Açısından Değerlendirilmesi”, Sicil İş Hukuku Dergisi, S. 50, 2023, s. 89-115.

- CLARK**, Robert Charles: Corporate Law, Boston 1986.
- COFFEE**, John C. Jr.: “What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s”, Cornell Law Review, C. 89, 28.02.2004, s. 269-309.
- COHEN**, Jerome B./**ROBBINS**, Sidney M.: The Financial Manager, New York 1966.
- COHEN**, Tristen: “Curbing Executive Compensation: A New Tax Scheme”, Legislation & Policy Brief, C. 5, S. 2, 2013, s. 197-221.
- CONWAY**, Meredith R.: “Money for Nothing and the Stocks for Free: Taxing Executive Compensation”, Cornell Journal of Law and Public Policy, C. 17, S. 2, 2008, s. 383-430.
- COPEMAN**, George Henry: The Chief Executive and Business Growth: A Comparative Study in the United States, Britain and Germany, London 1971.
- CORNWALL**, Jeffrey R./**VANG**, David O./**HARTMAN**, Jean M.: Entrepreneurial Financial Management: An Applied Approach, New York 2016.
- COŞKUN BAYLAN**, Hazel/**ZEYTİNKAYA ÖZTÜRK**, Yağmur: “Start-Up Yatırımları: Sermaye İştirak Sözleşmeleri”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, İstanbul 2023, s. 407-417.
- CRUMRINE**, Rebecca L./**MILLER**, Rachel K.: “Equitable Division of Property in Georgia: What's Mine is Mine and What's Ours is Mine Too”, John Marshall Law Journal, C. 4, S. 1, 2011, s. 1-38.
- CRYSTAL**, Graef S.: Financial Motivation for Executives, New York 1970.
- ÇATAKOĞLU**, Buket: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Ankara 2016.
- ÇELİKBOYA**, Kerem: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, İstanbul 2021.
- ÇEVİK**, Orhan Nuri: Anonim Şirketler, Ankara 2002.
- ÇİLENTİ KONURALP**, Ayşen: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020.
- ÇOLGAR**, Emek Toraman: Şirkete Borçlanma Yasağı, İstanbul 2019.

ÇOPUROĞLU, Çağlar: Ücret ve Korunması, Ankara 2013.

DALTON, Michael A./**DALTON**, James F.: Retirement Planning and Employee Benefits, Los Angeles 2017.

DEFUSCO, Richard A./**ZORN**, Thomas S./**JOHNSON**, Robert R.: “The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making”, Financial Management, C. 20, S. 1, 1991, s. 36-43.

DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN, Nihan: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, İstanbul 2021.

DELANCEY, William J.: “A. P. B. Opinion No. 15 (Earnings Per Share) From a Lawyer's Standpoint”, Business Lawyer, C. 25, S. 2, 1970, s. 419-436.

DELİDUMAN, Seyithan: “Medeni Usul Hukukunda Senet ve Senetlerle Yazılı Şekil Arasındaki İlişki”, Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 4, S. 1-2, 2000, s. 413-435.

DEMİR, Koray: Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475), İstanbul 2020.

DEMİRKAN, Senem: Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999.

DENNIS ESCOFFIER, Shirley/**FORTIN**, Karen: Taxation for Decision Makers, Hoboken 2011.

DERDİMAN, Furkan: Adi Ortaklık Yapısındaki Değişiklikler, İstanbul 2022.

DOERNBERG, Richard L./**ABRAMS**, Howard E./**LEATHERMAN**, Don A.: Federal Income Taxation of Corporations and Partnerships, New York 2014.

DOĞAN, Beşir Fatih: “Yönetim Kurulunun Devredilemez Yetkileri ve Yönetim Yetkisinin Devri”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 18, S. 2, 2012, s. 609-640.

DOĞANAY, İsmail: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C. 1, İstanbul 2004. (Anılış: Şerh 1)

- DOĞANAY**, Ümit: Adi Şirket Akdi, İstanbul 1968. (Anılış: Adi Şirket)
- DOMANIÇ**, Hayri: Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 1975. (Anılış: Kıymetli Evrak)
- DOMANIÇ**, Hayri: “Tahvil Senetleri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 7, S. 2, 1973, s. 311-356. (Anılış: Tahvil Senetleri)
- DOMANIÇ**, Hayri: Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması: TTK Şerhi-II, İstanbul 1988. (Anılış: Şerh 2)
- DOMANIÇ**, Hayri: Anonim Şirketler, İstanbul 1988.
- DOMANIÇ**, Hayri: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C. I, İstanbul 1988. (Anılış: Şerh 1)
- DRAKE**, Dwight: Business Planning: Closely Held Enterprises, St. Paul 2011.
- DUNN**, J. D./**RACHEL**, Frank M.: Wage and Salary Administration: Total Compensation Systems, New York 1971.
- DURAL**, Mustafa/**ÖZ**, Turgut: Miras Hukuku, İstanbul 2024.
- EASTLAND**, S. Stacy: “Maximizing the Value of a Corporate Executive's Option and Deferred Compensation: Financial Engineering Meets Estate Planning”, Tax Management Compensation Planning Journal, C. 31, S. 12, 2003, s. 447-466.
- EISENBERG**, Melvin Aron: Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials, New York 2000.
- EKTİREN**, Murat: Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları Uygulamaları Çerçevesinde Türkiye’deki Yasal Mevzuatın İncelenmesi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2022.
- ELLIG**, Bruce R.: “Employee Stock Options: An Overview”, ACA Journal, C. 7, S. 1, 1998, s. 8-12.
- ELLIG**, Bruce R.: “Phantom Stock Executive Compensation Plans”, Compensation & Benefits Review: The Journal of Total Compensation Strategies, C. 46, S. 2, 2014, s. 89-95. (Anılış: Phantom Stock)

- ELLIG**, Bruce R.: Executive Compensation: A Total Pay Perspective, New York 1982.
(Anılış: Executive Compensation)
- ELSON**, Charles M.: “The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership”,
University of Cincinnati Law Review, C. 63, S. 2, 1995, s. 649-712.
- EMANUEL**, Steven L.: Corporations and Other Business Entities, New York 2013.
- EMİNOĞLU**, Cafer: “Anonim Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Arabuluculuğa
Elverişliliği ve Elverişliliğin Tespitinde Ölçüt Önerileri”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet
Hukuku Dergisi, C. 7, S. 2, 2021, s. 271-291.
- ERDAL**, Deniz İpek: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilere Sağlanan Mali
Hakların Belirlenmesinde Pay Sahiplerinin Karar Sürecine Katılmasının (Say on Pay)
Türk Hukukuna Uygulanabilirliği”, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6,
S. 2, 2020, s. 265-298.
- ERDEM**, Ercüment: “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, Dokuz Eylül
Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 3, S. 1-4, 1988, s. 701-739.
- ERDEM**, H. Ercüment: “Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Tahkime Elverişliliği”,
Tahkim Anlaşması, İstanbul 2020, s. 1-24. (Anılış: Şirketler)
- EREN**, Erkan: Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarma ve Ayrılma Akçesi, Ankara
2022. (Anılış: Limited)
- EREN**, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2024. (Anılış: Genel
Hükümler)
- EREN**, Fikret: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara 2024. (Anılış: Özel Hükümler)
- ERICSON**, Richard: “Advanced Topics in Business Unit Incentive Plan: Paying for
Value Creation at its Source”, Executive Compensation, San Diego 2004, s. 278-311.
- ERİMEZ**, Rüştü: Şirketlerde Kâr Dağıtımı, Yedek Akçeler ve Vergileme, İstanbul 1986.

ERTUĞRUL, Murat: “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C. 3, S. 2, 2008, s. 143-154.

ERYİĞİT, Harun: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020. (Anılış: Sermayenin Korunması İlkesi)

ERYİĞİT, Harun: Anonim Şirketlerin Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Yönetimi ve Sonuçları, İstanbul 2023. (Anılış: Sözleşme)

ESENER, Turhan: İş Hukuku, Ankara 1978.

ESİN, G. İsmail: Birleşme ve Devralmalar, İstanbul 2020.

ETZEL, Barbara J.: Webster's New World Finance and Investment Dictionary, Indianapolis 2003.

EYRENCİ, Öner/**TAŞKENT**, Savaş/**ULUCAN**, Devrim/**BASKAN**, Esra: İş Hukuku, İstanbul 2020.

FASSLER, Charles: “Tax and the Closely Held Corporation”, Wisconsin Law Review, C. 1969, S. 4, 1969, s. 1199-1229.

FATER, David H.: Essentials of Corporate and Capital Formation, New Jersey 2010.

FEDDERSEN, James A./**SCHWEITZER**, John M.: “Stock Compensation Plans”, Wisconsin Law Review, C. 1971, S. 3, 1971, s. 854-878.

FERBER, Kenneth S.: Corporation Law, New Jersey 2002.

FEYZİOĞLU, Feyzi Necmeddin: Borçlar Hukuku İkinci Kısım Akdin Muhtelif Nevileri (Özel Borç İlişkileri), C. 1, İstanbul 1980.

FISCHEL, Daniel R./**BRADLEY**, Michael: “Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis”, Cornell Law Review, C. 71, S. 2, 1985-1986, s. 261-298.

FISHMAN, Jay E./**PRATT**, Shannon P./**MORRISON**, William J: Standards of Value: Theory and Applications, Hoboken 2013.

- FISHNER**, Stanley: Costing for Negotiated Government Contracts, Vienna 1986.
- FOREMAN**, Ryan J.: “Employee Stock Options in Personal Bankruptcy: Assets or Earnings”, University of Chicago Law Review, C. 72, S. 4, 2005, s. 1367-1412.
- FRENCH**, Derek: Dictionary of Payroll Terms, London 1992.
- FRIED**, Gil/**MILLER**, Lori: Employment Law, North Carolina 1998.
- FRIED**, Jesse M.: “Option Backdating and its Implications”, Washington and Lee Law Review, C. 65, S. 3, 2008, s. 853-888.
- FRISCH**, Robert A.: ESOP: The Ultimate Instrument in Succession Planning, New York 2001.
- FROSS**, Roger R.: “Estate Tax Valuation Based on Book Value Buy-Sell Agreements”, Tax Lawyer, C. 49, S. 2, 1996, s. 319-340.
- FURRER**, Andreas/**MULLER-CHEN**, Markus/**ÇETİNER**, Bilgehan: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2022.
- GALE**, David: “The Law of Supply and Demand”, Mathematica Scandinavica, S. 3, S. 1, 1955, s. 155-169.
- GANOR**, Mira: “The Power to Issue Stock”, Wake Forest Law Review, C. 46, S. 4, 2011, s. 701-744.
- GARNER**, Brian A.: Black Law Dictionary, St. Paul 2015.
- GOGGANS**, Travis P./**BENESH**, Bruce K.: “Pre-Mortem and Post-Mortem Valuation Techniques for Closely Held Stock Relative to Estate Tax Reporting-An Application”, Taxes- The Tax Magazine, C. 62, S. 2, 1984, s. 99-108.
- GOLDBERG**, Steven S.: Pension Plans and Executive Compensation, New York City 1974.
- GOMEZ-MEIJA**, Luis R./**WENBOURNE**, Theresa M.: “Strategic Design of Executive Compensation”, Compensation and Benefits, Washington 1989, s. 3-216-3-269.

GOODMAN, Randolph M./**STONE** Laura E.: “Exempt Compensation Arrangements under ERISA”, Catholic University Law Review, C. 28, S. 3, 1978-1979, s. 445-468.

GORDON, Emanuel L.: “What Is Fair Market Value”, Tax Law Review, C. 8, S. 1, 1952, s. 35-62. (Anılış: Value)

GORDON, M. J.: “Dividends, Earnings, and Stock Prices. The Review of Economics and Statistics”, The Review of Economics and Statistics, C. 41, S. 2, 1959, 99–105.

GÖKÇE, Görkem/**SERTBAŞ**, Nazlı Nehir: “Gölge Pay Opsiyonları”, 13.03.2024 (<https://turkishlawblog.com/insights/detail/golge-pay-opsiyonlari#:~:text=%5B1%5D%20G%C3%B6lge%20pay%20veya%20hayalet,bir%20menfaate%20hak%20kazanm%C4%B1%C5%9F%20olmaktad%C4%B1r.,> E.T. 21.04.2025).

GÖLE, Celal: Anonim Ortaklıklar Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt, Ankara 1976.

GÖRMEZ, Onur: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Rüçhan Hakkının Kısıtlanması, İstanbul 2017.

GREEN, Lori: Best Practices in Recruitment and Retention, Waterford 1998.

GROSSMAN, Steven D./**KILPATRICK**, Bob G./**MISTER**, William G.: “A Comparative Analysis of Stock-Based Incentives for Executives”, Tax Executive, C. 37, S. 3, 1985, s. 257-265.

GULBRANDSEN, Carl E.: “Bayh-Dole: Wisconsin Roots and Inspired Public Policy”, Wisconsin Law Review, C. 2007, S. 6, 2007, s. 1149-1164.

GUPTA, Ajay: “Tracking Stranded Costs”, Energy Law Journal, C. 21, S. 1, 2000, s. 113-158.

GÜNAY, Ece Deniz: Sermaye Piyasası Hukuku'nda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi, İstanbul 2018. (Anılış: Sermaye Piyasası)

GÜNAY, Yavuz Selim: Hukuki Yönleriyle Girişimciliğin Finansmanı ve Girişim Sermayesi (Venture Capital), İstanbul 2024. (Anılış: Girişim Şirketlerinin Finansmanı)

GÜNDOĞDU, Görkem/**KAPLAN**, Hasan: “Anonim Ortaklık ile İşçileri Arasındaki İlişkide Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Durumu”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. 65, S. 2, 2007, s. 253-271.

GÜRBÜZ USLUEL, Aslı E.: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı, Ankara 2016. (Anılış: Kâr Payı)

GÜRBÜZ USLUEL, Aslı Elif: “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Hükümleri Bakımından Yönetim Kurulu Üyelerine Tanınan Mali Haklar”, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, Özel Sayı, 2022, s. 200-217. (Anılış: Mali Haklar)

GÜREL, Murat: “Şirket Birleşmelerinde Finansal Destek Verme Yasağına İlişkin TTK 380.1 Uygulanabilir Mi?”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 29, S. 4, 2013, s. 187-211.

GÜREL, Murat: Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı, Ankara 2014. (Anılış: Finansal Destek)

HACIMAHMUTOĞLU, Sibel: AT ve Türk Hukukunda Anonim Ortaklığın Karar Alma Sürecinde Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, Ankara 2008.

HAMILTON, Robert W.: Corporations, St. Paul 1992. (Anılış: Corporations)

HAMILTON, Robert W.: Cases and Materials on Corporations, St. Paul 1998. (Anılış: Cases)

HANCOCK, William A.: “The Non-Qualified Stock Option Plan and the Shadow Stock Plan”, Business Lawyer, C. 24, S. 4, 1969, s. 1245-1262.

HARGROVE, Jamie/**MADDEN**, Roger: Estate Planning and the End of Inefficient Lawyers, Louisville 2015.

HATEMİ, Hüseyin/**SEROZAN**, Rona/**ARPACI**, Abdülkadir: Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992.

HAVIGHURST, Clark C.: “The Continuing Inutility of Employee Stock Options in Closely Held Businesses”, University of Florida Law Review, C. 18, S. 2, 1965, s. 251-269.

HAZEN, Thomas Lee/**MARKHAM**, Jerry W.: Corporations and Other Business Enterprises: Cases and Materials, St. Paul 2009.

HAZIROĞLU, Elif Cemre: Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Ortaklıklarda Kurucu Menfaatleri, Ankara 2018.

HELVACI, Mehmet: “Yönetim Kurulunun Anonim Şirketi İdare ve Temsili, Özellikle Devredilemez Görev ve Yetkileri”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 9, S. 117-118, 2014, s. 119-132.

HENDERSON, Richard I.: Compensation Management: Rewarding Performance, New Jersey 1994.

HERMAN, Edward S.: Corporate Control, Corporate Power, Cambridge 1981.

HIGGINS, Danielle Angott: “Regulation S-K Item 402(S): Regulating Compensation Incentive-Based Risk through Mandatory Disclosure”, Case Western Reserve Law Review, C. 61, S. 3, 2011, s. 1049-1080.

HILL, Charles W. L./**SNELL**, Scott A.: “Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity”, The Academy of Management Journal, C. 32, S. 1, 1989, s. 25-46.

HIZIR, Serdar: “Anonim Şirkette Pay Sahibinin Şirkete Borçlanma Yasağını Düzenleyen TTK m. 358 Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 29, S. 2, 2013, s. 227-289. (Anılış: Borçlanma Yasağı)

HIZIR, Serdar: Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi, İstanbul 2019.

İBRAHİM, Darian M.: “Should Angel-Backed Start-Ups Reject Venture Capital”, Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law, C. 2, S. 2, 2013, s. 251-270.

İMREGÜN, Oğuz: Anonim Ortaklıklar, İstanbul 1989. (Anılış: Anonim Ortaklıklar)

İMREGÜN, Oğuz: Kara Ticareti Hukuku Dersleri, İstanbul 2005. (Anılış: Kara Ticaret Hukuku)

İNAL, Emrehan: Sonuca Katılmalı Sözleşme Kavramı ve Gelir Paylaşımı İnşaat Sözleşmesi, İstanbul 2011.

İNAN, Ali Naim/**ERTAŞ**, Şeref/**ALBAŞ**, Hakan: Miras Hukuku, Ankara 2024.

İNAN, Ali Naim: Borçlar Hukuku Genel Hükümler Ders Kitabı, Ankara 1984.

İZVEREN, Adil: İş Hukuku (I, II, III), Ankara 1974.

JAENICKE, Henry R.: “Accounting for Restricted Stock Plans and Deferred Stock Plans”, The Accounting Review, C. 45, S. 1, 1970, s. 115-128.

JAMISON, Robert W.: S Corporation Taxation, Chicago 2007.

JOHNSON, Calvin H.: “Stock Compensation: The Most Expensive Way to Pay Future Cash”, Southern Methodist University Law Review, C. 52, S. 2, 1999, s. 423-454. (Anılış: Stock Compensation)

JOHNSON, Calvin H.: “The Disloyalty of Stock and Stock Option Compensation”, Connecticut Insurance Law Journal, C. 11, S. 1, 2004-2005, s. 133-168.

JOHNSON, Claude E./**LIFESHEY**, Deborah: “Employment Agreements”, Executive Compensation, San Diego 2004, s. 312-382.

JOHNSON, Eric L.: “Waste Not, Want Not: An Analysis of Stock Option Plans, Executive Compensation, and the Proper Standard of Waste”, Journal of Corporation Law, C. 26, S. 1, 2000, s. 145-176.

JOINT COMMITTEE ON TAXATION: Report of Investigation of Enron Corporation and Related Entities Regarding Federal Tax and Compensation Issues, and Policy Recommendations, JCS-3-03, 2003.

JONES, Jane Jeffries/**COATES**, Vivian L./**LOWDER**, Janet D.: “Design Issues Related to Equity Compensation Plans”, Benefits Law Journal, C. 32, S. 3, 2019, s. 25-46.

JONES, Sally M./RHOADES CATANACH, Shelley C.: Principles of Taxation: Advanced Strategies, New York 2004.

KABAKCI, Mahmut: “İş Hukuku Uygulamasında Hedef Sözleşmeleri”, İş Hukukunda Genç Yaklaşımlar II, İstanbul 2016, s. 211-232.

KAHLESSENANE, Soheyb/SHAMSUDDIN, Jauriyah/MINAI, Mohd Sobri: “Start-ups in the Era of Digital Revolution: Factors that Shape the Intention to Launch a New One”, Journal of International Business Economics and Entrepreneurship, C. 8, S. 1, 2023, s. 88-98.

KAHRAMAN, Deniz: “Dünyada Şirket Çalışanlarını Temsil Uygulamaları”, Gösterge, Yaz 2022, s. 31-46.

KANUNGO, Rabindra N./MENDONCA, Manuel: Compensation: Effective Reward Management, Toronto 1997.

KARAKÖSE, Osman: Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Hakları, Ankara 2023.

KARAN, Hakan: “Deniz Ticareti Şirketleri Arasında Kurulan Gizli Adi Şirketlerde Görünen Ortak Perdesinin Kaldırılması”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (12 Haziran 2009): Bildiriler-Tartışmalar, Ankara 2009, s. 121-153.

KARASU, Rauf: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, S. 1, 2008, s. 127-147. (Anılış: Nama Yazılı)

KARASU, Rauf: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 18, S. 2, 2012, s. 311-331.

KARASU, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Ankara 2015. (Anılış: Emredici Hükümler)

KARAYALÇIN, Yaşar: Ticaret Hukuku, II. Şirketler Hukuku, A. Giriş – Adî Şirket – Ticaret Şirketleri (Kollektif – Komandit – Limited – Kooperatif Şirketler), Ankara 1973. (Anılış: Ticaret Hukuku)

KARAYALÇIN, Yaşar: Muhasebe Hukuku, Ankara 1988. (Anılış: Muhasebe Hukuku)

KARAYALÇIN, Yaşar: “İsviçre Borçlar Kanunu’nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 17, S. 1, 1993, s. 5-48. (Anılış: Değişiklikler)

KARL, Marx: Capital: A Critique of Political Economy, C. 1, (çev. **MOORE**, Samuel/**AVELING**), Moscow 1954.

KARSLIOĞLU, Hasan: “Anonim Şirketlerde Kâr Payının Hesaplanması ve Dağıtım İlkeleri”, Ankara Barosu Dergisi, C. 77, S. 3, 2019, s. 181-227.

KAŞAK, Esra: Anonim Şirketlerde Genel Kurul ile Yönetim Kurulu Arasındaki Yetki Dağılımına İlişkin Temel Esaslar, İstanbul 2019.

KAŞARCIOĞLU, Demet: “Birleşme ve Devralma Uyuşmazlıklarında Tahkim”, Tahkim Yargılaması Birinci Bölüm- Tahkim Okulu Paneller Serisi Cilt- 2, İstanbul 2021, s. 103-127.

KAŞKA, Rüştü Mert/**YILDIRIM**, Günaydın İdil: “Birleşme Amaçlı Ortaklıklarda Yatırımcının Korunması”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, İstanbul 2023, s. 1447-1478.

KAY, Ira T.: Value at the Top: Solutions to the Executive Compensation Crisis, New York 1992. (Anılış: Executive Compensation)

KAY, Ira T.: CEO Pay and Shareholder Value: Helping the U.S. Win the Global Economic War, Florida 1997. (Anılış: CEO Pay)

KAYA, Arslan: “Sermaye Şirketlerinin Bölünmesi ve Hisse Değişimi Konularında 4684 Sayılı Kanunla Getirilen Düzenleme ile Oluşan Hukuki Durumun Değerlendirilmesi”, Banka- Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi, C. 38, S. 10, 2001, Sayı 10, s. 52-61.

KAYA, Mustafa İsmail: Şartlı Sermaye Artırımı, Ankara 2009.

KAYIK AYDINALP, Aslıhan: “İş Hukukunda Prim”, Türkiye Adalet Akademisi Dergisi, C. 9, S. 36, 2018, s. 53-72.

KAYIKLIK, Abdurrahman: “Şirketler Hukuku İhtilaflarında Çok Taraflı Tahkim ve Bu İhtilaflar İçin Tamamlayıcı Tahkim Kuralları Önerisi”, Tahkim Yargılaması İkinci Bölüm Tahkim Okulu Paneller Serisi Cilt-3, İstanbul 2023, s. 225-260.

KELLOUGH, Howard J./**MCQUILLAN**, Peter. E.: Taxation of Private Corporations and Their Shareholders, Toronto 1992.

KENDİGELEN, Abuzer/**KIRCA**, İsmail: Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2024.

KENDİGELEN, Abuzer: Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994. (Anılış: Pay Üzerinde İntifa Hakkı)

KENDİGELEN, Abuzer: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında İntifa Senetleri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 25, S. 2, 2009, s. 57-72. (Anılış: İntifa Senetleri)

KENDİGELEN, Abuzer: Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, İstanbul 2016. (Anılış: İlk Tespitler)

KENNEDY, Kathryn J.: “The Use of Federal Law to Curb Excessive Executive Compensation: Lessons in Past Failures and Lessons for the Future”, Villanova Law Review, C. 57, S. 3, 2012, s. 551-570.

KESKİN, Harun: “Anonim Şirket Genel Kurulu ile Yönetim Kurulu Arasındaki İlişkinin Tarihsel Süreçte Geçirdiği Değişim ve Organların Yetkilerine Genel Bir Bakış”, BATİDER, C. 34, S. 3, 2018, s. 241-274.

KESKİN, Harun: Hâkim Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı (Squeeze-out), İstanbul 2022. (Anılış: Çıkarma)

KILIÇOĞLU, Ahmet M.: “Eser Sahibinin Mali Haklarına İlişkin Hukuksal İşlemler”, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul 2019, s. 711-740.

KILROY, W. Terrence/**TACK**, James D.: “Recent Developments in Employee Stock Ownership Plans”, Washburn Law Journal, C. 16, S. 3, 1977, s. 709-737.

KINDREGAN, Charles P. Jr./**KINDREGAN**, Patricia A.: “Unexercised Stock Options and Marital Dissolution”, Suffolk University Law Review, C. 34, S. 2, 2001, s. 227-240.

KIRCA, İsmail/**GÜREL**, Murat: “Sermaye Kaybı veya Borca Batıklık Halinde Birleşmeye Katılma”, Prof. Dr. Hikmet Sami Türk’e Armağan, Ankara 2017, s. 463-496.

KIRCA, İsmail/**ŞEHİRALİ ÇELİK**, Feyzan/**MANAVGAT**, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku: Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, C. 1, Ankara 2013. (Anılış: Temel Kavramlar)

KIRCA, İsmail/**ŞEHİRALİ ÇELİK**, Feyzan/**MANAVGAT**, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku: Genel Kurul, C. 2/1, Ankara 2024. (Anılış: Genel Kurul)

KIRCA, İsmail: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000.

KIRCA, İsmail: “Bağlı Nama Yazılı Payların TTK m. 418 f. 4’de Yazılı Sebeplerle Kazanılmasında Yönetim Kurulu Üyeleri ile Pay Sahiplerine Tanınan Gerçek Değerden Satın Alma Hakkı”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (15 Aralık 2006): Bildiriler-Tartışmalar, Ankara 2007, s. 7-40.

KIRCA, İsmail: “Aile Şirketleri ve Aile Anayasası”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019, s. 741-751.

KIRCA, İsmail: “Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler ile Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur?”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 36, S. 1, 2020, s. 5-28. (Anılış: Gerçek Değer)

KIRCA, İsmail: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2022. (Anılış: Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü)

KIRKALDY, Adam W.: Wealth, Its Production and Distribution, London 1920.

KLINGAMAN, David C.: Principles of Macroeconomics, Belmont 1976.

KNODELL, Margaret Gray: “Employee Compensation Plans: The Need for Stricter Regulation”, St. Mary's Law Journal, C. 6, S. 1, 1974, s. 192-205.

KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, Necip/**HATEMİ**, Hüseyin/**SEROZAN**, Rona/**ARPACI**, Abdülkadir: Borçlar Hukuku Genel Bölüm: İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme, C. 3, İstanbul 2016. (Anılış: İfa Engelleri)

KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, Necip/**HATEMİ**, Hüseyin/**SEROZAN**, Rona/**ARPACI**, Abdülkadir: Borçlar Hukuku Genel Bölüm: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme, İstanbul 2017.

KONZ, Gerald K.: “Phantom Stock Compensation Plans”, Taxes- The Tax Magazine, C. 56, S. 6, 1978, s. 320-325.

KORKMAZ, Ekin: “Türk-İsviçre Hukukunda Akdin Zayıf Tarafını Korumayı Amaçlayan Kategorik Bir Düzenleme Örneği Olarak ‘Kira Sözleşmesi ile Bağlantılı İşlem Yasağı’ -Değerlendirme ve Eleştiriler-”, Bilkent Üniversitesi Genç Hukukçu Araştırmacılar Sempozyumu (11-12 Ekim 2019), İstanbul 2020, s. 127-171. (Anılış: Bağlantılı İşlem)

KORKMAZ, Gülce: “Yapısal Değişiklik Hükümlerinin İhlaline Karşı Öngörülen Özel İptal Davası (TTK m. 192)”, Prof. Dr. Zühtü Aytaç'a Armağan, İstanbul 2024, s. 1759-1804.

KORKUSUZ, M. Refik/**EKMEKÇİ**, Ömer: Turkish Individual Labour Law, İstanbul 2020.

KORNFIELD, Irving J.: “Corporations: Employee Stock Option Plans. Insuring That the Corporation will Receive the Contemplated Benefits”, California Law Review, C. 49, S. 2, 1961, s. 373-377.

KROLL, Arthur H.: Compensating Executives: Drafting and Managing Tax-Advantaged Arrangements, Chicago 1998.

KUBICZKY, Stephen: “Executive Benefit Programs in Corporate Acquisitions and Dispositions”, Real Property, Probate and Trust Journal, C. 20, S. 4, 1985, s. 1059-1070.

KUBİLAY, Huriye: “Kaydileştirilmesi Gereken Pay Senetlerini Merkezi Kayıt Kuruluşuna Teslim Etmeyen Kişilerin Hukuki Durumu”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 17, S. 2, 2013, s. 805-829.

KUNTALP, Erden: Sonuca Katılmalı Ödünç Sözleşmesi (Kavram ve Hukuki Niteliği), Ankara 1980. (Anlış: Ödünç)

KUNTALP, Erden: Karışık Muhtevalı Akit (Karma Sözleşme), Ankara 2013. (Anlış: Akit)

LANHAM, Elizabeth: Administration of Wages and Salaries, New York 1963.

LEE, Julie Y./**CRAWFORD**, W.E./**GRATIAS**, P.O.: “Deferred Compensation in the Wake of the 1986 Federal Budget”, Canadian Tax Journal, C. 34, S. 2, 1986, s. 429-445.

LEONARD, Dana M.: “Golden Parachutes and Draconian Measures Aimed at Control: Is Internal Revenue Code Section 280G the Proper Regulatory Mode of Shareholder Protection”, University of Cincinnati Law Review, C. 54, S. 4, 1986, s. 1293-1310.

LERNER, Josh/**HARDTMON**, Felda/**LEAMON**, Ann: Venture Private Capital Equity, New Jersey 2012.

LEVAL, Pierre N./**SCHULZE**, Richard P. Jr. (Edr.): “Phantom Stock Plans”, Harvard Law Review, C. 76, S. 3, 1963, s. 619-634.

LEVITT, Harry/**GARDINER**, Bill: “Phantom Stock Plans: A Viable Alternative to Restricted Stock?”, Compensation & Benefits Review, C. 36, S. 4, 2004, s. 19-25.

LEVMORE, Saul: “Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts”, Virginia Law Review, C. 68, S. 1, 1982, s. 117-160.

LEWY, Jules/**SCHWEITZER**, Tony: “Transferring Share Ownership to Employees or Other Shareholders”, Taxation of Private Corporations and Their Shareholders, Toronto 2010, s. 10:2-10:35.

LITTELL, David A./**TACCHINO**, Kenn Beam/**SCHNEIDER**, Paul J.: Planning for Retirement Needs, Bryn Mawr 2009.

LONGNECKER, Brent M.: Rethinking Strategic Compensation, Chicago 2005.

LUFFMAN, Jacqueline: “Taking Stock of Equity Compensation”, Perspectives on Labour and Income, C. 15, S. 1, 2003, s. 16-23.

LYON, Charles S.: “Employee Stock Options under the Revenue Act of 1950”, Columbia Law Review, C. 51, S. 1, 1951, s. 1-58.

MADSEN, Karen A.: “Employee Stock Options: Is Complete Forfeiture of Non-Vested Stock Options Fair and Equitable When an Employee is Involuntary Terminated without Cause”, Santa Clara Law Review, C. 33, S. 1, 1993, s. 213-238.

MAIERS, John D.: “Foreign-Owned United States Real Estate: Post-FIRPTA Tax Planning”, Tax Lawyer, C. 37, S. 3, 1984, s. 577-606.

MARAŞLI DİNÇ, Yasemin: Miras Hukukunda Külli Halefiyet İlkesi, Ankara 2021.

MARBOE, Irmgard: Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law, Oxford 2009.

MARTOCCHIO, Joseph J.: Employee Benefits, New York 2011.

MARX, Matt/**FLEMING**, Lee: “Non-Compete Agreements: Barriers to Entry- And Exit”, Innovation Policy and the Economy, C. 12, Chicago 2012, s. 39-64.

MCCARTHY, Clarence F./**CRUMBLEY**, D. Larry/**DAVIS**, Michael P.: The Federal Income Tax: Its Sources and Applications, Englewood Cliffs 1983.

MCCARTHY, George D./**HELY**, Robert E.: Valuing a Company: Practices and Procedures, New York 1971.

MCCLUNG, David William: An Analysis of the Industrial Wage System and Management Compensation Plans, Florida Atlantic University, Unpublished Master Thesis, Florida 1972.

MCDANIEL, Paul R./**MCMAHON**, Martin J. Jr./**SIMMONS**, Daniel L./**ABREU**, Alice G.: Federal Income Taxation: Cases and Materials, New York 2004.

MCDONALD, Robert J.: “Deferred Compensation: Conceptual Astigmatism”, Tax Law Review, C. 24, S. 2, 1969, s. 201-240.

MCNEIL, Bruce J.: “Securities Law and Deferred Compensation”, Journal of Deferred Compensation, C. 29, S. 1, 2023, s. 1-117.

MEHROTRA, Santosh: “On the Social Specifications of Use Value in Marx’s Capital”, Social Scientist, C. 19, S. 8/9, 1991, s. 72-77.

MELBINGER, Michael S.: Executive Compensation, Chicago 2004.

MELONE, Matthew A.: “Are Compensatory Stock Options Worth Reforming”, Gonzaga Law Review, C. 38, S. 3, 2002-2003, s. 535-600.

MENDELSON, Littler: National Employer, C. 3, New York 2008.

MESSING, Ellen/ **CATTANI**, Jeremy P.: “Negotiating the Executive Compensation Package for the Employee”, Practical Lawyer, C. 48, S. 7, 2002, s. 17-30.

MEYNELL, David B.: “Canada”, International Business Lawyer, C. 6, S. 5, 1978, s. 521-532.

MICHAELSON, Suzanne: “Employee Stock Options Revisited”, Canadian Tax Journal, C. 40, S. 1, 1992, s. 114-147.

MILLER, Alan: “Executive Compensation”, Corporate Controller's Manual, Boston 1987, s. 29A-1-29A-17.

MILLER, Merton H./**MODIGLIANI**, Franco: “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, The Journal of Business, C. 34, S. 4, 1961, s. 411–433.

MİLDON, Yasemin: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Korporatif Düzlem ile Bağlantılı Paralel Yargılamalar, İstanbul 2020.

MOLLAMAHMUTOĞLU, Hamdi/**ASTARLI**, Muhittin/**BAYSAL**, Ulaş: İş Hukuku, Ankara 2022.

MOORE, Franklin G.: Management, New York 1964.

MORGAN, Richard Escott: Federal Tax Legislation and the Stock Option, The George Washington University School of Government and Business Administration, Unpublished Master Thesis, Washington 1970.

MOROĞLU, Erdoğan: “Adi Şirkete Dair”, Makaleler, İstanbul 2010, s. 753-763.
(Anılış: Adi Şirket)

MOROĞLU, Erdoğan: “Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği”, Makaleler, İstanbul 2010, s. 429-444. (Anılış: Anasözleşme)

MOROĞLU, Erdoğan: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, İstanbul 2018. (Anılış: Sermaye Artırımı)

MOROĞLU, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2020. (Anılış: Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü)

MORRISON, Helen H./**BUBNOVICH**, Nick/**STRUVE**, Robin: “Phantom Stock and Stock Appreciation Rights”, Beyond Stock Options, Oakland 2005, s. 41-65.

MOYNAHAN, John K.: “Equity-Related Executive Compensation”, Tax Executive, C. 25, S. 1, 1972, s. 30-43.

MOYNIHAN, Daniel: “Long-Term Incentive Compensation in Private Companies and Business Units”, Understanding Executive Compensation, Arizona 2012, s. 81-94.

MUIR, Dana: “Groundings of Voice in Employee Rights”, Vanderbilt Journal of Transnational Law, C. 36, S. 2, 2003, s. 485-526.

MUNN, Glenn G.: Encyclopedia of Banking and Finance, New York 1924.

MÜLAZIMOĞLU, Mehmet: Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020.

MYERS, Donald W.: 2008 U.S. Master Human Resources Guide, Chicago 2008.

NARAYANAN, Nithya: “Activist Nominee Compensation: Balancing the Hedgehog's Dilemma”, Delaware Journal of Corporate Law, C. 41, S. 2, 2017, s. 345-392.

NARBAY, Şafak: Anonim Ortaklıkta Pay Defteri, Ankara 2003.

NAWEL, Irayen/**AMINA**, Latroche: “Start-up Company and Business Incubators. What Economic Value?”, Revue Européenne du Droit Social, C. 53, 2021, s. 38-48.

NEWMAN, Jerry M./**GERHART**, Barry/**MILKOVICH**, George T.: Compensation, New York 2017.

NOMER ERTAN, N. Füsün: “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Toplantı ve Kararları”, Yürürlüğünün 6. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu (12 Ekim 2018): Tebliğler ve Tartışmalar, İstanbul 2018, s. 45-70.

NOMER, Haluk N.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2024.

OĞUZ, Arzu: “Pay Senetleri Üzerinde İntifa Hakkı Kurulması ve İntifa Hakkının Kapsamı”, Ankara Barosu Dergisi, C. 48, S. 1, 1991, s. 23-44.

OĞUZMAN, M. Kemal/**ÖZ**, Turgut: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. 1, İstanbul 2023. (Anılış: C. 1)

OĞUZMAN, M. Kemal/**ÖZ**, Turgut: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. 2, İstanbul 2023. (Anılış: C. 2)

OKTAY, Saibe: “İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşlukların Tamamlanması”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. 55, S. 1-2, 1996, s. 263-296.

OKUTAN NILSSON, Gül: Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, İstanbul 2004. (Anılış: Pay Sahipleri)

OKUTAN NILSSON, Gül: “Anonim Şirketlerin Kendi Hisselerini İktisabı Bağlamında Finansal Yardım Yasağı”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler, Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 90-101. (Anılış: Finansal Destek)

ORAN, Daniel: Oran's Dictionary of the Law, New York 2008.

ORBAY ORTAÇ, Nurdan/**AL KILIÇ**, Şengül: “Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin ve Murahhasların Genel Kurula Katılması”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 4, S. 2, 2018, s. 211-238.

ORCUTT, John L.: “Valuing Young Startups is Unavoidably Difficult: Using (and Misusing) Deferred-Equity Instruments for Seed Investing”, Tulsa Law Review, C. 55, S. 3, 2020, s. 469-534.

ORT, Deborah: “Summary of the Papers Presented at the 1997 Deferred Income Arrangements Conference”, Canadian Tax Journal, C. 45, S. 5, 1997, s. 979-1018.

OVERMAN, Dean L.: “Registration and Exemption from Registration of Employee Compensation Plans Under the Federal Securities Laws”, Vanderbilt Law Review, C. 28, S. 3, 1975, s. 455-486.

OVERTON, Bruce: Executive Compensation Answer Book, New York 1998.

ÖZDEŞ, Elif: Asırlık Aile İşletmelerinin Sürdürülebilirlik Sürecinin İşleyişi Üzerine Bir Araştırma, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019.

ÖZDOĞAN DALOĞLU, Tuğba: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Hakları”, Anonim Ortaklıkta Mali Hükümler- Dersler'den Süzülenler, İstanbul 2021, s. 237-269.

ÖZER, Işık: Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde Anonim Şirket Yöneticilerinin Mali Hakları, Ankara 2013.

ÖZTAN, Fırat: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 1997.

PALMITER, Alan R.: Corporations, Frederick 2015.

PARKER, Richard L.: “The Innocent Civilians in the War against Noli Trafficking: Section 382 and High-Tech Start-up Companies”, Virginia Tax Review, C. 9, S. 4, 1990, s. 625-710.

PASLI, Ali/**KAYA**, Mehmet Bedii/**AKSÖZ**, Elif/**YOLLU**, Yağmur (Edr.): “Yine Gündemde: Çalışan Pay Opsiyon Planları (ESOP) ve Uygulamaları”, The New Print, S. 99, 2022, s. 4 (https://gokce.av.tr/wp-content/uploads/2022/03/The_Fine_Print_Subat_2022_99_TR_V1.pdf, E.T. 21.04.2025).

PASLI, Ali: “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. 2, İstanbul 2007, s. 1513-1577.

PATTEN, Thomas Henry Jr.: Pay: Employee Compensation and Incentive Plans, New York 1977.

PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS OF THE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS UNITED STATES SENATE:

The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse, S. Rpt No. 107-70, 08.07.2002.

PHILLIPS, Perry: Employee Share Ownership Plans, Ontario 2001.

PIRONTI, Donna/**BENSON**, Mitchell: “Performance Awards through Employee Stock Compensation Plans”, Family Advocate, C. 41, S. 2, 2018, s. 17-21.

POLSKY, Gregg/**THOMAS**, Kathleen DeLaney: “Taxing Compensatory Stock Rights Transferred in Divorce”, North Carolina Law Review, C. 93, S. 3, 2015, s. 741-782.

POLSKY, Gregg: “Explaining Choice-of-Entity Decisions by Silicon Valley Start-Ups”, Hastings Law Journal, C. 70, S. 2, 2019, s. 409-454.

POROY, Reha/**TEKİNALP**, Ünal: Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, İstanbul 2021.

POROY, Reha/**TEKİNALP**, Ünal/**ÇAMOĞLU**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I, İstanbul 2021. (Anılış: C. I)

POROY, Reha/**TEKİNALP**, Ünal/**ÇAMOĞLU**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku II, İstanbul 2023.(Anılış: C. II)

POZA, Ernesto J./**DAUGHERTY**, Mary S.: Family Business, Ohio 2014.

POZA, Ernesto: Global Enterprise: Entrepreneurship and Family Business, Mason 2010.

- PULAŞLI**, Hasan: Şarta Bağlı İşlemler ve Hukuki Sonuçları, Ankara 1999. (Anılış: Şart)
- PULAŞLI**, Hasan: “Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Dilingence”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 24, S. 2, 2007, s. 203-235. (Anılış: İşletme Değerlemesi)
- PULAŞLI**, Hasan: “Türk, İsviçre ve Alman Hukukuna Göre ‘İktisadi Amaç’ Kavramının Şirket ve Dernekler Bakımından Değerlendirilmesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 32, S. 2, 2016, s. 21-72. (Anılış: İktisadi Amaç)
- PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 1, Ankara 2024. (Anılış: Şerh 1)
- PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, Ankara 2024. (Anılış: Şerh 2)
- PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 3, Ankara 2024. (Anılış: Şerh 3)
- PULAŞLI**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 4, Ankara 2024. (Anılış: Şerh 4)
- PURZYCKI**, Roseanna L.: “Taking Stock of Golden Parachutes”, Family Advocate, C. 20, S. 4, 1998, s. 38-42.
- RAGAZZO**, Robert A.: “Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations”, Washington University Law Quarterly, C. 77, S. 4, 1999, s. 1099-1152.
- RASHKIN**, Michael D.: “Deducting High-Technology Start-up Expenditures”, Santa Clara Computer and High-Technology Law Journal, C. 2, S. 1, 1986, s. 91-140.
- RAY**, George E./**WILLIAM**, Bret N.: Financial Incentives for Corporate Executives: Wealth-Building Programs and Techniques, New Jersey 1976.
- RAY**, Russ: “Phantom Stock: Deferred Compensation without Ownership”, Journal of Deferred Compensation, C. 7, S. 1, 2001, s. 31-35.
- REARDON**, Dennis C.: S Corporations: Estate, Business and Compensation Planning, Cincinnati 1992.
- REDDEN**, Kenneth R./**VERON**, Ennit L.: Modern Legal Glossary, Charlottesville 1980.
- REHNERT**, Geoffrey S.: “The Executive Compensation Contract: Creating Incentives to Reduce Agency Costs”, Stanford Law Review, C. 37, S. 4, 1985, s. 1147-1180.

REID, Wayne D.: “The Limited Partnership: An Ideal Vehicle for Start-up Ventures”, Taxes- The Tax Magazine, C. 70, S. 11, 1992, s. 745-764.

REINER, Eric L.: “Phantom Stock”, Colorado Business Magazine, C. 24, S. 9, 1997 s. 22-27.

RIFAAT, Sarah Y.: “It's Payback Time or Is It: An Argument to Apply Universal Heightened Standards to All Employee Stock-Based Individual Account Programs in the Post-Enron Era and Why Sarbanes-Oxley's Preventive Measures do not Adequately Protect Employee Investor Interests”, Pepperdine Law Review, C. 32, S. 3, 2005, s. 671-726.

RODRICK, Scott S.: Equity-Based Compensation for Multinational Corporations, Oakland 1999.

ROSE, Michael D./**CHOMMIE**, John C.: Federal Income Taxation, St. Paul 1988.

ROSEN, Corey: “Basic Issues in Plan Design”, Beyond Stock Options, Oakland 2005, s. 5-39. (Anlış: Plan Design)

ROSEN, Corey: “Phantom Stock and SARs in S Corporation ESOP Companies”, S Corporation ESOPs, Oakland 2008, s. 139-148. (Anlış: Phantom Stock)

ROSENFELD, Larry/**FRIEDMAN**, Harry: “Succession Planning in the Closely Held Business”, Compensation & Benefits Review, C. 36, S. 3, 2004, s. 63-66.

RUSTIGAN, Edward C.: “After the New Pension Law: Executive Compensation and Nonqualified Plans”, Taxes- The Tax Magazine, C. 52, S. 12, 1974, s. 896-910.

RYTERBAND, Daniel J.: “Executive Stock Options”, Executive Compensation, San Diego 2004, s. 81-129.

SAMPSON, D. Kyle: “The Fiduciary Duties of Corporate Directors to ‘Phantom’ Stockholder”, The University of Chicago Law Review, C. 62, S. 3, 1995, s. 1275-1300.

SARAÇ, Tahir: “Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Tarafından El Konulan Şirketlerde Tek Kişi ile Yapılan Genel Kurul Toplantılarının Geçerliliği Sorunu”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 57, S. 2, 2008, s. 165-192. (Anılış: Genel Kurul Toplantıları)

SARAÇ, Tahir: “Esas Sözleşme Değişiklikleri”, Şirketler Hukuku, Konya 2013, s. 565-627. (Anılış: Esas Sözleşme)

SARGEANT, Malcolm/**LEWIS**, David: Employment Law, Harlow 2012.

SCHNEIDER, Paul J.: Executive Compensation, Bryn Mawr 2011.

SCHUSTER, Jay: Management Compensation in High Technology Companies, Lexington 1984.

SCHUSTER, Lauren/**HUNT**, Scott: “Equity-Based Compensation for Corporations, Partnerships and LLCs”, St. Louis Bar Journal, C. 66, S. 4, 2020, s. 26-31.

SCHWARTZ, Eli: Corporation Finance, New York 1964.

SEPE, Simone M./**WHITEHEAD**, Charles K.: “Rethinking Chutes: Incentives, Investment and Innovation”, Boston University Law Review, C. 95, S. 6, 2015, s. 2027-2082.

SEROZAN, Rona/**ENGİN**, Baki İlkey: Miras Hukuku, Ankara 2024.

SEVİ, Ali Murat: Anonim Ortaklıklarda Payın Devri, Ankara 2018.

SHERMAN, Bruce Leslie: Executive Compensation in U.S. Business Firms, The School of Government and Business Administration of the George Washington University, Unpublished Master Thesis, Washington 1972.

SIBSON, Robert E.: Compensation, New York 1990.

SİPAHİ, Barış/**YANIK**, Serhat/**AYTÜRK**, Yusuf: Şirket Değerleme Yaklaşımları: İlkeler–Yöntemler–Uygulamalar, Ankara 2016.

SMALL, John H.: “Remuneration of Officers and Directors of Delaware Public Corporations--Some Principles and Procedures”, Delaware Journal of Corporate Law, C. 4, S. 3, 1979, s. 776-780.

SMILEY, Robert W. Jr./**GILBERT**, Ronald J./**BINNS**, David M./**LUDWIG**, Ronald L./**ROSEN**, Corey M.: Employee Stock Ownership Plans: ESOP Planning, Financing, Implementation, Law and Taxation, C. 2, La Jolla 2007.

SMITH, Bradley R.: “Treating Professional Athletes Like Wall Street Executives: The Potential for Clawback Provisions in Sports Contracts”, Temple Law Review, C. 87, S. 2, 2015, s. 371-402.

SMYTH, Richard C.: Financial Incentives for Management, New York 1960.

SNARR, Brian B.: “International Phantom Stock”, Equity-Based Compensation for Multinational Corporations, Oakland 2000, s. 159-175. (Anılış: International)

SNARR, Brian B.: “The Phantom Stock Alternatives”, The Stock Options Book, Oakland 2001, s. 253-262.

SOLOMON, Lewis D./**SARET**, Lewis J.: Valuation of Closely Held Businesses: Legal and Tax Aspects, New York 1998.

SONGUR, Damla: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Hakları”, Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, Ankara 2023, s. 2123-2139.

SOYKAN, İsmail Cem: Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı, İstanbul 2019.

SPINDLER, Herbert O.: “Remuneration, Taxes and the Canadian Business Executive”, Tax Executive, C. 26, S. 3, 1974, s. 271-290.

STANTON, Charles P.: “Deferring Executives' Compensation”, Brief, C. 58, S. 1, 1962, s. 11-37.

STARK, Johanna: “Clawback Provisions in Executive Compensation Contracts”, European Company and Financial Law Review, C. 18, S. 4, 2021, s. 669-696.

STEINER, Eugene J.: “The Closely Held Corporation”, Albany Law Review, C. 22, S. 1, 1958, s. 102-124.

SUNGURBEY, İsmet: Medeni Hukuk Sorunları, C. 5, İstanbul 1984.

SÜZEK, Sarper: İş Hukuku, İstanbul 2023.

ŞAHİN, Nesrin: İştirak (Sermaye Katılım) Sözleşmeleri Yoluyla Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliğinin Kazanılması, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2021.

ŞEN, Murat: “İkramiye Ödenmemesinin İş Şartı Haline Gelmesi ve İşçi Aleyhine Sonuç Doğuran İşyeri Uygulamaları (Yargıtay 9. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Üzerine Değerlendirme)”, Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 1-4, 2001, s. 467-484.

ŞENER, Oruç Hami: Adi Ortaklık, Ankara 2008.

ŞENOCAK, Kemal: “Adi Ortaklık Sözleşmesi”, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara 2022, s. 917-1151.

TANDOĞAN, Haluk: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. I/1, İstanbul 2008.

TAŞDELEN, Nihat: “Anonim Ortaklıkta Rüçhan Hakkı”, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 5, 1992, s. 235-251.

TAŞDELEN, Nihat: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının Kazanılması, İstanbul 2005. (Anılış: Pay Sahipliği)

TAYLOR, Keeanga-Yamahtta: Race For Profit: How Banks and the Real Estate Industry Undermined Black Homeownership, North Carolina 2019.

TEKİL, Fahiman: Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998.

TEKİNALP, Ünal: “Katılma İntifa Senetleri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 6, S. 2, 1971, s. 297-312.

TEKİNALP, Ünal: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İstanbul 1979. (Anılış: Bilanço)

TEKİNALP Ünal: “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, İstanbul 2010, s. 1681-1699. (Anılış: Sermayenin Korunması)

TEKİNALP, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, İstanbul 2020. (Anılış: Yeni Hukuk)

TEKİNAY, Selahattin Sulhi/**AKMAN**, Sermet/**BURCUOĞLU**, Haluk/**ALTOP**, Atilla: Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 1993.

TEOMAN, Ömer: Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul 1978. (Anılış: İntifa Senetleri)

TEOMAN, Ömer: “Yürürlükteki Hukukumuz ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarına Katılmak Zorunda Olanlar”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 25, S. 4, 2009, s. 19-33.

TEOMAN, Ömer: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, Ankara 1983. (Anılış: Oydan Yoksunluk)

TEOMAN, Ömer: “Makale 43 Sermaye Piyasası Kurulunun Tebliğine Göre Katılma İntifa Senetleri”, Tüm Makalelerim (1971-2001), C. I-II, İstanbul 2012, s. 575-588. (Katılma İntifa Senetleri)

TEOMAN, Ömer: “Makale 79 Sermaye Piyasasının Bir Aracı Olarak Katılma İntifa Senetleri”, Tüm Makalelerim (1971-2001), C. I-II, İstanbul 2012, s. 1117-1120. (Anılış: Sermaye Piyasası Aracı)

THOMAS, Randall S./**MARTIN**, Kenneth J.: “The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans”, Wake Forest Law Review, C. 35, S. 1, 2000, s. 31-82.

THOMAS, Randall S./**MARTIN**, Kenneth J.: “The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation”, University of Cincinnati Law Review, C. 67, S. 4, 1999, s. 1021-1082. (Anılış: Executive Compensation)

THOMAS, Randall S.: “Should Directors Reduce Executive Pay”, Hastings Law Journal, C. 54, S. 2, 2002-2003, s. 437-470.

THOMAS, Randall/**CHEFFINS**, Brian R.: “The Globalization (Americanization?) of Executive Pay”, Berkeley Business Law Journal, C. 1, S. 2, 2004, s. 233-290.

TORAMAN ÇOLGAR, Emek: “İlişkili Taraf İşlemleri ile Şirket Malvarlığının Azaltılmasını Engelleyen Hukuki Mekanizmalar”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 2, İstanbul 2023, s. 1305-1329.

TORRENCE, George W.: The Motivation and Measurement of Performance, Washington 1967.

TRIFF, Clyde E.: “An Evaluation of Deferred Compensation Plans”, Taxes- The Tax Magazine, C. 56, S. 12, 1978, s. 787-793.

TRIMBLE, Henry W. Jr.: “Executive Compensation-Corporate Considerations”, Tax Executive, C. 13, S. 1, 1960, s. 7-22.

TUNÇOMAĞ, Kenan: Türk Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, C. 1, Ankara 1976.

TURAN, Kâmil: Ferdi İş Hukuku, İstanbul 1993.

TURAN, Mustafa: “Rüçhan Hakkının Kullanılması ve Sınırlandırılması”, Prof. Dr. Zühtü Aytaç'a Armağan, İstanbul 2024, s. 1871-1942. (Anılış: Rüçhan Hakkı)

TURANBOY, Asuman: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998. (Anılış: Varakasız Kıymetli Evrak)

TURANBOY, Asuman: “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları”, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul 2019, s. 1285-1291.

TÜRKYILMAZ, İsmail: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Satış Sözleşmeleri Ekseninde Satıcının Beyan ve Tekeffülleri, İstanbul 2021.

ÜÇİŞİK, H. Güzin/ÇELİK, Aydın: Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kâr Dağıtımı, İstanbul 2018. (Anılış: Kâr Dağıtımı)

ÜÇİŞİK, Güzin/ ÇELİK, Aydın: Anonim Ortaklıklar Hukuku, C. 1, Ankara 2013. (Anılış: C. 1)

ÜÇİŞİK, Güzin/ ÇELİK, Aydın: Anonim Ortaklıklar Hukuku, C. 2, Ankara 2022. (Anılış: C. 2)

ÜLGEN, Hüseyin/**HELVACI**, Mehmet/**KAYA**, Arslan/**NOMER ERTAN**, Füsün:
Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2021.

ÜLGEN, Hüseyin/**HELVACI**, Mehmet/**KENDİGELEN**, Abuzer/**KAYA**, Arslan:
Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2013.

ÜNAL, Mehmet: Sınırlı Ayni Haklar, Ankara 2021.

ÜNAL, Mücahit: “Anonim Şirketlerde Menkul Kıymetler”, Şirketler Hukuku, Konya
2013, s. 699-750. (Anılış: Menkul Kıymetler)

VAGTS, Detlev F.: Basic Corporation Law: Materials, Cases, Text, Westbury 1989.

VERNAVA, Anthony M.: “Stock Options: Corporate, Regulatory and Related Tax
Aspects”, University of Pittsburgh Law Review, S. 30, C. 2, 1968, s. 197-292.

VEZİROĞLU, Cem: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve
Sınırları, İstanbul 2021.

VILLASANA, George A.: “Executive Compensation: An Analysis of Section 162(m)”,
Taxes -The Tax Magazine, C. 72, S. 8, 1994, s. 481-491.

VOLYNKOVA, Lilia: “Seinfeld v. Slager: The Delaware Chancery Court's New Legal
Standard for Reviewing Directors' Decisions about Their Own Pay”, New York Law
School Law Review, C. 58, S. 3, 2013-2014, s. 741-766.

VYGODSKY, Vitaly: The Economic Substantiation of the Theory of Socialism, (çev.
SAYER, Jane) Moscow 1981.

WALKER, David I.: “The Non-Option: Understanding the Dearth of Discounted
Employee Stock Options”, Boston University Law Review, C. 89, S. 5, 2009, s. 1505-
1564.

WALKER, David I.: “Executive Pay Clawbacks and Their Taxation”, Florida Tax
Review, C. 24, S. 2, 2021, s. 522-586.

WALLACE, Emmett: “Should We Continue to Encourage the Use of Restricted Stock
Options”, Taxes- The Tax Magazine, C. 39, S. 10, 1961, s. 785-796.

WALTER, Douglas H.: “An Overview of Techniques for Rewarding Key Corporate Executives”, *Executive Compensation*, Bryn Mawr 2004, s. 5.1-5.11.

WATSON, Donald Stevenson/**GETZ**, Malcolm: *Price Theory and Its Uses*, Lanham 1993.

WEI, Chenyang/**YERMACK**, David: “Investor Reactions to CEOs’ Inside Debt Incentives”, *The Review of Financial Studies*, C. 24, S. 11, 2011, s. 3813-3840.

WESTIN, Richard A.: *1996-97 Tax Dictionary*, Boston 1996.

WETZEL, Tobias/**EICHE**, Julia: “Challenges of Start-Ups—An Analysis of Individually Tailored Recommendations Based on the Development Phases, Branches, Business Models and Founding Teams”, *Open Journal of Business and Management*, C. 12, S. 3, 2024, s. 1556-1585.

WHITTLESEY, Fred E.: “Expanding the Phantom Stock Concept”, *Compensation & Benefits Review*, C. 26, S. 6, 1994, s. 49-56.

WILKS, David B.: “Employee Equity Incentive Plans for Small Companies: A Proposal for a Specific Registration Exemption from the 1933 Act”, *Washington and Lee Law Review*, C. 44, S. 3, 1987, s. 1129-1155.

WILLIAM, T. Allen/**KRAAKMAN**, Reinier: *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York 2016.

WOLK, Bruce A.: “The Golden Parachute Provisions: Time for Repeal”, *Virginia Tax Review*, C. 21, S. 2, 2001, s. 125-182.

WORONOFF, Michael A./**ROSEN**, Jonathan A.: “Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities”, *Fordham Law Review*, C. 74, S. 1, 2005, s. 129-162.

WROLDSSEN, John S. (Jack): “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd”, *Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law*, C. 15, S. 3, 2013, s. 583-636.

YABLON, Charles M.: “Bonus Questions--Executive Compensation in the Era of Pay for Performance”, Notre Dame Law Review, C. 75, S. 1, 1999, s. 271-308.

YALÇIN SIRAKAYA, Elif: Sermaye Şirketlerinde İntifa Senetleri, Ankara 2025.

YALMAN, Macit/**TAYLAN**, Erbay: Adi Ortaklık, Ankara 1976.

YANLI, Veliye: “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 28, S. 4, 2012, s. 29-44. (Anılış: Finansal Destek)

YANLI, Veliye: “Yeni Ticaret Kanunu ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 30, S. 1, 2014, s. 5-32. (Anılış: Kâr Dağıtımı)

YANLI, Veliye: “Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanacak Mali Haklar ile İlgili Bazı Değerlendirmeler”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 33, S. 4, 2017, s. 41-69. (Anılış: Mali Haklar)

YANLI, Veliye: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Kazanç Payı ile İlgili Bazı Sorunlar”, Prof. Dr. Ali Necip Ortan’a Armağan (Cilt 1), Legal Hukuk Dergisi, C. 8, S. 32, 2019, s. 1155-1175.

YAVUZ, Cevdet: Satıcının Satılanın (Malın) Ayılarından Sorumluluğu, İstanbul 1989. (Anılış: Sorumluluk)

YAVUZ, Cevdet: Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), İstanbul 2024.

YILDIZ DESTANOĞLU, Burçak: Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004.

YILDIZ, Şükrü: “Anonim Ortaklıkta İhraç Primleri (Agio)”, Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 4, S. 1-2, 2000, s. 547-565.

YILDIZ, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul 1996. (Anılış: Yeni Pay)

YONGALIK, Aynur: Adi Şirkette Sermaye Payı, Ankara 1991. (Anılış: Adi Şirket)

YONGALIK, Aynur: “İstisnalar Dar Yorumlanır’ Kuralı ve Değerlendirilmesi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 60, S. 1, 2011, s. 1-15. (Anılış: İstisnalar)

YURTBAŞI, Fatih: Anonim Ortaklıklarda Özel Denetim, İstanbul 2019.

YÜKSEL, Sinan H.: Paysahipleri Sözleşmeleri, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2003.

ZEVLİLER, Aydın/**GÖKYAYLA**, Emre: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, İstanbul 2024.



ÖZET

“Anonim Şirketlerde Gölge Pay (Phantom Stock) Sözleşmesi” başlıklı bu çalışma, gölge pay sözleşmesinin Türk hukukuna tanıtılmasını amaçlamaktadır. Bu amacın tam anlamıyla gerçekleştirilebilmesi için gölge pay sözleşmesinin şirketler hukuku içerisinde yeri ve şirketler hukukunda doğurabileceği hukuki sorunların tespiti ve bu sorunlara çözüm üretilmesine çalışılmaktadır.

Esas sermaye sistemini benimsemiş halka kapalı şirketler özelinde bir inceleme içeren bu çalışmanın kapsamı; gölge pay sözleşmelerinin ana hatlarıyla tanıtılması, temel yapısının somutlaştırılması, kuruluş aşamalarının netleştirilmesi ve ifa düzeninin açıklanmasıyla sınırlı tutulmuştur. Bu çerçevede anılan konular; ilgili mevzuat hükümleri, yargı kararları, öğreti görüşleri ABD hukuku da odağa alınarak temellendirilmiştir. Çalışmanın uygulama ile bağlantısını sağlayabilmek adına çeşitli gölge pay sözleşmelerinden alıntı yapılması yoluna da başvurulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Gölge Pay, Pay Opsiyonu, Mali Hak, Opsiyon Sözleşmesi, Gölge Pay Sözleşmesi, Pay Endeksli Mali Hak, Kâr Payı Hakkı, Performansa Dayalı Ödüllendirme, Temsili Ortaklık, Sermayenin Korunması İlkesi, Korporatif Etki

ABSTRACT

The purpose of this study titled “Phantom Stock Agreement in Joint Stock Companies” is to introduce the phantom stock agreement to Turkish law. To achieve this objective, it is aimed to determine the place of the phantom stock agreement within the corporate law and the legal problems that may arise in the corporate law and to find solutions to these problems.

Containing an analysis specific to closed companies, the scope of this study is limited to introducing the main outlines of phantom stock agreements, concretizing their basic structure, clarifying the establishment stages and explaining the order of performance. In this context, the aforementioned issues are grounded by focusing on the relevant legislative provisions, judicial decisions, doctrinal opinions along with the US law. In order to align the study with the practice, various phantom stock agreements have also been cited.

Key Words: Phantom Stock, Stock Option, Economic Right, Option Agreement, Phantom Stock Agreement, Equity-Indexed Financial Right, Right to Dividend, Performance-Based Compensation, Nominal Shareholding, Capital Maintenance Principle, Corporative Impact