



**SERMAYE PİYASASI KURULU
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA KISA VADECI ANLAYIŞIN
FRENLENEBİLMESİNİ TEMİNEN SADAKAT PAYI İHRAÇ EDİLMESİ ve
SADAKAT PAYLARININ HUKUKİ NİTELİĞİ
Yeterlilik Etüdü**

**Emre SUBAŞI
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**ANKARA
2017**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Gelişen teknoloji, değişen yatırımcı niteliği ve yatırım anlayışı, halka açık şirket sayılarının artması, payların daha kolay el değiştirebilir hale gelmesi gibi etkenler, günümüzde sermaye piyasalarında kısa vadeli yatırımcı sayısının oldukça artmasına yol açmıştır. Piyasanın geneli açısından bakıldığında, piyasanın stabilizasyonuna ve verimliliğine oldukça zarar veren bu yatırımcı niteliği, şirket yöneticileri üzerinde gerek kasıtlı olarak gerek istemsiz olarak hızlı geri dönüş odaklı kararlar alma konusunda baskı yaratmaktadır. Böylece, şirketlerin finansal yapısı ve uzun vadeli hedefleri, çoğu zaman kısa vadeli yatırımcıların beklentilerine kıyasen geri plana atılmakta, yönetim kademesi şirketin uzun vadedeki çıkarlarını gözetmek yerine, kısa vadeli yatırımcı taleplerine odaklanmaktadır. Böylelikle piyasa şirketlerinin verimliliğini etkileyen ve tüm şirketi ve hatta piyasayı etkisi altına alabilen kısa vadeci anlayış ortaya çıkmaktadır. Küresel ekonomik krizin de sebepleri arasında gösterilen bu kısa vadeci anlayış, dünya literatüründe frenlenmesi gereken bir problem olarak kabul edilmektedir.

Konuya Türkiye açısından bakıldığında, Türk sermaye piyasalarında Avrupa ve ABD sermaye piyasalarına kıyasen, kısa vadeli yatırımcıların daha baskın olduğu ve payların elde tutulma sürelerinin özellikle yerli yatırımcılar arasında oldukça kısa olduğu anlaşılmıştır. Buna karşın, Türkiye’de halka açık şirketlerin finansal yapısını içten içe çürüten kısa vadeci anlayış probleminin üzerinde yeterince durulmadığı gözlemlenmektedir. Ancak, ülkemizdeki sermaye piyasası yatırımlarının daha istikrarlı hale getirilerek kısa vadeli yatırımcı oranının azaltılması, aidiyet duygusu yüksek uzun soluklu yatırımcıların şirkete ait kararlarda daha çok söz sahibi olmasının sağlanması ve nihayet hızlı geri dönüş odaklı yatırım kararları alınması konusunda şirket yönetimleri üzerindeki baskının azaltılması gerektiği açıktır. Bu amaçla alınabilecek tedbirlerin, kısa vadeli yatırımcıyı caydırmaya yönelik zorlayıcı yöntemlerden oluşması mümkün olmakla birlikte, zorlayıcı yöntemlerin “serbest piyasa” kavramıyla uyumlu olmadığı dikkate alınarak, işbu çalışmada uzun vadeli yatırımcının ödüllendirilmesi esasına dayalı sadakat payları üzerinde durulmuştur.

İtalya ve Fransa’da kanuni temele dayanmakta olan, çeşitli ABD ve Avrupa ülkelerinde ise kanuni düzenlenme bulunmaksızın esas sözleşmeler aracılığıyla öngörülen sadakat payları sistemine göre; payların belirli bir süre elde tutulmasına bağlı olarak yatırımcılara ek kar payı hakkı, ek oy hakkı, ek rüçhan hakkı, şirket mal ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı gibi ayrıcalıklar tanınmakta, böylece yatırımcılar payları daha uzun süre elde tutmaya teşvik edilmektedir. Böylelikle şirketlerde uzun vadeli yatırımcıların oranı ve bu tip yatırımcıların şirket yönetimindeki söz sahipliği artırılmakta, kısa vadeli yatırımcıların yönetim kademesi üzerindeki baskısı azaltılmakta, hatta piyasaya yeni yatırımcı katılımı sağlanabilmektedir. Bu noktada belirtmek gerekir ki, işbu çalışmanın yapıldığı tarihlerde BİST Başkanı Sayın Himmet KARADAĞ’ın basında yer alan açıklamalarından, BİST’in sermaye piyasalarına yeni yatırımcıların katılımını sağlamak amacıyla, sadakat paylarıyla oldukça benzerlik taşıyan düzenlemeler üzerinde yoğunlaştığı anlaşılmakta olup, bu yönüyle işbu çalışmada üzerinde durulan sadakat payları, bir alternatif olarak dikkate alınabilecektir.

Bu itibarla, sadakat paylarının birçok türü olmakla birlikte, işbu çalışmada sahibine ek kar payı hakkı, ek rüçhan hakkı ve kademeli olarak şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat payı türlerinin, Türkiye’de payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklarda uygulanmasının uygun olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Zira Türk sermaye piyasasının yapısı da göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu sadakat payı türlerinin ülkemizde kısa vadeciliğin frenlenebilmesi açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir. Her ne kadar sahibine belirli ürün ve hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan ve ek rüçhan hakkı tanıyan sadakat payı türlerinin Türkiye’de kullanılabilmesi için herhangi bir kanuni düzenleme zorunlu olmasa da, sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat payı türünün ülkemizde öngörülebilmesi için 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (SPKn) 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan “*Halka açık ortaklıklarda kâr payının payların iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılacağına*” ilişkin hükümde¹ değişikliğe gidilmesi gerekmektedir. Zira kanun koyucu tarafından bu amaçla öngörülmemiş olsa da, anılan hükmün açık lafzı dikkate alındığında; sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat payı hükümlerinin ülkemizde öngörülmesinin, SPKn’nun 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan emredici düzenlemenin ihlali anlamına geleceği düşünülmektedir.

Sonuç olarak, işbu çalışmada MKK tarafından pay sahipliğine ilişkin kişisel verilerin borsa şirketleriyle paylaşılabilmesi için MKK’ya ait “*İhraççı Şirketlere Promosyon ve Benzeri Fayda Sağlayıcı Amaçlarla Verilecek Bilgi ve Verilere İlişkin Usul ve Esaslar Yönergesi*”nde (Yönerge) bazı değişiklikler yapılmasının ve her üç sadakat payı türünün de, Kurul tebliğlerine atıf yapan bir kanuni düzenleme ile SPKn’da öngörülmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Böylelikle sadakat paylarının kullanım alanının az sayıda şirketle sınırlı kalmasının önüne geçilebilecek olup, anılan pay türlerinden beklenen verimin alınabilmesi mümkün hale gelecektir.

¹ Anılan hükme SPKn’nun 19 uncu maddesi uyarınca tanzim edilmiş olan II-19.1 sayılı Kar Payı Tebliği’nin 5 inci maddesinin birinci fıkrasında da yer verilmekte olup, Kanun hükmünün değiştirilmesi halinde, söz konusu tebliğ hükmünün de değiştirilmesi gerekecektir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	i
KISALTMALAR CETVELİ.....	iv
I. GİRİŞ.....	1
II. SERMAYE PİYASALARINDA ARTAN KISA VADECI ANLAYIŞ	4
A. Kavram	4
B. Piyasaya Etkisi	7
C. Nedenleri	10
C.1. Değişen Yatırımcı Niteliği ve Yatırım Anlayışı.....	11
C.2. Yönetim Kademesinin Kısa Vadeli Yatırımcılar Tarafından Yönlendirilmesi	13
C.3. Kısa Vadeci Anlayışı Tetikleyen Diğer Etkenler	17
III. KISA VADECI ANLAYIŞIN FRENLENEBİLMESİNİ TEMİNEN SADAKAT PAYI İHRAÇ EDİLMESİ	20
A. Sadakat Payı Kavramı	20
B. TTK Uyarınca Sadakat Paylarının Hukuki Niteliği	21
B.1. İmtiyazlı Pay Olarak Kabul Edilip Edilemeyeceğine İlişkin Olarak	21
B.2. Eşit İşlem İlkesine Aykırılık Teşkil Edip Etmeyeceğine İlişkin Olarak	25
B.3. Tek Borç İlkesine Aykırılık Teşkil Edip Etmeyeceğine İlişkin Olarak	26
B.4. Sadakat Paylarının Tabi Olacağı Kanuni Sınırlamalara İlişkin Olarak	27
C. Türleri ve Dünya Örnekleri	29
C.1. Sahibine Ek Oy Hakkı Tanıyan Sadakat Payları.....	29
C.2. Sahibine Ek Kar Payı Sağlayan Sadakat Payları	32
C.3. Sahibine Şirketin Belirli Ürün ve Hizmetlerinden Avantajlı Faydalanma Hakkı Tanıyan Sadakat Payları	33
C.4. Sahibine Ek Rüçhan Hakkı Tanıyan Sadakat Payları	35
IV. TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA SADAKAT PAYLARININ UYGULANMASINA İLİŞKİN ÖNERİLER.....	37
A. Uygun Sadakat Payı Türünün Seçilmesi	37
A.1. Genel Olarak	37
A.2. Sahibine Ek Oy Hakkı Tanıyan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi	38
A.3. Sahibine Ek Kar Payı Sağlayan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi	42
A.4. Sahibine Ek Rüçhan Hakkı Sağlayan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi	45
A.5. Sahibine Şirketin Belirli Ürün ve Hizmetlerinden Avantajlı Faydalanma Hakkı Tanıyan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi	47
B. Seçilen Sadakat Payı Türlerinin Gerektirdiği Mevzuat Değişikliklerine İlişkin Olarak	49
B.1. Yönerge’de Yapılması Gereken Değişiklikler Bakımından.....	49
B.2. SPKn ve VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nde Yapılması Gereken Değişiklikler Bakımından	54
V. SONUÇ	57
KAYNAKÇA	59

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Ar-Ge	: Araştırma Geliştirme
Bkz.	: Bakınız
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Borsa	: Borsa İstanbul A.Ş.
C.	: Cilt
CEO	: Chief Executive Officer
CFO	: Chief Financial Officer
Dn.	: Dipnot
E.	: Esas
FESE	: Federation of European Securities Exchanges
GVK	: 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu
IOSCO	: The International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü)
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
md.	: Madde
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
THY	: Türk Hava Yolları A.O.
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
Yönerge	: İhraççı Şirketlere Promosyon ve Benzeri Fayda Sağlayıcı Amaçlarla Verilecek Bilgi ve Verilere İlişkin Usul ve Esaslar Yönergesi

I. GİRİŞ

En genel tanımıyla, finansal aktörlerden biri olan sermaye piyasaları, görece küçük yatırımların bir araya gelerek büyük bir fon haline gelmesini sağlayan, arz ve talebin eşleştirildiği mekanizmadır. Söz konusu mekanizma ile, tek başına gelir getirmesi güç seviyedeki birikimler ile ek kazanç elde edilmesi mümkün hale gelirken, piyasada faaliyet gösteren kurumların da fon ihtiyacı giderilmektedir. Farklı bir deyişle, sermaye piyasaları aracılığıyla küçük birikimler doğrudan ve hızlı bir şekilde büyük yatırımlara dönüşebilmektedir. Bu doğrultuda güçlü bir ekonomi ile güçlü bir sermaye piyasası arasında önemli bir korelasyon olduğu şüphesizdir. Nitekim dünya borsalarının değerleri incelendiğinde, ilk 10'da yer alan borsaların tamamının² dünyanın en güçlü ekonomilerine ait olduğu görülebilmektedir.

Güçlü bir sermaye piyasası ise; yatırımcıların katılımı ve niteliği, sermaye piyasası aktörlerinin faaliyetleri, regülatörlerinin kararları, ekonomik konjonktür gibi yüzlerce değişkene bağlıdır. Bununla birlikte sermaye piyasalarının temel aktörü olarak nitelendirilebilecek şirketlerin, sağlıklı yapıda olması ve verimliliği, piyasa açısından lokomotif görevi görmektedir. Şirketlerin finansal açıdan sağlıklı yapıda olması, verimliliği ve istikrarlı pay fiyatının bulunması gibi unsurlar, iyi bir yönetim yapısı ve uzun vadedeki şirket hedeflerine uygun kurumsal yatırım politikaları ile mümkün olabilmektedir. Nitekim Borsa İstanbul A.Ş.'de (BİST, Borsa) işlem gören BİST 30 şirketleri arasında yapılan bir araştırmada, şirketlerin yönetim kararlarının, firma performansını olarak şirket paylarının değerini doğrudan etkilediği tespit edilmiştir³.

Buna karşın, son yıllarda dünya sermaye piyasalarında artan kısa vadede hızlı kar elde etme güdüsü, piyasa verimliliğine zarar vermekte ve şirket yöneticileri üzerinde kısa vadeli kararlar alma konusunda baskı yaratmaktadır. Böylelikle, şirketlerin finansal yapısı ve uzun vadeli hedefleri, çoğu zaman kısa vadeli yatırımcı beklentilerine kıyasen geri plana atılmakta, yönetim kademesi şirketin uzun vadedeki çıkarlarını gözetmek yerine, kısa vadeli yatırımcı taleplerine odaklanmaktadır. Zira şirket yönetiminin başarısı, kısa vadeli yatırımcılar tarafından pay fiyatındaki değişimler ve elde edilen kar miktarı ile ölçülmekte, ayrıca söz konusu gösterge değerler esas alınarak yönetim kurulu üyelerinin görev süresi hakkında karar verilmektedir. Bu tip yatırımcıların tatmin edilmemesi halinde mevcut paylarını istikrarlı şekilde satması, şirketin borsa değerini önemli miktarda etkileyebileceğinden, kısa vadeli yatırımcıların oluşturduğu baskının göz ardı edilmesi yönetim kurulu üyesi açısından oldukça zor olmaktadır. Bununla birlikte, kısa vadeli alım-satımların artırdığı piyasa oynaklığı (volatility) da, bu anlayıştaki

² Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan 2015 tarihli Türkiye Sermaye Piyasası Raporu'na göre, borsa değerlerine göre yapılan sıralama; 1. New York Borsası (ABD), 2. Nasdaq (ABD), 3. Japonya Borsa Grubu (Japonya), 4. Şengay Borsası (Çin), 5. Londra Borsa Grubu (İngiltere,İtalya), 6. Şenzen Borsası (Çin), 7. NYSE Euronext (Hollanda-Belçika-Fransa Portekiz), 8. Hong Kong Borsası (Hong Kong), 9. Deutsche Börse (Almanya), 10. TMX Grubu (Kanada) şeklindedir. Bu sıralamada BİST ise 24. sırada yer almaktadır. (Erişim Tarihi:13.05.2017, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/TSP_2015_opt.pdf)

³ Mehmet Serhan Özkan; “Türkiye’deki Büyük Şirket Yönetim Kararlarının, Hisse Senedi Değerleri Üzerine Etkilerinin Analizi”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2016, C:53, Say:620, s.83.

yatırım tercihlerinin piyasa için neden öncelikli tercih olmaması gerektiğini gösteren faktörlerden bir diğeridir.

Diğer taraftan kurumsal yatırımcılar tarafından bireysel yatırımcılara sağlanan, riskin dağıtılması ve profesyonel yönetim gibi faydaların yanı sıra, kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarının derinlik kazanmasında ve gelişiminde, tasarrufların artarak ülke ekonomisine kazandırılmasında önemli bir görev üstlenmektedir⁴. Ancak küçük yatırımcılar arasında oldukça yaygın olan kısa vadeli yatırım anlayışının önemli bir ayağını, sermaye piyasalarının taşıyıcı kolonları olarak nitelendirilebilecek olan ve piyasa içindeki hacmi hızlı bir şekilde artan kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Örneğin 1950’de ABD’de kurumsal yatırımcılar halka arz edilmiş payların %8’ine sahipken, bu oran 2000 yılında %51’e, 2005 yılında %61’e, 2010 yılında ise yaklaşık olarak %70’e çıkmış olup⁵, tek başına bu veri dahi ABD’de kısa vadecilik sorununun çözümünde kurumsal yatırımcıların arka plana atılmaması gerektiğine işaret etmektedir. Halihazırda oldukça büyük bir hacme sahip kurumsal yatırımcıların, önemli oranda pay sahibi olduğu şirketlerin politikalarındaki etkisi ise şaşırtıcı derecede fazladır. Zira şirket paylarının %25’ini tek başına elinde bulunduran dev bir kurumsal yatırımcının tatmin edilmesi, atomize olmuş küçük pay sahiplerinin isteklerine nazaran öncelikli kabul edilecektir. Nitekim, böyle bir yatırımcının “kaçırılması”, gösterge değerler açısından, küçük yatırımcıların “kaçırılmasından” çok daha büyük tahribat yaratacaktır. Bu bağlamda, karını mümkün olan en kısa zamanda maksimize etmek isteyen kurumsal yatırımcı beklentileri, şirketin uzun vadeli politika ve hedefleriyle çakışabilmekte, bu durum yönetim kademesini riskli kararlar almaya itebilmektedir. Ayrıca hatırlatmak gerekir ki, şirket yönetimlerinin normalden daha riskli kararlar alması, Enron skandalının⁶ temelinde yatan neden olarak gösterildiği gibi, küresel ekonomik krizin de başlıca sebepleri arasında kabul edilmektedir⁷.

Dünyada kısa vadecilikle mücadele anlamında çeşitli yöntemler kullanılmakta olup, bu yöntemler uzun vadeli yatırımı özendirici olanlar veya kısa vadeli yatırımı güçleştirici olanlar şeklinde gruplanarak ele alınabilir. İşbu çalışmada ise uzun vadeli yatırımı özendirici yöntemlerden biri olan sadakat paylarına (loyalty shares⁸) odaklanılmaktadır. Söz konusu pay türü, yatırımcının paylarını satmaksızın elinde tuttuğu süreye bağlı olarak, yatırımcılara ek oy hakkı, ek kar payı, şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı gibi imkanlar tanımakta olup, bu

⁴ Faruk Akın, Nalan Ece; “Kurumsal Yatırımcılar ve Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi Üzerine Bir Değerlendirme”, Anadolu BİL Meslek Yüksekokulu Dergisi, 2011, 6(22), sf.2. (Erişim Tarihi: 06.03.2017, <https://doaj.org/article/35e6ae9e049e416c81be543f3e8003fe>)

⁵ P. Alexander Quimby, “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares” Florida State University Law Review, 2012-2013, Vol.40, Is.389, s.393.

⁶ Merkezi ABD’nin Teksas eyaleti, Houston şehrinde bulunan Amerikan enerji şirketi Enron Corporation’un 02.12.2001 tarihinde iflası ile sonuçlanan yolsuzluk olayına “Enron Skandalı” adı verilmektedir. Şirketin yaklaşık 20,000 çalışana sahip ve dünyanın en büyük elektrik, doğalgaz, iletişim ve kağıt hamuru ve kağıt şirketlerinden biri olması, iflasından 1 yıl önce (2000 yılında) yaklaşık 11 milyar USD gelir beyan etmiş olması, dünyaca ünlü Fortune dergisi tarafından art arda 6 yıl boyunca “Amerika’nın En Yenilikçi Şirketi” seçilmesi, iflas sürecindeki muhasebe hileleri gibi hususlar söz konusu skandalın bilinirliğini oldukça artırmıştır.

⁷ Quimby, s.399.

⁸ Benzer şekilde anılan pay türü için “loyalty-driven shares” ifadesi de kullanılabilir.

yolla şirketi daha iyi tanıyan uzun soluklu yatırımcıların şirket politikaları üzerindeki etkisinin artırılması ve yönetim kurulu üzerindeki kısa vadeli karar alma baskısının azaltılması hedeflenmektedir. ABD’de de süreye bağlı olmaksızın tek payın tek oy hakkı tanıdığı sistem halen dominant olsa da, sadakat payı sahiplerine ek oy hakkı tanınması bazı halka açık şirketler tarafından esas sözleşmeler aracılığıyla öngörölmüştür. Bu itibarla, sadakat payı sisteminin dünyadaki uygulamaları göz önünde bulundurularak, bu tür payların Türk sermaye piyasası dinamikleri içerisinde işlevsel olup olamayacağı hususu, işbu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

II. SERMAYE PİYASALARINDA ARTAN KISA VADECI ANLAYIŞ

A. Kavram

Geleneksel anonim şirket yapısı olan halka kapalı şirketlerde, şirketten elde edilecek menfaatin paydan doğan oy hakkının kullanımına bağlı olması ve payı satarak şirketten çıkmanın halka açık şirketlerdeki kadar kolay olmaması sebebiyle, ortağın şirkete bağlılığı daha kuvvetli olup; ortak, gözetim görevini daha iyi yerine getirebilmektedir⁹. Ancak çalışmanın ilerleyen bölümlerinde nedenlerine değinileceği üzere, bu durum günümüzde halka açık şirketler açısından değişmiş ve kısa vadeli yatırım anlayışı dünya borsalarında baskın yatırım tercihi halini almıştır. Her ne kadar son finansal kriz sebebiyle kısa vadeci anlayış oldukça bilinir hale gelse de, bu anlayış uzun yıllardır üzerinde tartışılan bir kavramdır. Nitekim, dünyaca ünlü iktisatçı Keynes'in 1936 yılında yayınlanan eseri *İstihdamın, Paranın ve Faizin Genel Teorisi* (The General Theory of Employment, Interest and Money) adlı kitabında yer alan aşağıdaki satırlar bunun açık bir göstergesidir:

“Bu kişilerin çoğunluğu, yatırımlarından ömürleri boyunca elde edecekleri muhtemel getiriler yerine, yatırım ürünlerindeki olağan değişimleri kamuoyundan kısa bir süre önce öngörmekle ilgilenmektedir. Bu tip yatırımcılar hangi yatırımların “elde tutmak” maksadıyla alınmaya uygun olduğuna değil, piyasanın üç ay veya bir yıl içerisinde yatırımına biçeceği değere odaklanmaktadır”¹⁰.”

Günümüzde ise değişen yatırım anlayışı ve gelişen olanaklar kısa vadeci anlayışın hiç olmadığı kadar etkili olmasına yol açmıştır. Finansal krizdeki rolü sebebiyle bugün özellikle ABD ve Avrupa’da bu anlayışın piyasa üzerindeki olumsuz etkileri detaylı incelemelere konu edilse de, Türkiye’de bu problemin üzerinde gereği kadar durulmamaktadır. Ancak uzun vadede finansal sistem için oldukça zararlı bu yatırım anlayışının frenlenmesi ve konu hakkında yatırımcılarla birlikte finansal aktörlerin bilinçlendirilmesi bu zararlı anlayışla mücadelede büyük önem arz etmektedir.

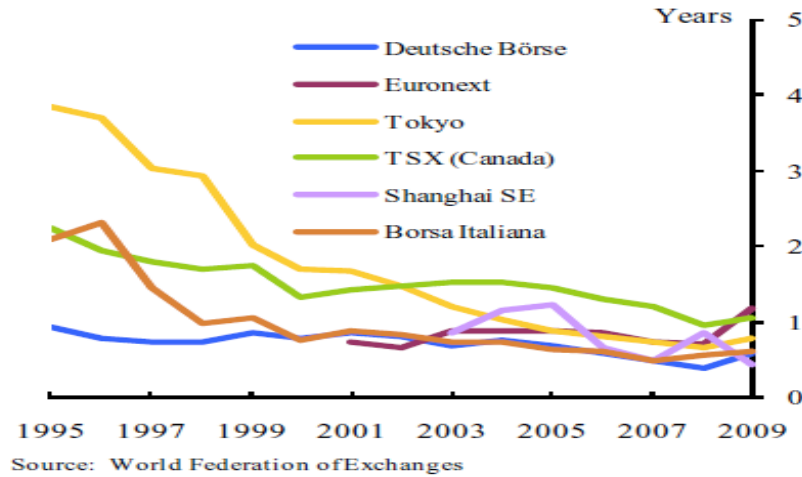
Kısa vadeli yatırım anlayışının hakim olduğu piyasalarda halka açık şirketlerin pay sahipleri, şirketin gelecekteki durumu veya şirket ortaklığının tanıdığı klasik haklara ilgisiz kalmakta, şirketin finansal tablolarındaki karlılığına ve şirket paylarının borsa nezdindeki fiyat değişimlerine odaklanmaktadır. Yatırımcıların ilgi alanının zamanla birlikte değişmesi; sermaye piyasalarında kısa vadeli alım-satıma, farklı bir deyişle yatırımcıların sahibi oldukları payları oldukça kısa süreler içerisinde

⁹ Roger Barker; “Ownership Structure And Shareholder Engagement : Reflections On The Role Of Institutional Shareholders In The Financial Crisis”, Cambridge Univ. Press, ISBN 978-1-107-00187-9.-2011, s.152. (alıntılayan; Çiğdem Yatağan Özkan, “Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları”, BATIDER, 2016, CXXXII, Sayı 3, s.157.)

¹⁰ John Maynard Keynes; The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936, sf.99. (Erişim tarihi: 20.06.2017, <http://cas2.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>) Orjinal metin; “For most of these persons are, in fact, largely concerned, not with making superior long-term forecasts of the probable yield of an investment over its whole life, but with foreseeing changes in the conventional basis of valuation a short time ahead of the general public. They are concerned, not with what an investment is really worth to a man who buys it 'for keeps', but with what the market will value it at, under the influence of mass psychology, three months or a year hence.” şeklindedir.

elden çıkarma reaksiyonuna dönüşmektedir. Bu noktada hangi süre boyunca payın elde tutulmasının kısa vadeli kabul edileceği konusunda bir görüş birliği bulunmamakla birlikte; kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ödemeler bilançosu temel alınarak yapılan tanımlarında, vadesi bir yıldan az olan her türlü sermaye girişi kısa vadeli sermaye hareketi olarak değerlendirilmektedir¹¹. Genel bir literatür taraması yapıldığında da, 1 yıldan daha kısa sürelerde payın elden çıkarılmasının kısa vadeli yatırım anlayışı olarak kabul edildiği görülebilmektedir.

Her ne kadar, yatırımlarını uzun vadede devam ettirerek astronomik kar oranları elde eden yatırımcı örnekleri dünyada bulunsa da¹², yatırımlarını aynı şirkette uzun vadede devam ettiren yatırımcı sayısı, gün geçtikçe azalmaktadır. Gerçekten de, New York Borsası'nda 1945 ve 1975 yılları arasında bir payın aynı yatırımcıda bulunma süresi ortalama 5 - 9 yıl arasındayken, bu sayı 1980'de 3 yıla, 2005 yılında ise 1 yılın altına düşmüştür¹³. Yakın geçmişe gelindiğinde ise, ABD borsalarında payın el değiştirmeksizin ortalama sahiplik süresi 2011 yılında 6 aya¹⁴, 2015 yılında ise 17 haftaya¹⁵ kadar inmiştir. Benzer şekilde, World Federations of Exchanges verileri ışığında hazırlanmış aşağıda yer alan tabloda, dünyanın önde gelen borsalarındaki pay sahipliği süresinin yalnızca 1995-2009 yılları arasındaki seyri dahi, kısa vadeciliğin nasıl bir hızla ilerlediğini göstermeye yetmektedir.



¹¹ Ülkü Şahin; Kısa Vadeli Finansman ve Kırılganlık İlişkisi: Türkiye Örneği, 2014, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2014, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Uluslararası Ticaret ve Finansman Bilim Dalı, s.37.

¹² Örneğin ABD'li ikinci dünya savaşı gazisi Russ Gremel'in 1.000 ABD dolarına aldığı sağlık sektörü şirketi Wallgreen Co. hisselerinin değeri, 70 yıl sonra 2.000.000 ABD dolarına ulaşmıştır. 98 yaşındaki Russ Gramel ise sahip olduğu serveti, doğal yaşamı koruma vakfı Illinois Audubon Topluluğu'na bağışlamayı tercih etmiştir. (Erişim Tarihi:07.06.2017, <http://wgntv.com/2017/06/05/98-year-old-chicagoan-turns-1k-of-walgreens-stock-into-2m-donates-it-all-to-wildlife/>)

¹³ Michael C. Thomsett; Getting Started In Stock Investing And Trading, 2011, John Wiley & Sons Yayınevi, s.99-100.

¹⁴ A.Gilchrist Sparks III, John P. DiTomo; "The Short Term vs. Long Term Dilemma" Ch. 6, Corporate Governance-2011, Practising Law Institute (2011), s.129.

¹⁵ Jason Zweig; "Why Hair-Trigger Stock Traders Lose the Race", Wall St. J. 10.04.2015. (Erişim Tarihi:14.04.2017, <https://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/04/10/why-hair-trigger-stock-traders-lose-the-race/>)

Pay senedi elde tutma sürelerinin durumu Türk sermaye piyasalarında ise çok daha endişe verici boyuttadır. Gerçekten de, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından, Mayıs 2017’de yayınlanan Türkiye Sermaye Piyasaları Raporu uyarınca, BİST, pay devir hızı bakımından dünya borsaları arasında %210’la 3. sıradadır¹⁶. Benzer şekilde, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) verileri çerçevesinde hazırlanan Borsa Trendleri Raporu’nun 2016 yılında yayınlanan XIX sayısına göre¹⁷, BİST 100’de yer alan şirketlerde Türk yatırımcılarının 2016 yılında ortalama şirket payı elde tutma süresi yalnızca 36 gün olup, bu süre BİST Banka endeksinde 22 güne kadar düşmektedir. Buna karşın BİST 100 endeksindeki paylar için yabancı yatırımcıların ortalama elde tutma süresi 190 gündür¹⁸. Anılan raporda “2016 yılında da yabancıların uzun, yerli yatırımcıların ise kısa vadeli yatırım perspektifi sürmüştür.” değerlendirmesine yer verilmekle birlikte, yabancı yatırımcıların dahi 190 gün olan ortalama elde tutma süresinin, uzun vadeli olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği tartışmaya açık bir konudur.

Kısa vadeli alım satımların aşırı yoğun olduğu durumlarda ise genellikle karşımıza, pay fiyatındaki değişimlerden kar elde etmeyi meslek haline getirmiş olan yatırımcılar çıkmaktadır. Bu tip yatırımcılar için pay fiyatındaki haftalık, günlük, hatta saatlik değişimler dahi bir kar fırsatı olarak görülmektedir. Anılan meslek türüne ilişkin olarak yabancı kaynaklarda “day traders”, “noise traders” gibi ifadeler kullanılmakla birlikte, kısa vadeli yatırım anlayışına sahip yatırımcılar için literatürde sık sık “spekülatif¹⁹ yatırımcı” (speculative investors) ifadesi kullanılmaktadır. Bu anlamda gelişen teknolojinin de, son yıllarda spekülatif yatırımcı sayısının artmasında etkili olduğu hatırlatılmalıdır. Gerçekten de, cep telefonunda kullanılabilen uygulamalar aracılığıyla dünyanın her yerinden kolayca pay alım satımı yapılabilmekte, hatta gelişmiş bilgisayar programları aracılığıyla belirli algoritmalar dahilinde borsaya aynı anda binlerce alım-satım emri girilebilmesi mümkün olabilmektedir.

Diğer taraftan, “kısa vadeci anlayış” ifadesi, kısa vadedeki alım-satım tercihlerinden çok daha geniş bir kavramı ifade etmektedir. Zira, şirket paylarının kısa vadede el değiştirmesi ile genel anlamda şirketi topyekün etkisi altına alabilen kısa vadeli yönetim anlayışı arasında oldukça güçlü bir bağ bulunmakta olup, bu kavramlar kısa vadeci anlayış içerisinde değerlendirilmektedir. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak ifade edilecek sebeplerle kısa vadeli yatırımcıları tatmin etme çabası altına giren şirket yönetimleri, şirketin uzun vadeli çıkarları yerine, kar ve pay fiyatı odaklı şirket politikalarını benimsemektedir. Böylelikle uzun vadede şirket için çok daha faydalı olabilecek yatırımlar yerine, aynı finansal raporlama dönemi içerisinde en çabuk gelir getirecek yatırım kararları tercih edilmektedir. Somutlaştırmak gerekirse, uzun vadeli şirket çıkarları için oldukça önemli olabilen

¹⁶ Erişim Tarihi: 06.06.2017, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Turkish-Capital-Markets-2017-04-TR-1.pdf>

¹⁷ Erişim Tarihi: 8.6.2017, Adres: <https://www.mkk.com.tr/project/MKK/file/content/Bilgi%20Merkezi%20Dosyalar%C4%B1%2FBorsa%20Trendleri%20Raporu%2FBorsa%20Trendleri%20Raporu%20XIX>

¹⁸ Ayrıca Borsa Trendleri Raporu’nun 2016 yılında yayınlanan XIX sayısında, BİST’teki toplam işlem hacminde yerli yatırımcıların payı %75 olarak hesaplanmıştır.

¹⁹ Kelime anlamı olarak spekülasyon; fiyatların gelecekte değişebileceğini önceden tahmin ederek ileride ortaya çıkabilecek fiyat dalgalanmalarından yararlanma anlamına gelmektedir. (Şahin, s.39)

araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) giderleri kısılarak muhafaza edilen tutarın, mevcut yılda şirket karını artırmak için kullanılması bu tip bir anlayışa örnek gösterilebilir²⁰. Nitekim şirket yönetim kademesi kağıt üzerinde “başarısını” ispatlarken, şirket politikalarına karşı genellikle ilgisizlik eğiliminde olan kısa vadeli pay sahipleri ile karını en kısa sürede maksimize etmeye çalışan kurumsal yatırımcılar tatmin edilmiş olacaktır. Halka açık anonim şirketlerde, halk sermayesinin büyümesine rağmen, yeni pay sahiplerinin genel kurullara ilgisizliğinin “güç boşluğu” sorunun doğmasına neden olduğu da ayrı bir olgudur²¹. Nihayet güç boşluğundan faydalanarak ilerleyen bu tip bir yönetim anlayışına literatürde “kurumsal kısa vadeci anlayış” (corporate short-termism) veya “miyop yönetim” (myopic management) adı verilmekte olup, kısa vadeli alım satım yapan pay sahipleri miyop yönetime yol açtığına işaret eden birçok çalışma mevcuttur.

Ayrıca belirtmek gerekir ki, kısa vadeci anlayışın şirket politikaları üzerindeki etkisinin kanıtlanması ve bu yönüyle yönetsel kararların uygunluğunun denetimler sonucunda tespit edilmesi oldukça güçtür²². Bu bağlamda kısa vadeci anlayış, Amerikalı yazarlar tarafından, ABD sermaye piyasalarında faaliyet gösteren her aktörü etkileyen bir veba salgınına benzetilmektedir²³. Bu anlamda, kısa vadeci anlayışın tespit edilmesinde hareket noktası, verilen kararda kısa vadedeki kar marjının mı yoksa uzun vadedeki şirket değeri artışının mı esas alındığı olmalıdır. Nitekim, duruma göre, uzun vadedeki planlar için aşırı yatırım yapılması dahi, kısa vadeci anlayış olarak nitelendirilebilecektir²⁴.

B. Piyasaya Etkisi

Çalışmamızın başında da ifade edildiği üzere, kısa vadeci anlayış günümüzde hiç olmadığı kadar etkisini göstermeye başlamıştır. Her ne kadar, kısa vadeci anlayışla yatırım yapan pay sahipleri piyasadaki işlem hacmini artırsa da, bu tercihin uzun vadedeki etkileri, sermaye piyasaları açısından oldukça tahrip edicidir. BlackRock’un kurucusu Larry Fink’e göre, kısa vadecilik yalnızca kurumsal bir sorun değil, aynı zamanda toplumsal bir sorundur²⁵.

Kısa vadeci anlayış mikro düzeyde uzun vadeli çıkarları yeteri kadar gözetilmeyen şirkete ve şirket yatırımcılarına zarar vermekte, makro düzeyde ise sermaye piyasalarını ve ülke ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Gerçekten de çalışmanın önceki kısımlarında da değinildiği üzere, şirket yatırımcılarının kısa vadeli yatırımcılardan oluşması ile o şirketteki kurumsal kısa vadecilik arasında güçlü bir korelasyon vardır. Ancak kısa vadeci anlayışın etkilerinin iyi analiz edilebilmesi için, kısa vadeci anlayış içerisindeki yatırımcılara veya yöneticilere

²⁰ Michael J. Mauboussin, Dan Callahan; “A Long Look At Short Termism: Questioning the Premise”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol:27, N:3, s.70.

²¹ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku, Vedat Kitapçılık, 9. Bası, N.692.

²² Mauboussin, Callahan; s.70.

²³ Mauboussin, Callahan; s.70.

²⁴ Lucian A. Bebchuk, Lars A. Stole; “Do Short Term Objectives Lead To Under or Overinvestment In Long-Term Projects”, The Journal Of Finance, Vol. 48, Issue 2, June 1993, s.793.

²⁵ Andrew Ross Sorkin; “BlackRock Chief, Laurence Fink, Urges Other C.E.O.s to Stop Being So Nice to Investors”, N. Y. Times, 13.04.2015, n16. (Erişim Tarihi: 13.03.2017, http://www.nytimes.com/2015/04/14/business/dealbook/blackrocks-chief-laurence-fink-urges-other-ceos-to-stop-being-so-nice-to-investors.html?_r=0.)

odaklanmak yerine piyasaya odaklanmak yerinde olacaktır²⁶. CFA Institute ve Business Roundtable Institute for Corporate Ethics adlı kuruluşlar tarafından 2006 yılında ortaklaşa çıkarılan raporda, bu anlayışın şirketlerin uzun vadeli pay değerine zarar verdiği, piyasa verimliliğini düşürdüğü ve kurumsal yönetime zarar verdiği açıkça ifade edilmektedir²⁷. Benzer şekilde kısa vadeci yatırımcı oranının yüksek olduğu piyasalarda, market verimsizliğinin yüksek olduğuna işaret eden çalışmalar da mevcuttur²⁸.

Kısa vadeli alım-satımların piyasanın geneli üzerindeki etkisi denildiğinde akla ilk olarak “sık ve geniş çaplı değişme eğilimi”, “istikrarsızlık”, “aniden değişme”, “tahmin edilememe” anlamına gelen ve genellikle pay fiyatındaki ani dalgalanmaları ifade etmek için kullanılan piyasa oynaklığı gelmektedir. Zira, kısa vadeli alım-satım tercihlerinin piyasanın geneli üzerindeki gözlemlenmesi en kolay etkisi, hata payının oldukça yüksek olduğu oynak (volatil) bir piyasa yapısına yol açmasıdır. Gerçekten de, özellikle sık bir piyasaya sahip paylarda gözlemlenmesi oldukça kolay olan piyasa oynaklığı, paya sahip olan kısa vadeli yatırımcı sayısı ile doğru orantılı olarak artmaktadır. Buna göre kısa vadeli yatırımcıların yoğun olduğu bir piyasada pay fiyatındaki ani düşüşler, uzun vadeli yatırımcıların çoğunlukta olduğu paylardaki duruma kıyasen çok daha şiddetlidir²⁹.

Buna karşın, yatırımcılardaki güvensizlik oranı, piyasa riski gibi faktörleri artıran³⁰ piyasa oynaklığının normalden fazla olması, piyasanın sağlığı açısından istenilen bir durum değildir. En nihayetinde, piyasa şartlarında tahmin edilemeyen değişimler büyük kayıplara yol açabilmekte olduğundan, piyasa riski menkul kıymetler piyasasında yer alan her bir kuruluş tarafından önceden tahmin edilmesi gereken bir faktördür³¹. Nitekim, kısa vadeli yatırım anlayışını meslek haline getirmiş olan spekülative yatırımcılar, volatilitenin arttığı dönemlerde daha yoğun işlem yapmakta olup³²; kısa vadeli yatırımcıların frenlenmesi, piyasa stabilizasyonu açısından oldukça önem taşımaktadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, kısa vadeli yatırımcılar arasında kabul edilen kurumsal yatırımcıların piyasa oynaklığı üzerinde oldukça etkili olduğuna yönelik bulgular da mevcuttur³³. Zira sıradan bir bireysel yatırımcıya nazaran oldukça büyük hacimli işlemler yapabilen bu tip yatırımcıların

²⁶ Mauboussin, Callahan; s.71.

²⁷ CFA Institute/Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, Breaking the Short-Term Cycle, 2006, s.1 (Erişim Tarihi: 20.05.2017, http://www.corporate-ethics.org/pdf/Short-termism_Report.pdf)

²⁸ Brian J. Bushee; “Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings Over Long-Run Value?”, Contemporary Accounting Research, 2001, Vol. 18, Issue 2, s.207-213.

²⁹ Cristina Cella, Andrew Ellul, Mariassunta Giannetti; “Investors’ Horizons and the Amplification of Market Shocks” The Review Of Financial Studies, 2013, Vol.26, Is.7, s.34.

³⁰ John E. Grable, Wookjae Heo; Insights into the Relationship Between Risk Tolerance and Market Volatility, Journal of Financial Service Professionals, January 2017, Vol. 71, Number 1, s.17.

³¹ Emrah Gülay; Farklı Hisse Senedi Piyasalarında İşlem Gören Hisse Senedi Getirilerinin Oynaklığının Tahminlenmesi ve Oynaklık Modellerinin Öngörümleme Performanslarının Karşılaştırılması, 2013, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s.16.

³² Oylum Özkaya; Borsada Hisse Senetlerinin Kısa Vadeli Güç Göstergeleri İle Analizi, 2010, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, s.55

³³ Tseng-Chan Tseng, Hung-Cheng Lai; “The Role Of Institutional Investors In Market Volatility During The Subprime Mortgage Crisis”, Financial Economics, 2014, Vol.24, No:23, s.1535.

ani pozisyon değişimleri, pay fiyatında dalgalanmalara yol açmakta ve durum deyim yerindeyse züccaciye dükkanındaki file benzeyebilmektedir.

Diğer taraftan kısa vadeci anlayışa yönelik mikro anlamdaki eleştirilerin odak noktası, kısa vadeli yatırımcıların etkisiyle, şirket yöneticilerinin şirket geleceğinden çok şirketin yakın gelecekteki pay değeri değişimlerini ve karlılığını gözetten yatırım kararları almasıdır. Bu durum, şirketin uzun vadedeki finansal istikrarı ve ticari geleceği üzerindeki riski artırmaktadır. Böylece öncelikle şirketleri etkisi altına alan kısa vadeci anlayış, genel anlamda piyasanın genelini tehdit eder hale gelebilmektedir. Örneğın ülke genelinde sahibi olduğu yüzlerce spor salonunu işleterek ticari faaliyet gösteren, yıllık 10.000 TL'den üyelik kabul eden ve bunun doğal sonucu olarak yüksek gelir düzeyindeki müşterilere hitap eden bir şirket ele alınabilir. Bu şirketin kısa vadeli pay sahiplerinin karlılık baskısıyla yıllık 2.000 TL'den üye kabul etmeye başlaması, hiç şüphesiz şirketin üye sayısını ve gelirlerini hızlı bir şekilde artıracaktır. Buna karşın, uzun vadedeki şirket politikalarıyla ve şirketin hedef kitlesiyle örtüşmeyen bu karar sebebiyle, gelir düzeyi yüksek müşteriler kaybedilmeye başlanacak, artan üye sayısının da etkisiyle spor salonu teçhizatlarının kullanım ömrü kısılacak, salonların faaliyet giderleri artacak, nihayet salonlarının konumu ve üye profilinin uyumsuzluğu sebebiyle bir süre sonra salonlar eski cazibesini yitirmeye başlayacak ve şirket karlılığı azalacaktır.

Yukarıda yer alan örnekteki kurumsal kısa vadeciliğın farkedilmesi oldukça kolay olmakla birlikte, kısa vadeci yatırımcı baskısı sonucunda oluşın kurumsal kısa vadeciliğın farkedilebilmesi her zaman bu örnekteki kadar kolay olmayabilir. Zira, kısa vadeci anlayış şirketi ele geçirdiğinde, dışarıdan farkedilmesi güç şekilde şirket ömrü kısaltmakta, buna karşın finansal tabloların yarattığı zahiri görüntü yatırımcılar nezdinde aksi yönde bir izlenim bırakmaktadır. Nitekim, şirket varlığının ve karlılığının gelecekte de devamı konusunda, kısa vadeli ve uzun vadeli kazanç amacı bulunan yatırımcıların pay sahipleri yapısı içerisinde orantısız yapıda bulunması veya sermayenin önemli kısmının bu yatırımcılar tarafından sağlanması şirket üzerindeki kısa vade baskısını artırmakta ve pay değerinde aşırı oynaklıklara sebebiyet vermekte; böylelikle şirketin iflas riskini artırmaktadır³⁴. Benzer şekilde, kısa vadeli yatırımcıların baskısıyla yönetim kademesinin normalden daha riskli kararlar almaya yönlendirilmesi, şirketin iflas riskini artıran sebeplerden bir diğeri³⁵.

Kısa vadeli yatırımcıların etkisiyle artın kurumsal kısa vadeci anlayışın, şirketlerin iflas riskini artırması, yönetim kademesinin daha az denetlenmesi yoluyla da olabilmektedir. Gerçekten de, yatırımcısı olduğu şirkete yönelik aidiyet duygusundan arı ve şirket yönetimine ilgisiz kısa vadeli yatırımcı niteliğinin bir başka olumsuz etkisi, şirket yönetimine fazladan hareket alanı tanınmasıdır. Zira anılan tipte bir yatırımcı topluluğu, yönetim kurulunun genel kurul eliyle denetlenmesine yönelik mekanizmada önemli bir boşluk oluşturabilmektedir. Böyle bir mekanizmanın boşluğu ise yönetim kademesinin keyfiliğine, karar alınırken gözetilen çıkarlarda kaymalara veya yalnızca gösterge değerlere odaklanılmasına yol

³⁴ Andrea Sacco Ginevri; "The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effect on Corporate Governance" European Business Organization Law Review 2011, Vol.12, s.597 (Alıntılayan: Yatağan Özkan; s.165, dipnot 37.)

³⁵ Sparks, DiTomo; s.128. Quimby, s.399. (Anılan eserde ayrıca yönetim kademesinin yüksek riskli kararlara yönelmesi durumunun, son finansal krizde oldukça yaygın olduğu ifade edilmektedir.)

açabilmektedir. Gerçekten de, şirketin işleyişine yönelik ilgisiz olan yatırımcı topluluğunun oluşturduğu denetim boşluğu sebebiyle, şirketin finansal geleceği açısından yararlı olmayan ancak gösterge değerleri yukarı çekebilecek yatırım kararları alınabilmekte; uzun vadeli projeler yerine yönetim kurulunun konforuna yönelik gereksiz harcamalar yapılabilmektedir³⁶. Nihayet ortaya kısa vadedeki borsa performansları iyi, fakat uzun vadedeki finansal istikrar açısından problemli şirketler çıkabilmektedir. Nitekim 2010 ve 2014 yılı arasında halka arz edilen Türk şirketlerinin payları üzerinde yapılan bir araştırmada, halka arz edilen bu firmaların borsa performanslarının özellikle uzun vadede yeterince iyi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır³⁷.

Üzerinde durulması gereken bir diğer konu da, kurumsal kısa vadeci anlayış ve şirketlerin reklam, personel eğitimi, Ar-Ge gibi harcamaları arasındaki negatif korelasyondur. Buna göre, kurumsal kısa vadecilikle yönetilmekte olan şirketlerde finansal tablo performansına odaklanıldığından, getirileri uzun vadede olabilecek harcama kalemlerinde kesintiye gidilmektedir. Bunların başında ise ileride de değinileceği üzere Ar-Ge giderleri gelmektedir. Nitekim kısa vadeci anlayışa sahip kurumsal yatırımcıların yoğun olduğu şirketlerde, Ar-Ge giderleri düşme eğilimindedir³⁸. Ar-Ge giderlerindeki düşüş, kısa vadede şirket karlılığını artıracak olsa da, uzun vadede şirket geleceği açısından oldukça zararlıdır. Kaldı ki, Ar-Ge giderlerindeki düşüşün ülkenin kalkınması anlamında da arzu edilen bir tabloya yol açmadığı açıktır. Zira, Ar-Ge harcamaları bilimsel ve teknolojik anlamda ilerleme anlamına geldiğinden, bu gelişmeler yerli şirketlerin yabancı şirketlerle uluslararası alanda mücadele edebilirliğini artırmakta, ihracata olumlu etki yapmakta ve nihayet yeni iş alanları yaratmaktadır. Ancak, Ar-Ge'ye yeteri kadar kaynak ayrılmaması sebebiyle, bilim-teknoloji gibi öncü alanlarda gelişme sağlanamaması halinde; olası vergi gelirleri, ihracat artışı, yeni iş alanları gibi olanaklardan ülke mahrum kalmakta, dolayısıyla piyasa verimliliğini düşmektedir.

C. Nedenleri

Kısa vadeci anlayışla etkin mücadele için, öncelikle söz konusu davranış çeşidine neden olan etkenlerin iyi anlaşılması önem teşkil etmektedir. Zira daha önce de ifade edildiği üzere, kısa vadeci anlayış yatırımcıların kısa sürede paylarını elden çıkarmasından çok daha geniş bir kavram olup, kurumsal kısa vadeciliğin denetimler sonucunda tespit edilmesi çoğu zaman oldukça güçtür. Dolayısıyla, herhangi bir zarar meydana gelmeden fark edilmesi oldukça güç olan kısa vadeci anlayışın sebeplerinin iyi incelenerek ortaya konulması, konuya ilişkin zamanında tedbir alınmasını sağlayabilecektir.

³⁶ Halka açık ortaklık yöneticilerinin, büyük bir sermayeyi yöneten temsilciler olarak kurum bütçesinden kendileri için çeşitli üyelikler, kurum adına jet alımı, savurganlığa kaçan ofis dizaynı gibi kalemlere para harcayabileceği hususu için bkz: Mauboussin, Callahan; s.73.

³⁷ Yusuf Kaderli; “*Halka Arz Seferberliği Sonrasında Borsa İstanbul’da Yapılan Halka Arzların Orta ve Uzun Dönemli Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma*”, Kastamonu Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ocak 2016, Sayı:11, s.114.

³⁸ Brian J. Bushee; s.305.

C.1. Değişen Yatırımcı Niteliği ve Yatırım Anlayışı

Klasik anlamda halka açık şirketin pay sahipleri, şirket politikalarına yönelik rahatsızlığını iki şekilde gösterebilmektedir; ilki sahip olduğu paylardan doğan oy haklarını kullanarak sorunu çözmek amacıyla şirketin karar alma mekanizmasına müdahil olmak (söz hakkı-voice option), diğeri ise paylarını satarak (satma hakkı-sell option) şirketten ayrılmaktır³⁹. Böyle bir ikilemde; söz hakkının satma hakkına göre çok daha maliyetli olması, söz hakkının (oy oranının) çoğu zaman şirket politikalarını etkileyebilecek oranda olmaması, satma hakkının söz hakkına kıyasen çok daha pratik ve hızlı bir yol olması gibi hususlar göz önünde bulundurularak, yatırımcılar tarafından satma hakkı tercih edilebilmektedir. Ancak geline nokta, yatırımcılar tarafından satma hakkının tercih edilmesinin sebebi çoğu zaman şirket politikalarına yönelik rahatsızlık değil, daha hızlı kar elde etme güdüsüdür. İlerleyen bölümlerde de sebeplerine değinileceği üzere, bugün dünyanın önde gelen borsalarında hızlı kar elde etme güdüsü altındaki kısa vadeli yatırımcılar hızla artmış, kimi piyasalarda dominant yatırımcı karakteri halini almıştır.

Kısa vadeli yatırımcıların genel yapısı incelendiğinde, karşımıza, olabilecek en kısa sürede karını maksimize etme çabası gayreti içinde bulunan, yatırım yaptığı şirkete aidiyet duygusu bulunmayan ve şirketin gelecekteki durumuyla ilgilenmeyen bir yatırımcı tablosu çıkmaktadır. Bu şekilde hesaplayan, ekonomik kararlar almaları gerektiğinde duygusuz, sadece fayda maksimize etmeye çalışan bireyler ise “*Homo Economicus*” olarak adlandırılmaktadır⁴⁰. Homo Economicus’ların yatırım tercihlerinde, piyasanın ya da yatırım yapılan şirketin sağlıklı yapıda olması, yatırımdan elde edebilecek kara oranla oldukça geri planda kalmaktadır. Dolayısıyla, günümüzde bu tip bireylerin sayısının oldukça artması, beraberinde kısa vadecilik gibi sorunları getirebilmektedir.

Klasik halka kapalı şirketler yerini büyük ve kurumsal halka açık şirketlere bırakmakta; sermaye piyasalarının gelişmesiyle ile de şirketlerin halka açıklık oranı ve halka açık şirket sayısı artmaktadır⁴¹. Türkiye açısından “Halka Arz Seferberliği”⁴² gibi kapsamlı projelerle birlikte, bu alanda önemli ilerleme kaydedilmiştir. Ancak %100’e varan halka açıklık oranının, bazı hallerde -özellikle imtiyazlı pay grubu bulunmayan- şirkete yabancılaşmayı da beraberinde getirdiği tartışmasızdır. Şirkete yabancılaşma ise denetim ve gözetim boşluğu anlamına gelmektedir. Bu noktada sermaye yapısının çoğunluğunun kısa vadeli yatırımcılardan oluşması halinde, aidiyet duygusu düşük ve yalnızca hızlı kar elde etmeye odaklı kısa

³⁹ Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner, Laura T. Starks; “*Behind The Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*”, The Journal Of Finance, 2016, Sayı: LXXI, No:6, sf.2906. Yatağan Özkan; s.158.

⁴⁰ Cenk Tufan, Reyhan Sarıççek; “*Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme*”, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Aralık 2013, C.15, S.2, s.3.

⁴¹ Örneğin, Türkiye’de 1998 yılında halka açık şirket sayısı 278 iken, bu rakam 2017’de 403’e yükselmiştir. (Ayrıntılı bilgi için bkz: Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler Tablosu, 2017 Mart Dönemi, <http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pd=PERD02&submenuheader=-1>)

⁴² İstanbul Sanayi Odası, BİST, SPK ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği arasında, 07.08.2008 tarihinde imzalanan bir protokolle başlayan ve borsada işlem gören firma sayısını arttırmayı amaçlayan bir projedir.

vadeli yatırımcılar, şirket politikaları üzerinde etkili olabilmektedir. Nitekim, hızlı kar elde etmeye odaklı yatırımcı toplulukları, şirket pay değeri kısa vadede talep edilen skalayı yakalayamadığında veya gösterge değerler beklendiği şekilde olmadığında payı elden çıkarma yolunu tercih etmekte, bu ise doğrudan pay fiyatına etki etmektedir.

Bununla birlikte söz konusu tercihteki bir diğer etkenin de şirket pay sahipleri tarafından kar payı, rüçhan hakkı gibi klasik ortaklık getirilerinin yeterli bulunmaması olduğu ifade edilmelidir. Bu noktada, yatırımcıların temettü getirisi, yatırım yapılan şirketteki finansal istikrar, şirket yönetimde söz sahibi olma hakkı gibi klasik menfaatler yerine; kısa vadede getiri elde edebileceği al-sat opsiyonundan faydalanmak istemesi, yatırımcı açısından makul bir gerekçe olarak kabul edilebilir. Nitekim, Türk sermaye piyasaları açısından II-19.1 sayılı Kar Payı Tebliği uyarınca⁴³ halka açık şirketlerde temettü dağıtım zorunluluğunun bulunmamasının da, yatırımcıları al-sat opsiyonuna yönlendiren nedenler arasında yer aldığı düşünülmektedir⁴⁴.

Diğer taraftan, sermaye piyasalarındaki yatırımcı tablosunun hızla bireysel yatırımcılardan, kurumsal yatırımcılara doğru değişim gösterdiğini de belirtmek gerekir. Nitekim, kolektif olarak hareket etmekten uzak küçük yatırımcıların yerini hızla, yönetim kurulu üzerinde etki sahibi olan büyük hacimli ve kar odaklı kurumsal yatırımcılar almaktadır. Örneğin 1950’de ABD’de kurumsal yatırımcılar halka arz edilmiş payların %8’ine sahipken, bu oran 2000 yılında %51’e, 2005 yılında %61’e, 2010 yılında ise yaklaşık olarak %70’e çıkmıştır.⁴⁵ Bugün ise ABD borsalarında işlem gören şirketlerin yaklaşık yarısının çoğunluk payı, yatırım fonları veya emeklilik fonlarının portföyünde bulunmaktadır⁴⁶. Benzer şekilde Avrupa’da kurumsal yatırımcıların varlıklarının gayri safi milli hasılaya oranı 2008 yılında %80 iken, bu oran 2009 yılında %97’ye, 2013 yılında %114’e, 2016 yılında %138’e ulaşmıştır⁴⁷. İngiltere’de de 1993 yılında kurumsal yatırımcılar tedavüldeki payların %78’ini ellerinde bulundururken, bu sayı 2010 yılında %82’ye çıkmıştır⁴⁸. Bu noktada özellikle piyasadaki hacimleri hızla artan hedge fonlar, yatırım fonları,

⁴³ II-19.1 sayılı Tebliğ md. 4/2:“Ortaklıkların kâr dağıtım politikalarında asgari olarak aşağıdaki hususlara yer verilmesi gerekir:

a) **Kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı**, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranı.

b) Kâr payının ödenme şekli.

c) Kâr payı dağıtım işlemlerine en geç dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibarıyla başlanması şartıyla, kâr payının ödenme zamanı.

ç) Kâr payı avansı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise buna ilişkin esaslar. (...)”

⁴⁴ Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan listeye göre 2016 yılında 73 şirket, ortaklarına temettü dağıtmama kararı almıştır. (Erişim Tarihi:02.06.2017, <https://www.paraborsa.net/i/2016-temettu-odeme-tarihleri/>)

⁴⁵ Quimby; s.393.

⁴⁶ Ginevri; s.600.

⁴⁷ European Fund and Asset Management Association, Asset Management in Europe Report, Mayıs 2017 (Erişim Tarihi:10.04.2017, <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA%20Asset%20Management%20Report%202017.pdf>)

⁴⁸ Andreas Kokkinis; “Shareholder Short-Termism In The UK : The Kay Review And The Potential Role Of Corporate Law” Corporate Ownership and Control 2014, Vol.11, Is.3, s.169. (Alıntılayan: Yatağan Özkan, s.161.)

emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılara dikkati çekmekte fayda vardır. Zira, hedge fonlar ve yatırım fonları spekülâtif yatırımcıların başlıca örneği olarak kabul görmektedir⁴⁹.

Kurumsal yatırımcıların, Türk sermaye piyasalarındaki varlığı da dünya örneklerine benzer bir artış trendi içerisinde. Kurumsal yatırımcıların BİST’deki portföy büyüklüğü, 2013 yılında 76 milyar TL iken, bu rakam 2014’de 96 milyar TL, 2015’de 112 milyar TL, 2016 yılında ise 133 milyar TL’ye ulaşmıştır⁵⁰. Ancak Türkiye’de kurumsal yatırımcıların piyasa içerisindeki oranının, Avrupaya kıyasen oldukça düşük olduğunu belirtmek gerekir. Gerçekten de, kurumsal yatırımcıların varlıkları 2000 yılında Almanya’da gayrisafi milli hasılanın %79,8’ine, Fransa’da %131,8’ine ve İngiltere’de %212,8’ine sahipken, Türkiye’de bu oran 2010 yılında ancak %4,5’a ulaşmıştır⁵¹.

C.2. Yönetim Kademesinin Kısa Vadeli Yatırımcılar Tarafından Yönlendirilmesi

Yatırımcılar tarafından uzun süreli şirket ortaklığı yerine pay alım-satımı yolunun tercih edilmesi, kısa vadeci anlayışın görünen yüzü olmakla birlikte, bu durumun şirket yönetim kademesi üzerinde çeşitli olumsuz etkileri bulunmaktadır. Nitekim kısa vadeci anlayışın asıl tahrip edici etkisi burada ortaya çıkmaktadır. Buna göre yönetim kademesi şirketin uzun vadeli çıkarlarını gözetmek yerine, hızlı geri dönüş bekleyen yatırımcıları tatmin etme çabasına girmekte ve dolayısıyla ortaya şirketin uzun vadeli çıkarlarını gözetmeyen yönetim politikaları çıkabilmektedir.

Daha önce de ifade edildiği üzere şirketin uzun vadedeki çıkarları ile (özellikle aidiyet duygusundan arı) yatırımcıların talepleri her zaman aynı doğrultuda değildir. Yaygın kanı yönetim başarısını pay fiyatıyla ve dağıtılan kar payıyla ilişkilendirme eğiliminde olduğundan, şirket pay sahiplerinin memnuniyetsizlik sonucunda sistemli şekilde pay satışı yolunu tercih etmesi -özellikle büyük pay sahiplerinin- pay fiyatıyla birlikte yönetim kademesinin başarı göstergesini aşağı çekecektir. Bu durumun yönetim kademesi üzerindeki olumsuz psikolojik etkileri bir yana, pay fiyatındaki aşağı yönlü ivme, yönetim kurulu üyesinin bir sonraki dönem görevine devam edip etmeyeceği konusunu dahi gündeme getirebilecektir. Bu ihtimalin yarattığı doğal sonuç ise, yönetim kademesinin otomatik olarak şirketin uzun vadeli çıkarları yerine, kar payına ve şirketin borsadaki pay fiyatına odaklanması olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim, İngiltere, ABD, Fransa, Almanya ve Japonya sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin CEO’ları üzerinde yapılan bir araştırmada⁵², CEO’lara iş güvenliğinin mi yoksa dağıtılacak kar payının mı kendileri için daha büyük önem arz ettiği sorulmuştur. Sonuçlar ise

⁴⁹ Jaakko Aspara, Kalle Pajunen, Henrikki Tikkanen, Risto Tainio; “*Explaining Corporate Short-Termism: Self-Reinforcing Processes and Biases Among Investors, Media, and Corporate Managers*”, Socioecon Rev (2014) 12 (4). (Erişim Tarihi:22.02.2017, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2016179>)

⁵⁰ TSPB, Türkiye Sermaye Piyasaları Genel Görünümü Raporu, Mayıs 2017. (Erişim Tarihi: 06.06.2017, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Turkish-Capital-Markets-2017-04-TR-1.pdf>)

⁵¹ Akin, Ece; s.4.

⁵² Masaru Yoshimori; “*Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West*”, Long Range Planning 28(4), Ağustos 1995, s.33-44. (Araştırmada Japonya’dan 68, Amerika’dan 83, İngiltere’de 75, Almanya’da 105, Fransa’da 68 şirketten faydalanılmıştır.)

oldukça etkileyicidir. İngiltere ve ABD’de faaliyet gösteren şirket CEO’larının %89’u, Almanya’da faaliyet gösteren şirketlerin %41’i ve Fransa’da faaliyet gösteren şirketlerin %40’ı kendileri için dağıtılacak kar payının daha önemli olduğu cevabını vermiştir⁵³. Türkiyede kar dağıtım politikalarına atfedilen önem dikkate alındığında, söz konusu tablonun ülkemizde aksi yönde oluşmasını beklemek oldukça güçtür.

Bu anlamda, yönetim kurulunu kısa vadede en hızlı geri dönüş alınabilecek kararlara yönlendirme anlamında enstrümanlara sahip kısa vadeli yatırımcıların - özellikle kurumsal yatırımcıların- yönetim kademesi üzerinde baskı kurma imkanı mevcuttur⁵⁴. Diğer taraftan kısa vadeli yatırımcıların şirkette baskın olması halinde, bu pay sahiplerinin yönetim kurulu üye seçimindeki oy hakları da başka bir yönlendirme aracı olabilmektedir. Farklı bir deyişle, şirkette kısa vadeli düşünen pay sahiplerinin çoğunlukta olması durumunda, bu tip pay sahipleri benzer amaçlara sahip yöneticileri seçmekte ve anılan yöneticileri amaçları doğrultusunda yönlendirmektedir⁵⁵. Böylelikle yönetim kurulu üyeleri, şirketin piyasa içindeki bilinirliğini artıran reklam çalışmaları, personel eğitimi, teknolojik yenilikler veya şirket için oldukça önemli Ar-Ge çalışmaları yerine, pay fiyatını ve dağıtılabilir kar payını hızla artırmaya yönelik ancak uzun vadede etkisiz bir yatırım için şirket kaynaklarını kullanmaya eğilimine girmektedir. Nitekim bu nitelikteki yatırımlar hızlı geri dönüş sağlayacağından şirket pay değerlerini kısa vadede olumlu etkilenecekse de, esasen şirket uzun vadede kayba uğratılmış veya daha karlı olabilecek bir fırsattan mahrum kalmış olabilecektir.

Doktrinde yönetim kademesinin, baskı altına alınarak hızlı geri dönüş getirebilecek yatırımlara yönlendirilmesinde en büyük rollerden birinin, kurumsal yatırımcılara ait olduğuna ilişkin görüşler ağırlıktadır. Gerçekten de, gerek ABD’de gerek Avrupa’da kısa vadeli yatırımcıların başında kurumsal yatırımcılar kabul edilmekte olup, Kore sermaye piyasalarında da durumun aynı olduğuna işaret eden çalışmalar mevcuttur⁵⁶. Nitekim, kendi yatırımcılarını en kısa sürede tatmin etme amacını taşıyan kurumsal yatırımcılar, şirketlerde genellikle blok halinde önemli miktarda paya sahip olduklarından, kollektif olarak hareket edemeyen küçük pay sahiplerinin aksine şirket yönetimini kolaylıkla etki altına alabilmektedir. Bu derecede hacimli yatırımcıların yalnızca ortaklıktan ayrılma hakkını kullanması dahi, pay fiyatına doğrudan etki edeceğinden, şirketin bocalamasına sebebiyet verecektir. Bu doğrultuda yapılan bir araştırma, bir şirketteki mevcut tüm paylarının satılmasına

⁵³ Araştırmaya göre, Japonya’da kar payının daha önemli olduğunu ifade eden CEO’ların oranı yalnızca %3’de kalmıştır.

⁵⁴ Bu noktada, yönetim kurulunda aday gösterme imtiyazı, oy hakkı imtiyazı gibi yönetim kademesinin belirlenmesinde etkili olabilecek imtiyaz türlerine değinmekte fayda vardır. Zira söz konusu imtiyazlı payların kısa vadeli yatırımcıların elinde bulunması durumu kurumsal kısa vadede artıracakken; bu payların şirketi halka arz eden aidiyet duygusu güçlü yatırımcıların (örneğin aile şirketi iken halka arz olan şirket) elinde bulunması durumu, kurumsal kısa vadede hafifletilmesi anlamında işlevsel niteliktedir.

⁵⁵ Bushee; s.229.

⁵⁶ Chune Young Chung, Chang Liu, Kainan Wang; “*Institutional Investor Trading in a Short Investment Horizon: Evidence from the Korean Stock Market*” Emerging Markets Finance and Trade, 2016, Vol.52, Iss.4. (Erişim Tarihi: 21.02.2017, <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1540496X.2015.1025648?journalCode=mree20>)

yönelik tehdidinin, kurumsal yatırımcıların %42'si tarafından, şirket yönetimini disipline etmekte etkili bir yol olarak görüldüğünü ortaya koymuştur⁵⁷. Ancak, kurumsal yatırımcıların da kendi yatırımcılarına karşı “başarılı” performans çizme doğrultusunda baskı altında bulunduğunu belirtmek gerekir. Zira, fon yatırımcılarının fon iyi performans sağladığında alım yapmak, kötü performans sergilediğinde ise satmak eğiliminde olduğu bilinmektedir⁵⁸.

Ayrıca önemli miktardaki pay sahipliği, beraberinde önemli miktarda oy hakkı getirmektedir. Söz konusu oy hakkı da, genel kurul kararına ihtiyaç duyulan konularda ve yönetim kurulu üyesi seçiminde söz hakkı anlamına geldiğinden, kurumsal yatırımcıların memnun edilmesi yönetim kurulu üyeleri açısından öncelikli hale gelebilmektedir. ABD’de faaliyet gösteren News International Corp.’un 2011 yılındaki yönetim kurulu üye seçiminde yaşananlar konu hakkında güzel bir örnek teşkil etmektedir. Buna göre, ABD’nin en büyük kamu emeklilik fonu olan Kaliforniya Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi⁵⁹ (Calpers), şirket yönetiminin tazelenmesi amacıyla News Corp’un yönetim kurulu üyeleri Rupert Murdoch ve oğulları James - Lachlan Murdoch lehine oy kullanmayacağını açıklamış ve diğer kurumsal yatırımcıları da bu konuda harekete geçmek için davet etmiştir. 2012 yılı Mart ayı başlarında Rupert Murdoch’un oğlu James Murdoch, yatırımcı baskılarının birleşmesi sonucunda News International Corp. yönetim kurulu başkanlığı görevinden istifa etmiştir⁶⁰.

Dolayısıyla, kurumsal yatırımcıların sahip olduğu enstrümanlar, yönetim kurulu üyelerinin kurumsal yatırımcıların istekleri doğrultusunda karar almasına yol açabilmektedir. Şirketteki mevcut paylarından doğan oy haklarını kullanan kurumsal yatırımcıların, hukuki çerçevede yetkilerini kullanmaları sebebiyle herhangi bir sorumluluğunun bulunmaması da, fon yöneticilerine şirket yönetimini etki altına alma konusunda hareket alanı sağlamaktadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, kurumsal yatırımcıların perde arkasından şirket yönetimi ile irtibata geçme (behind-the-scenes discussions) yolunu da sık sık tercih ettiği bilinen bir gerçektir⁶¹.

Bu noktada Türkiye’de serbest yatırım fonları olarak da adlandırılan⁶² ve yine küresel krizin nedenleri arasında gösterilen Anglo-Saxon kökenli hedge fonlara değinmekte fayda vardır. Buna göre, hisse senedi odaklı serbest yatırım fonları, piyasa getirisinden daha çok mutlak getiriye odaklanmakta olduğundan, piyasaya

⁵⁷ McCahery, Sautner, Starks; s.2907.

⁵⁸ Dichev D. İlia; “*What Are Investors’ Actual Historical Returns? Evidence From Dollar-Weighted Returns*”, American Economic Review, Sayı:97, No:1, Mart 2007, s.386-401.

⁵⁹ Söz konusu emeklilik fonu, ilgili tarihlerde News Corp’un 1.45 milyon değerindeki hisselerine tek başına sahiptir.

⁶⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz: (Erişim: 27.02.2017, <http://www.hollywoodreporter.com/news/news-corp-rupert-murdoch-calpers-248977>); (Erişim: 27.02.2017, <http://www.reuters.com/article/us-financial-calpers-news-corp-idUSTRE79E01U20111015>).

⁶¹ McCahery, Sautner, Starks; sf.2906, 2929. (Söz konusu araştırmaya göre kurumsal yatırımcıların %63’ü son 5 yıl içerisinde yatırım yaptıkları şirket yöneticileriyle görüştüğünü, %45’i ise yatırım yaptıkları şirket yöneticileriyle dışarıda özel olarak görüştüğünü kabul etmiştir.)

⁶² 09.07.2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 6 ncı maddesinin dördüncü fıkrasının (d) bendi uyarınca; “Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsayan şemsiye fonlar” Serbest Şemsiye Fon olarak adlandırılmaktadır.

karşı duyarsız yapıdadırlar⁶³. Söz konusu fonlar koruma amaçlı fon olarak bilinmesine rağmen, oldukça riskli yatırım araçlarıdır. Genel olarak dünya örneklerinde bu tip riskli yatırım araçlarına yatırım yapılabilmesi için yatırımcılarda belirli yeterlilikler aranmaktadır. Benzer şekilde Türk sermaye piyasası mevzuatı uyarınca da bu tip fonlar yalnızca nitelikli yatırımcılara⁶⁴ satılabilmektedir. Kısa vadeci anlayışa ilişkin eleştirilerin odağında bulunan bu tip agresif yatırım fonları, herhangi bir şirkette %1-%2 gibi oranlarda pay sahibi olduğunda, söz konusu şirket paylarının değerini -istikrarsız sonuçlara da yol açsa- en kısa zamanda en yüksek değere ulaştırmak için yönetim kademesi üzerinde riskli kararlar alınması doğrultusunda baskı oluşturmaktadır⁶⁵. Nitekim bu tutum, şirket yönetimini normalden daha riskli yatırım kararlarına yöneltmekte ve şirketin uzun vadeli çıkarlarının göz ardı edilmesine neden olmaktadır. Ayrıca serbest yatırım fonlarının Türk sermaye piyasalarındaki büyüklüğünün hızla artmakta olduğu dikkate alınmalıdır⁶⁶.

Kısa vadeci anlayış faturasının literatürde büyük oranda kurumsal yatırımcılara kesilmesinin en önemli sebeplerinden biri, kurumsal yatırımcıların ABD ve Avrupa borsalarındaki tartışmasız hakim konumudur. Buna karşın ABD ve Avrupa'nın aksine kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasında kısa vadeci anlayışın temel sebeplerinden biri olduğunu söylemek mümkün görünmemektedir. Zira kurumsal yatırımcılar Türk sermaye piyasalarında 2003 yılı sonundan itibaren artan emeklilik yatırım fonlarının da etkisiyle önemli bir gelişme gösterse de, henüz

⁶³ Osman Kürşat Onat; "Serbest Yatırım Fonlarında Finansal Analiz: Türkiye'de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları Üzerine Bir Araştırma", AÇÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 2016, C:2, S.2, s.7.

⁶⁴ III.39-1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in 31 inci maddesinin birinci fıkrası;

"Profesyonel müşteri" kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriye ifade eder. Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak dikkate alınabilmesi için aşağıdaki kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir:

a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar.

b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar.

c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar.

ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar.

d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.

e) 32 nci maddede tanımlanan talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler. " hükmünü haizdir.

⁶⁵ Natalie Mizik; "The Theory and Practice of Myopic Menagement", Journal of Marketing Research, Sayı:47, No:4, Ağustos 2010, s.594-611.

⁶⁶ TSPB tarafından yayımlanan Türkiye Sermaye Piyasası Dergisi'nin Mayıs 2017 yılında yayınlanan sayısına göre; Türkiye'de serbest yatırım fonları 2010 yılında 214 milyon TL büyüklüğe sahipken, bu oran 2012 yılında 244 milyon TL'ye, 2014 yılında 935 milyon TL'ye, 2015 yılında 2.128 milyon TL'ye, 2016 yılında ise 3.174 milyon TL'ye ulaşmıştır. (Erişim Tarihi: 01.05.2017, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Turkiye_Sermaye_Piyasasi_Raporu_2016_May%C4%B1s-2017.pdf)

piyasaya yön verecek büyüklükte bir hacme sahip değildir. Daha önce de belirtildiği üzere, kurumsal yatırımcıların varlıkları 2000 yılında Almanya’da gayri gafi milli hasılanın %79,8’ine, Fransa’da %131,8’ine ve İngiltere’de %212,8’ine sahipken, Türkiye’de bu oran 2010 yılında ancak %4,5’a ulaşmıştır⁶⁷. Dolayısıyla kurumsal yatırımcıların, Türk sermaye piyasalarında henüz Avrupa ve ABD sermaye piyasalarına benzer bir hacme ulaşmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, Türkiye’de kısa vadeci anlayışta kurumsal yatırımcıların etkisinin olduğu kabul edilebilecekse de, bu etkinin Avrupa veya ABD sermaye piyasalarındaki kadar güçlü olmadığı düşünülmektedir.

Son olarak belirtmek gerekir ki, bir başka görüşe göre kısa vadeci yatırımcılar yönetim kademesine hızlı gelir getirici karar alma doğrultusunda baskı yapmamaktadır. Bunun yerine kısa vadeli yatırımcıların oluşturduğu döngüsel sistem kurumsal kısa vadeciliği körüklemektedir. Buna göre, medyanın da etkisiyle kısa vadede ve hızlı bir kazanç getireceğine inanılan şirketler, yoğun şekilde spekülative yatırımcı ilgisiyle karşılaşmakta ve bu durum da payların değerini artırmaktadır. Şirket yöneticileri de, pay değerini artırdığını gördüğü yatırımcı profili doğrultusunda, kısa vadede en hızlı şekilde kazanç sağlayabilecek yatırım kararlarına yönelmektedir. Sonuçta bu durum, daha fazla spekülative yatırımcının şirket paylarına yönelmesi ve pay değerini artıran bu tip pay sahiplerinin yönetim kademesi tarafından tatmin edilmesi şeklinde bir döngüye yol açarken, uzun vadede şirketin aleyhine bir durum ortaya çıkarmaktadır⁶⁸. İfade etmek gerekir ki, söz konusu görüş makul olmakla birlikte, yatırımcıların yönetim kademesi üzerindeki baskısını ele alan görüşler ağırlıktadır. Kaldı ki, kısa vadeli yatırımcılar tarafından oluşturulan döngüsel sisteme işaret eden yaklaşım da esasen, yönetim kademesi üzerindeki dolaylı baskının bir sonucudur.

C.3. Kısa Vadeci Anlayışı Tetikleyen Diğer Etkenler

Çalışmamızın önceki kısımlarında ifade edildiği üzere, yatırımcı niteliğinin ve yatırım anlayışının değişmiş olması kısa vadede pay alım satımından kar elde etmeyi amaçlayan yatırımcı sayısının hızla artmasına ve bu yatırımcılar tarafından şirket yönetim kademesinin etki altına alınabilmesine yol açmıştır. Hiç şüphesiz kısa vadeli yatırımcı sayısı ve bu yatırımcıların yönetimler üzerindeki etkileri dışında, kısa vadeci anlayışı tetikleyen başkaca sebepler de mevcuttur.

Kurumsal kısa vadeciliği artıran bir diğeri olarak, bizzat şirket yönetim kademesinden kaynaklı nedenlerle kısa vadeli yatırım kararlarının alınması gösterilebilir. Farklı bir deyişle, şirket yönetimleri herhangi bir yönlendirme olmaksızın, istekli olarak şirketin uzun vadedeki politikalarını ve istikrarını göz ardı eden yatırım kararları alabilmektedir. Bu durum ise genellikle yönetim kurulunun belirlenmesinde liyakat esaslarının yeteri kadar dikkate alınmadığı şirketlerde gözlemlenmektedir. Gerçekten de, yönetim kurulunun geleceği okuma becerisi zayıf yöneticilerden oluşması (*myopic management*) halinde, şirket politikaları kısa vadeli yatırım kararları çevresinde şekillenmektedir. Geleceği okuma becerisi zayıf yöneticiler kısa vadede pay fiyatı artışı ve hızlı getiriler sağlayabilse de, uzun vadede

⁶⁷ Akın, Ece; s.4.

⁶⁸ Aspara, Pajunen, Tikkanen, Tainio; s.667-675.

şirketin finansal performansına zarar vermektedir⁶⁹. Nitekim bu tür bir anlayışla yönetilen şirketlerde sık sık reklamcılık, personel eğitimleri, Ar-Ge giderleri gibi uzun vadede pozitif etki sağlayacak kalemlerde kısıntıya gidilmekte veya bu tür giderlere yeteri kadar kaynak ayrılmamaktadır. ABD’de şirket CFO’ları üzerinde yapılan bir araştırmaya göre; finansal raporlama döneminde beklenenin altında bir kazanç elde edilmesi halinde yöneticilerin %80’i reklam, Ar-Ge gibi giderleri kısacağı; %55’i ise uzun vadede şirket değerini artıracak olsa bile yeni bir projenin başlamasını erteleyeceğini beyan etmiştir⁷⁰.

Diğer taraftan, yönetici ücreti politikaları kısa vadeciliğin hem sebepleri hem de sonuçları arasında kabul edilebilir. Zira birçok şirkette yönetim kurulu üyelerinin aldığı huzur hakkı gibi mali haklar, şirketlerin pay fiyatları ile ilişkilendirilmiştir. Nitekim şirket pay fiyatının yönetim kurulunun aldığı ücret üzerinde etkili olması, doğal olarak yönetim kurulu üyelerinin hisse fiyatı odaklı olarak karar almasına yol açmaktadır. Buna göre, pay fiyatı ve yönetim kurulu ücretleri doğru orantılı olduğundan, şirketin uzun vadedeki çıkarları yönetim kurulu tarafından göz ardı edilebilmekte, uzun vadede şirket için daha faydalı olabilecek kararlar yerine, kısa vadede gelir getirecek kararlar tercih edilebilmektedir⁷¹. Benzer şekilde, şirketin uzun vadedeki çıkarlarını göz ardı eden bu tip kararlara, emeklilik zamanı gelen veya şirketten ayrılmayı planlayan CEO’larda da oldukça sık rastlanılmaktadır⁷².

Ayrıca gelişen teknolojinin kısa vadeli yatırımcı sayısını artırması üzerinde de durmak gerekir. Gerçekten de, gelişen ve çeşitlenen teknolojik imkanlarla birlikte pay alım satımı oldukça kolaylaşmış, yüzlerce farklı istatistiğe internet yardımıyla dünyanın her yerinden ulaşmak mümkün hale gelmiştir. Yatırımcılar artık cep telefonu veya tablet bilgisayarlar yardımıyla, heryerden kolaylıkla borsa nezdinde işlem yapabilir durumdadır. Bununla birlikte, kısa vadeli yatırımcılar ve teknoloji denildiğinde akla ilk olarak Yüksek Frekanslı İşlemler⁷³ (High Frequency Trading) gelmektedir. Gelişmiş bilgisayarlar aracılığıyla kullanılabilen söz konusu işlem tipinde inisiyatif, belirli algoritmalar dahilinde alım satım yapabilen ve piyasa

⁶⁹ Mizik; s.608.

⁷⁰ John R. Graham, Harvey R. Campbell, Rajgopal Shiva; “*The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*”, Journal of Accounting and Economics, 2005, 40(1-3), s.3-73.

⁷¹ Türkiye’de II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği’nin 4.6.2 no’lu maddesi; “*Yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esasları yazılı hale getirilmeli ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunulurken ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınmalıdır. Bu amaçla hazırlanan ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilir.*” hükmünü içermekte olup, borsada işlem gören bazı şirketlerin yönetim kurulu ücretlerini doğrudan pay değerine endekslediği görülmektedir. Ancak birçok şirkette de, payın değerinin yönetim kurulu ücretlerinin belirlenmesinde göz önünde bulundurulduğu bilinen bir gerçektir.

⁷² Mauboussin, Callahan; s.73.

⁷³ Yüksek Frekanslı İşlem Kullanıcıları, 05/05/2016 Tarih ve 02.UUE.02 sayılı “*BISTECH PTRM/İşlem Öncesi Risk Yönetimi Uygulaması Usulü ve Esasları*”nda şöyle tanımlanmıştır: “*Gelişmiş teknolojik araçlar ve/veya bilgisayarlarla desteklenmiş algoritmik emir üretim/iletim sistemlerini kullanarak sermaye piyasalarında, yüksek hızda ve çok sayıda emir iletilme ve işlem gerçekleştirme potansiyeline sahip olan elektronik bazı kullanıcılarıdır.*” Ayrıca, Yüksek Frekanslı İşlemlerin Türkiye’de nasıl ücretlendirildiğine ilişkin lütfen bkz. Yüksek Frekanslı İşlemler Kullanıcılarının Emir / İşlem Oranı (Otr – Order To Trade Ratio) Yöntemi İle Ücretlendirilmesine İlişkin BİST Bilgi Notu (Erişim Tarihi:05.05.2017, http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/nasdaq -dokuman/hft_otr_bilgi_notu.pdf?sfvrsn=2)

haberlerine oldukça hızlı tepki verebilen gelişmiş bilgisayar programlarında bulunmaktadır⁷⁴. Nitekim, bu programlar tarafından çok kısa süreler içerisinde piyasa analiz edilip, alım-satım kararı verilmekte ve nihayet milisaniyeler içerisinde borsaya binlerce alım-satım emri iletilebilmektedir. Yüksek Frekanslı İşlemlerin kullanımından önce de alım-satımdan kar elde edilmesi dominant yatırım stratejisi olsa da; Yüksek Frekanslı İşlemler, mikrosaniyeler içerisinde oluşan fiyat farklılığından dahi faydalanmayı mümkün hale getirmiştir⁷⁵. Dolayısıyla kısa vadeli yatırımcıların işlem yapmasını kolaylaştıran teknolojik gelişmelerin de spekülatif yatırımcı (noise traders-day traders) sayısındaki artışta önemli bir payının olduğu kabul edilebilir.

Son olarak, şirketin ticari faaliyetlerinin devamı için ortaya çıkan ekstra giderlerin de, uzun vadeli yatırım kararlarını engelleyici bir faktör olduğu belirtilmelidir. Bu noktada, gelişen teknolojinin şirket varlıkları üzerindeki etkilerine değinmekte fayda vardır. Zira hızla gelişen teknoloji, şirket varlıklarının kullanım süresini kısalttığından bu varlıklarının yenilenmesi önemli bir gider kalemi yaratmakta, şirketin uzun vadeli planlarına ayırması gereken fonun kısılmasına yol açmaktadır. Örneğin ABD’de yapılan bir araştırmada bilgi teknolojilerine yönelik şirket varlıklarının ortalama kullanım süresi 1980 yılında 11 yıl iken, 2013 yılında bu süre 6.6 yıla düşmüştür⁷⁶. Dolayısıyla, önemli şirket kaynaklarının, kullanım ömrü tükenmiş olan taşıt, bilgisayar, teknik malzemeler gibi varlıkların yenilenmesine harcanması, Ar-Ge’ye, personel eğitimlerine veya uzun vadeli yatırım planlarına ayrılan kaynağın azalmasının sebeplerinden biri olabilecektir. Ancak, günümüzde şirketlerin teknolojik ömürleri kısıtlı ve pahalı varlıkları (şirket araçları, lazer, üretim makineleri gibi) leasing gibi yöntemlerle kiralama yolunu tercih etmesinin, yenileme giderlerini azalttığı ve şirket varlıklarına yapılan giderleri öngörülebilir hale getirdiğini ifade etmek gerekir.

⁷⁴ Jakop Arnoldi; “Computer Algorithms, Market Manipulation and the Institutionalization of High Frequency Trading”, Theory, Culture & Society 2016, Vol. 33(1), s.33.

⁷⁵ Arnoldi; s.33.

⁷⁶ Mauboussin, Callahan; s.73.

III. KISA VADECI ANLAYIŞIN FRENLENEBİLMESİNİ TEMİNEN SADAKAT PAYI İHRAÇ EDİLMESİ

A. Sadakat Payı Kavramı

Kısa vadeci anlayışın olumsuz etkilerinin, son küresel krizle birlikte sermaye piyasalarında iyiden iyiye belirginleşmesi üzerine, kısa süreli pay alım satım yolunu tercih eden yatırımcı sayısının ve bu yatırımcıların niteliğinin, şirketler üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılabilmesi için çeşitli yöntemler kullanılabileceği öne sürülmüştür. Söz konusu yöntemleri “zorlayıcı yöntemler” ve “destekleyici yöntemler” olarak iki ana başlık altında ele almak mümkündür.

Öncelikle ifade etmek gerekir ki, “zorlayıcı yöntemler” ifadesinin tercih edilmesinin sebebi, bu yöntemlerin kısa vadeli yatırımcıların alım-satım inisiyatiflerini kısıtlaması ve bu suretle yatırımcıları uzun vadeli yatırıma yönlendirmesidir. Farklı bir deyişle, zorlayıcı yöntemlerde kısa vadeli pay alım-satımı devlet müdahalesiyle güçleştirilmekte, böylelikle yatırımcılar uzun vadeli yatırım yapmaya zorlanmaktadır. Teorik olarak, borsada kısa vadeli pay alım-satımından kaynaklanan kazanç vergisinin artırılması gibi tedbirlerle, kısa vadeli alım-satım yapan yatırımcıların yatırım tercihlerini değiştirme konusunda zorlanması mümkündür. Ancak, serbest piyasa kavramıyla uyumsuz nitelikteki zorlayıcı yöntemlere başvurulması, yatırımcıları Türk sermaye piyasaları dışına da itebileceğinden, genel anlamda zorlayıcı tedbirlerden beklenen verimin alınamayabileceği değerlendirilmektedir.

Buna karşın “destekleyici yöntemler” olarak adlandırılacak çözüm yöntemleriyle, kısa vadeli yatırımcılar, herhangi bir zorlayıcı düzenleme olmaksızın uzun vadeli yatırımlara yönlendirilebilir. Böylelikle yatırımcıların serbest yatırım içerisinde uygun gördüğü şekilde yatırım yapma imkanı devam ederken, uzun vadeli yatırımcılar lehine teşvik olarak adlandırılacak düzenlemelerle, yatırımcı profilinin tercihlerini değiştirmesi sağlanabilecektir. Kısa vadeci yatırım anlayışıyla mücadelede etkin olarak yararlanılabilecek destekleyici yöntemlerin başında ise, İtalya ve Fransa’da yaygın olarak kullanılan “*sadakat payları*” (loyalty shares) gelmektedir. Zira, anılan pay türünün ihracı, kısa vadeli yatırımcılara yönelik zorlayıcı herhangi bir nitelik taşımadığından; ortaklıktan ayrılmak isteyen yatırımcının kısa vadedeki satım opsiyonu, her zaman mevcudiyetini korumaktadır.

Sadakat payı kavramı, öncelerde Fransız şirketlerinde belirli bir elde tutma süresi sonucunda sahibine çift oy hakkı veren pay türünü tanımlamak için faydalanılan bir terimdi⁷⁷. Ancak bugün söz konusu ifade, belirli bir elde tutma periyoduna bağlı olarak, fazladan kar payı hakkı, şirket hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı gibi çeşitli getirileri de içine alacak şekilde kullanılmaktadır. Bu noktada ifade etmek gerekir ki, “*loyalty shares*” ifadesinin Türkçe karşılığı “*sadakat payları*” olmakla birlikte, güçlü ve içten bağlılık anlamına gelen “*sadakat*” ifadesi yerinde, doğrudan “*bağlılık*” kelimesinin kullanılmasının (*bağlılık payları*) daha uygun olabileceği kanaatindeyim. Zira, bir yatırımcının mevcut paylarını kısa sürede elden çıkarmış olması, doğrudan o yatırımcının sadık olmadığı anlamına

⁷⁷ Quimby; s.400.

gelmeyecektir. Bununla birlikte, yaygın tercih olması sebebiyle, “*sadakat payı*” ifadesinin kullanımına işbu çalışmada devam edilecektir.

Sadakat paylarının doğumu, kısa vadeli yatırımcı tipinin azaltılarak, şirket paylarının uzun vadede elde tutulmasının teşvik edilmesi ve böylelikle şirketi daha iyi tanıyan uzun soluklu yatırımcıların şirket yönetimindeki etkisinin artırılması fikrine dayanmaktadır. Söz konusu pay tipi, doktrinde pay sahiplerinin kendi içindeki temel çıkar çatışmalarından biri olarak kabul edilen⁷⁸, uzun vadeli yatırımcılar ile kısa vadeli yatırımcılar arasındaki çıkar çatışmasında, uzun vadeli olanlar lehine destekleyici bir unsur olarak kullanılmaktadır. Gerçekten de sadakat payı sisteminde, belirli bir süre periyodunda şirket paylarını elde tutan yatırımcılar “ödüllendirilmekte”, bu yolla diğer yatırımcıların da uzun vadeli yatırıma teşvik edilmesi amaçlanmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak uzun soluklu yatırımcılar şirket politikalarında daha etkili olabilmekte, genel kurul eliyle yapılan denetim daha işlevsel hale gelebilmekte, piyasadaki kısa vadeli yatırımcı sayısı ve dolayısıyla piyasa oynaklığı azaltılabilmektedir. Benzer şekilde aidiyet duygusu yüksek ve uzun soluklu yatırımcıların çoğunlukta olması, şirket politikalarının pay fiyatı odaklı olarak belirlenmesini frenleyici etki göstereceğinden, sadakat paylarının piyasa verimliliğine de katkı sağlayabileceği açıktır.

B. TTK Uyarınca Sadakat Paylarının Hukuki Niteliği

B.1. İmtiyazlı Pay Olarak Kabul Edilip Edilemeyeceğine İlişkin Olarak

Mahiyeti itibarıyla sadakat payları belirli özellikleri taşıyan pay sahiplerine avantaj sağlamak ve söz konusu pay sahiplerini diğer pay sahiplerinden ayrıcalıklı bir statüye dahil etmektedir. Öyle ki, örneğin 3 yıl aynı şirketin paylarını kesintisiz olarak elinde bulunduran bir pay sahibi, 6 ay önce pay edinen bir diğer pay sahibine göre daha fazla oy hakkına, daha fazla kar payı hakkına veya ek rüçhan hakkına sahip olabilmektedir. Bu anlamda, sadakat payları ile imtiyazlı payların oldukça benzer nitelikte olduğu açık olup, sadakat paylarının tanıdığı ayrıcalıklı hakların TTK anlamında bir imtiyaz olup olmadığına üzerinde durulması gerekmektedir. Zira bu pay türünün imtiyaz olarak kabul edilmesi halinde, sadakat payı hükümlerinin halka açık bir şirketin esas sözleşmesine eklenmesi veya mevcut sadakat payı hükümlerinde değişiklikler yapılması SPKn’nun 23 üncü maddesinin birinci fıkrası⁷⁹ uyarınca önemli nitelikteki işlem kabul edilecek, hatta esas sözleşme değişikliğine

⁷⁸ İsmail Kırca, Feyzan Hayal Şehirali Çelik, Çağlar Manavgat; Anonim Şirketler Hukuku, C.I, Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2013, s.258. (Söz konusu yazarlara göre, TTK, anonim şirketlerde uzun ve kısa vadeli yatırımcılar arasındaki çıkar çatışmasını uzun vadeli yatırımcılar lehine olacak şekilde çözmüştür. TTK m.519 vd. yer alan yedek akçelere ilişkin düzenlemeler de bunun bir göstergesidir.)

⁷⁹ SPKn md.23/1: “(1) Halka açık ortaklıkların;

a) Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması,
b) Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması,
c) Faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi,
ç) **İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,**
d) Borsa kotundan çıkması,

gibi hususlar bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır. Kurul, önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.”

ilişkin genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine, SPKn'nun 24 üncü maddesinin birinci fıkrası⁸⁰ uyarınca ayrılma hakkı tanınması gündeme gelebilecektir. Benzer şekilde, genel kurul kararı dışında, ayrıca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun onayının gerektiği durumlarda, sadakat payı sahiplerinin ayrı onayı aranacak veya bu tip payların tanındığı haklar, imtiyazların kullanılamayacağı ya da kaldırılacağı durumlarda⁸¹ geçersiz olacaktır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, imtiyaz –geçersizlik hali hariç- adaletsiz olması, eşitliği bozması veya benzeri sebeplerle mahkeme kararı ile de kaldırılamamaktadır⁸².

“İmtiyaz” kelime anlamı olarak başkalarına tanınmayan özel, kişisel hak veya şart, ayrıcalık anlamını taşımaktadır⁸³. Benzer şekilde, anonim şirketler hukukunda da imtiyaz, paya tanınan üstün bir hak olup, bu husus TTK'nın 478 inci maddesinin ikinci fıkrası hükmünde “İmtiyaz; *kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır.*” şeklinde ifade edilmiştir. Görüldüğü üzere, madde metninde imtiyazın kural olarak “paya” tanınmış olması gereği açıkça vurgulanmıştır. Ancak bu noktada ifade etmek gerekir ki; TTK'nın 360 ıncı maddesi⁸⁴ uyarınca, yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı payların yanı sıra, belirli pay sahipleri gruplarına, azlığa veya bir grubun tamamına tanınabilmektedir.

TTK 478 hükmünden anlaşıldığı üzere, imtiyazlı payların mutlaka adi paylara nazaran bir üstünlük barındırması gerekmektedir. Nitekim mevcut payların, aralarında bir üstünlük oluşmaksızın pay gruplarına bölünmesi bir imtiyazın varlığı anlamına gelmez⁸⁵. Dolayısıyla, şirket sermayesi farklı pay gruplarına bölünerek, tüm pay gruplarına yasada öngörülenden daha fazla oy hakkı verilmiş olsa dahi, bir pay grubu diğerine nazaran üstün tutulmadığı için imtiyazın varlığından

⁸⁰ SPKn md.24/1: “23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir. Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, söz konusu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından satın almakla yükümlüdür.”

⁸¹ Bilindiği üzere, imtiyazların kanunen kullanılamayacağı haller bulunduğu gibi, tamamen kaldırılabilirdiği durumlar da mevcuttur. Gerçekten de, TTK'nın 479 uncu maddesinin üçüncü fıkrasındaki durumların mevcut olması halinde, önceden esas sözleşme ile öngörülmüş olan oy imtiyazları kullanılamazken, SPKn'nun 28 inci maddesinin ikinci fıkrasında ise şirketin geçerli bir nedeni olmaksızın 5 yıl üst üste zarar etmesi durumunda esas sözleşmede mevcut olan belirli imtiyaz hakları Kurul kararıyla tamamen kalkabilmektedir.

⁸² Ünal Tekinalp; Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015, s.85.

⁸³ Türk Dil Kurumu, Türkçe Sözlük 1, 9. Baskı, Ankara 1998, s.1078.

⁸⁴ TTK md. 360: “**Esas sözleşmede öngörülmek şartı ile, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir.** Bu amaçla, yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği esas sözleşmede öngörülebileceği gibi, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanınabilir. Genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeliğine önerilen adayın veya hakkın tanındığı gruba ve azlığa mensup adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde üye seçilmesi zorunludur. Bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkı, halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamaz. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin düzenlemeler saklıdır.

(2) Bu maddeye göre yönetim kurulunda **temsil edilme hakkı tanınan paylar imtiyazlı sayılır.**”

⁸⁵ Hasan Pulaşlı; Şirketler Hukuku Şerhi, Adalet Yayınevi, Ankara 2015, C.II, s.1290.

bahsedilemeyecektir⁸⁶. Kaldı ki, sermaye piyasası mevzuatı, imtiyaz tanınmaksızın şirket sermayesinin farklı pay gruplarına bölünmesine cevaz vermemektedir⁸⁷. Farklı bir deyişle, sadakat paylarının imtiyaz olmadığı sonucuna varılması halinde, sadakat paylarının şirketin sermayesinde ayrı bir grup altında izlenmesi de mümkün olamayacaktır.

Bunun dışında TTK md.478 hükmünün birinci fıkrası⁸⁸ gereği imtiyaz mutlaka esas sözleşme ile tanınabildiğinden⁸⁹, esas sözleşmede belirtilmemiş ve tanımlanmamış bir hakkın imtiyaz olmadığı kabul edilmektedir. Zira imtiyazın esas sözleşme ile temellendirilmesi şart olup, konusunun ve kapsamının da esas sözleşmede açıkça belirtilmesi gerekmektedir⁹⁰. Dolayısıyla sadakat payı kavramının, doğrudan kanun koyucunun iradesiyle (ileride değinileceği üzere Fransa örneğine benzer şekilde) emredici şekilde Türk şirketler hukukuna girmesi ve şirketlere bu konuda esas sözleşmelerinde düzenlenebilecek bir husus bırakılmaması durumunda, sadakat paylarının TTK anlamında bir imtiyaz olup olmadığının tartışılmasına gerek bulunmayacaktır.

Diğer taraftan yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı dışındaki⁹¹ oy hakkı, kar payı, rüçhan hakkı gibi imtiyaz tipleri, yalnızca paylara tanınabilmekte olduğundan, sadakat paylarının niteliği ile bu tip imtiyazların uygun olmadığı düşünülmektedir. Zira sadakat paylarında esas alınan pay sahibinin kendisi iken, imtiyaz yalnızca paya tanınabilmektedir. Nitekim sadakat payı sahibi payı devrettiğinde, yeni pay sahibi sadakat payının tanıdığı avantajlardan faydalanamazken, imtiyazlı pay sahibi payını tüm hak ve yükümlülükleriyle devredebilmektedir. Dolayısıyla, imtiyazın paya tanınırlığı kuralı gereği, pay sahipleri lehine kâr payı hakkında, tasfiye payı hakkında, oy hakkında ve diğer pay

⁸⁶ Bu bağlamda her ne kadar gerçekleşmesi güç bir örnek olsa da, bir şirketin tüm pay sahipleri, pay sahipliği süresi sebebiyle sadakat paylarına sahipse o şirkette sadakat paylarının imtiyaz niteliği taşıyıp taşımadığının tartışılmasına gerek bulunmamaktadır. Zira, sadakat paylarının tanıdığı üstün haktan her bir pay sahibi faydalanacağından, bir pay sahibinin diğer pay sahibine nazaran üstün bir hakka sahip olduğundan bahsedilemez.

⁸⁷ 03.06.1989 tarih ve 20204 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:I, No:5 sayılı Hisse Senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Tebliğ’in “*Diğer Unsurlar Bölümü*”nde; “**Hisse senetlerinde grup, sadece, ortaklık sermayesini temsil eden paylar arasında imtiyazdan kaynaklanan farklar bulunması durumunda bu payları ayırmak için kullanılmalıdır.** Paylar arasında imtiyazdan kaynaklanan farklılıklar bulunmamakla birlikte , yönetim ve denetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme hakkı bakımından grup ayrımı yapılabilir. İmtiyaz dışında, payların nama veya hamiline olması ve bedelli veya bedelsiz sermaye artırım karşılığında çıkarılmış olması gibi hallerde, grup ayırımına yer verilmez. Grup ayrımı, hisse senetleri üzerinde grubu temsilen farklı harfler kullanmak suretiyle belirtilir.” hükmü yer almaktadır.

⁸⁸ TTK md. 478/1:“(1) İlk esas sözleşme ile veya esas sözleşme değiştirilerek bazı paylara imtiyaz tanınabilir.”

⁸⁹ Tekinalp’e göre TTK 531 hükmü bu kuralın bir istisnasını oluşturmaktadır. (Ünal Tekinalp; sf.84.)

⁹⁰ Pulaşlı; C.II, s.1292.

⁹¹ Belirli özellikleri barındıran pay sahipleri guruplarına yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı tanınabilmesi açısından, sadakat paylarının niteliği ile imtiyaz hükümleri benzerlik taşımaktadır. Zira, sadakat payları hükümlerinin tanımlandığı şirketlerde, ayrıcalıklı haklar paya değil, belirli bir vadede payı elinde bulunduran pay sahiplerine tanınmaktadır. Söz konusu payların el değiştirmesi halinde ayrıcalıklı hakların son bulması da bunun açık bir göstergesidir.

sahipliği haklarında herhangi bir imtiyaz tanınması mümkün değildir⁹². Bu bağlamda pay sahiplerine ek oy hakkı, ek kar payı hakkı gibi avantajlar tanınmasını öngören sadakat paylarının, TTK anlamında imtiyazlı pay olarak kabul edilebilmesi mümkün görünmemektedir.

Benzer şekilde imtiyazda hak sahipliği, paya sahip olma dışında bir şarta bağlanamadığından⁹³, sadakat paylarının imtiyaz olarak kabulü mümkün değildir. Zira, sadakat paylarında tanınan ek menfaatin elde edilmesi, pay sahibi tarafından, belirli bir süre payın elde bulundurulmasına bağlıdır. Farklı bir deyişle, sadakat payları, niteliği gereği şarta bağlı ayrıcalıklar sunduğundan, imtiyaz olarak değerlendirilemeyecektir. Dolayısıyla, bu tip payların, sınırlayıcı hükümler dışında⁹⁴, imtiyazın tabi olduğu hükümlere tabi olmayacağı söylenebilir.

Çalışmanın bu kısmına kadar ifade edilenlerden sonra, bağlam ve imtiyazın bir pay grubunda beraber bulunması durumunun da üzerinde durmak gerekir. Zira, bu iki enstrümanın birlikte bulunması, sadakat payının yarattığı etkiye benzer bir sonuç yaratacağından, akıllara bu yolla sadakat payının oluşturulabilmesinin mümkün olup olmadığı gelebilecektir. Örneğin, C grubunu temsil eden payların, 2 yıl süre boyunca satışını yasaklayan bağlam hükmünün esas sözleşmede yer alması ve ayrıca C grubunu temsil eden paylara fazladan oy hakkı tanınması teknik anlamda mümkündür. Ancak herşeyden önce hatırlatmak gerekir ki, sadakat paylarının işlevlerinden en önemlisi, borsada işlem gören payların devir hızını düşürmektir. Buna karşın, bağlam aracılığıyla devri kısıtlanmış paylar borsada işlem göremeyecektir. Benzer şekilde, “*destekleyici yöntemler*” arasında yer alan sadakat paylarında, kısa vadeli yatırımcıların satım opsiyonu yatırım süresi boyunca devam etmektedir. Buna karşın, TTK 492 uyarınca, nama yazılı paya⁹⁵ esas sözleşmeyle bağlam getirildiğinde, bu opsiyon kısa vadeli yatırımcıdan alınmakta ve yatırım serbestisi kavramıyla zıt bir durum yaratılmaktadır.

Diğer taraftan, sadakat paylarının TTK anlamında imtiyaz olarak kabul edilmesi mümkün olmamakla birlikte, bu tip payların “akdi hak” oluşturacak şekilde, şirket esas sözleşmeleriyle öngörülebilmeleri mümkündür. Farklı bir deyişle, şirket pay sahipleri tarafından esas sözleşme ile öngörülmüş olan sadakat paylarının hukuki statüsünün, genel hükümlere tabi olan “*akdi hak*” olarak kabul edilebileceği düşünülmektedir⁹⁶. Zira pay yerine kişiye, sığata veya bir makama bağlanan ayrıcalık

⁹² Hakan Bilgeç; Anonim Şirketlerde Oyda İmtiyaz, 2016, Yayımlanmış Doktora Tezi, 2016, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, s.20.

⁹³ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2009, 9. Baskı, s.459. Hasan Pulaşlı; “*Anonim Şirketlerde Yönetimde İmtiyaz ve Buna İlişkin Esas Sözleşme Düzenlemelerinin Anlam ve Etkisi*”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na Armağan, İÜHF Yayınları 1999, s.564.

⁹⁴ İleride değinileceği üzere, sadakat payları ile pay sahibine tanınan ayrıcalıkların, imtiyazın tabi olduğu sınırlamalardan etkilenmeyeceği şeklinde bir yorum, Kanun’un dolanılması anlamına gelebilecektir.

⁹⁵ Bağlam, TTK 492 uyarınca yalnızca nama yazılı paylara getirilebilmekte olup, hamiline yazılı paylar için bağlam öngörülememektedir. Bu noktada BİST’de yalnızca hamiline yazılı payların ve **şirket yönetim kurulunun beyaz ciroyla devrine dair karar almış olması şartıyla** nama yazılı payların işlem görebildiğini hatırlatmak gerekir.

⁹⁶ Sadakat paylarının Türkiye’de kanuni düzenleme olmaksızın esas sözleşme yoluyla yaratılabileceği ve söz konusu hakkın “*adi bir sözleşmesel hak*” statüsü doğuracağı yorumu için bkz: Yatağan Özkan; s.173.

veya üstün haklar, imtiyaz değil, ancak bir “*akdi hak*” oluşturmakta⁹⁷ ve ancak Türk Borçlar Kanunu hükümleri çerçevesinde karşılıklı anlaşmayla değiştirilip ortadan kaldırılabilmektedir⁹⁸. Dolayısıyla sadakat paylarının Türkiye’de kullanılabilmesi için bir kanuni düzenleme zorunluluğu bulunmamakta olup, pay sahipleri tarafından, esas sözleşme hükümleri aracılığıyla sadakat paylarının kullanımı mümkün olabilecektir.

B.2. Eşit İşlem İlkesine Aykırılık Teşkil Edip Etmeyeceğine İlişkin Olarak

Sadakat paylarının hukuki mahiyetini irdelemeden önce bu tip payların anonim şirketler hukukuna hakim olan ilkelerden “*eşit işlem ilkesi*”ne aykırılık teşkil edip etmediğinin üzerinde durulması faydalı olacaktır. Zira sadakat payları uzun ve kısa vadeli yatırımcılar arasında farklılığa gidilmesi prensibine dayalı olduğundan akıllara eşit işlem ilkesini getirmekte olup; sadakat paylarının ülkemize uyarlanabilirliğine ilişkin bir değerlendirme yapılabilmesi için, bu pay türünün mevzuat hükümleri çerçevesinde eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil edip etmeyeceği incelenmelidir.

Bilindiği üzere, eşit işlem ilkesinin kaynağını oluşturan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) “*Eşit işlem ilkesi*” başlıklı 357 nci maddesi “*Pay sahipleri eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulur*” hükmünü içermektedir⁹⁹. Özel hukukun çeşitli alanlarında uygulanan eşit işlem ilkesi anonim şirketler hukukunda, eşit durumdaki pay sahiplerine, **aksi uygulamayı gerektirecek haklı bir neden olmadığı sürece** eşit muamele yapılmasını, bir başka ifadeyle eşit şartlardaki pay sahiplerinin keyfi şekilde farklı işleme tabi tutulmasını engellemeyi amaçlar¹⁰⁰.

Eşit işlem ilkesinin mutlak veya nispi şekilde olmak üzere iki farklı şekilde uygulanması mümkündür¹⁰¹. Mutlak şekilde uygulanması pay sahipleri arasında hiçbir nedenle farklılaşma yapılmaması anlamına gelmekle birlikte; nispi şekilde uygulanması uygun şartlar dahilinde, pay sahiplerinin şirket içindeki konumlarının farklılaşmasına cevaz vermektedir. Bu ayrım çerçevesinde, (oy hakkı gibi) oransallık ilkesinin uygulandığı pay sahipliği hakları açısından, pay sahibinin şirket içindeki konumu dikkate alınarak, eşit işlem ilkesinin nispi şekilde uygulandığı; (iptal davası açmak gibi) oransallık ilkesinin geçerli olmadığı, pay sahibinin elinden alınamayacak ve vazgeçilemeyecek nitelikteki haklar açısından ise eşit işlem ilkesinin mutlak şekilde uygulandığı doktrinde kabul edilmektedir¹⁰². Kaldı ki, TTK’nın 357 nci maddesinde yer alan amir hükümden de anlaşılacağı üzere, eşit işlem ilkesinin

⁹⁷ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 1.3.1995 tarih ve E.1995/7391, K.1995/1777 sayılı; Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 12.11.1992 tarih ve E.1992/3211, K.1992/10546 sayılı; Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 13.02.2013 tarih ve E.2011/15478, 2013/2491 sayılı kararları.

⁹⁸ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, N.786.

⁹⁹ Benzer şekilde İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin III/A başlıklı bölümünde de bu husus; “*All shareholders of the same series of a class should be treated equally*” hükmüyle vurgulanmıştır.

¹⁰⁰ Kırca, Şehirali Çelik, Manavgat; s.132.

¹⁰¹ Şükrü Yıldız; Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara 2004, s.75. Eren Erdem; Türk ve İsviçre Hukuklarında Eşit İşlem İlkesi, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukukunun Türk Ticaret Hukukuna Etkileri, İstanbul 2009, s.395.

¹⁰² Poroy, Tekinalp, Çamoğlu; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, N.889; Yıldız; s.75.

uygulamasında en önemli kriterlerden biri pay sahiplerinin “eşit şartlarda” bulunmasıdır. Nitekim anılan hükümde, pay sahiplerinin “eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulacağı” hüküm altına alınmakla, aslında nispi bir eşitliğin esas alındığı ifade edilmektedir.

Dolayısıyla kanun koyucu paylar arasında farklılık yaratılmasına izin vermekte olup, imtiyaz da bunun tipik bir örneğini oluşturmaktadır. Esas sözleşmede bu gibi farklı kategori payların yaratılmış olması, kanundan doğan bir olanağın kullanımı anlamına gelmekte olup, eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturmamaktadır. Her ne kadar kanuni dayanağı yoksa da, sadakat payları, pay sahipliği süresine bağlı olarak farklı bir muameleyi gerektirdiğinden, nispi eşitliği esas alan TTK’nın 357 nci maddesine aykırılık teşkil etmediği değerlendirilmektedir. Zira, sadakat paylarında yatırımcılar, yatırım süreleri baz alınarak ve eşit imkanlar altında kategorilendirilmekte olup, mutlak eşitlikten sapılmasında kamu yararı bulunmaktadır. Buna karşın, eşit şartlar altındaki sadakat payı sahipleri arasında yapılacak herhangi bir ayırımın, eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil edeceği belirtilmelidir.

Kaldı ki, sadakat paylarının öngörülmesine ilişkin esas sözleşme hükümlerinin Hollanda yargısı tarafından eşit işlem ilkesine aykırılık açısından değerlendirilmiş olduğunu da belirtmek gerekir. Nitekim, Amsterdam Borsası’nda kayıtlı Royal DSM NV adlı şirketin yönetim kurulu, esas sözleşmesine sadakat payına ilişkin hüküm eklemek için genel kurulu toplantıya çağırıldığında, şirketin kurumsal yatırımcılarından Franklin Mutual Advisors tarafından “*değişiklik tasarısının eşit davranma yükümlülüğüne aykırılık teşkil ettiği*” iddiasıyla dava açılmıştır. İlk derece mahkemesi tarafından konuya ilişkin olarak, farklı pay grubu yaratılmaksızın pay sahipleri arasında farklılığa gidilmesinin mümkün olmadığı belirtilerek konunun genel kurul oylamasına sunulamayacağına hükmedilmişse de, yüksek mahkeme tarafından pay gurubu oluşturulmadan pay sahipleri arasında sadakat payları aracılığıyla farklılığa gidilmesinin ayrımcılığa sebebiyet vermediği gerekçesiyle, ilk derece mahkemesi kararının bozulmasına hükmedilmiştir¹⁰³.

B.3. Tek Borç İlkesine Aykırılık Teşkil Edip Etmeyeceğine İlişkin Olarak

Sadakat paylarının gündeme gelmesiyle birlikte akla ilk gelen hususlardan bir diğeri de anonim şirketler hukukuna hakim ilkelerden biri olan “*tek borç ilkesi*”dir. Zira sadakat paylarının tanıdığı avantajlı haklardan faydalanılabilmesi, pay sahipliğinin herhangi bir kesinti olmaksızın belirli bir süre devam ettirilmesine bağlıdır.

Tek borç ilkesinin kabulüne sebep olan düşüncenin temelinde bir taraftan sınırlı sorumluluk kuralı, diğer taraftan da sermaye ortaklığını nitelendiren taşıyıcı kolonlar ve anonimlik yatar. Zira bir pay sahibine pay bedelini ödemek dışında ek yükümlülük getirmek mezk’ur borcun ifa edilmemesi halinde doğacak sonuçlar bakımından sınırsız sorumluluk gerektirir¹⁰⁴. Bu doğrultuda, TTK’nın 480 inci maddesinin birinci fıkrasında yer alan; “*Kanunda öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibari değerini aşan primi ifa*

¹⁰³ Yatağan Özkan; s.176.

¹⁰⁴ Tekinalp; s.162.

dışında borç¹⁰⁵ yükletilemez” hükmü gereği, şirket ortaklarına sermaye koyma borcu dışında getirilebilecek yükümlülükler oldukça sınırlıdır.

Gerçekten de, TTK’ya hakim olan tek borç ilkesi gereği, anonim şirketlerde pay sahibine sermaye borcu dışında ek bir yükümlülük yüklenemeyeceği gibi, pay sahibi rızası dışında taahhüdünü ve sorumluluğunu artırmaya zorlanamamaktadır. Bu husus TTK’nın 329 uncu maddesinin ikinci fıkrasında da yer alan *“Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur”* şeklinde hüküm altına alınmıştır. Dolayısıyla kural olarak, sermaye koyma borcu, prim (agio) ve TTK m. 480/3 hükmü anlamındaki yükümlülük dışında pay sahibine esas sözleşmeyle başkaca bir yükümlülük¹⁰⁶ getirilemez. Nitekim tek borç ilkesinin ihlal edilmesi ancak pay sahibi aleyhine ortaklığın devamı için getirilecek ek bir *“yükümlülük”* ile mümkün olabilmektedir. Hatta doktrinde *“zorunlulukların”* çoğunun tek borç ilkesini ihlal etmesine karşın, sağlıklı bir sonuca varılabilmesi açısından her bir *“zorunluluğun”* (yükümlülüğün) somut olayın özellikleri bakımından ayrı ayrı incelenmesi gerektiğini savunan yazarlar da mevcuttur¹⁰⁷.

Bu anlamda tek borç ilkesine aykırılık, pay sahibine bu sıfatını devam ettirebilmesi için ek bir yükümlülük öngörülmesi ile mümkün olabilmektedir. Buna karşın, sadakat paylarında öngörülen pay sahipliği süresi, pay sahipliğinin devam edip etmeyeceğini değil, yalnızca pay sahibinin sahip olabileceği ayrıcalıklı hakları etkilemektedir. Farklı bir deyişle, şirket payının belirli bir süre elde tutulması bir yükümlülük olarak düzenlenmemekte, aksine payı öngörülen süreden önce elden çıkaran pay sahibi yalnızca ayrıcalıklı haklarını kaybetmektedir. Dolayısıyla sadakat payları ile öngörülen durumun ek yükümlülük olarak nitelendirilemeyeceği ve sadakat payları hükümlerinin tek borç ilkesine aykırılık teşkil etmediği düşünülmektedir.

B.4. Sadakat Paylarının Tabi Olacağı Kanuni Sınırlamalara İlişkin Olarak

Her ne kadar sadakat payları ülkemiz mevzuatında henüz yer almasa da, bu pay türünün Türk şirketler hukuku kapsamına alınması veya kanuni düzenleme bulunmaksızın kullanılmaya başlanması halinde, belirli sınırlamalara tabi olacağı şüphesizdir. Zira, kanunun emredici hükümleri ile tezatlık oluşturan bir sistemin benimsenmesi hukuki açıdan mümkün değildir. Bu anlamda her ne kadar sadakat paylarının bir imtiyaz olarak kabulü mümkün görünmese de, sadakat payı türünün tanıdığı ayrıcalıklı hakların, TTK uyarınca öngörülmüş olan imtiyazların tabi olduğu sınırlamalara evleviyetle tabi olması gerekir. Zira imtiyazlı payların tanıdığı ayrıcalıkların sınırlamalara tabi olması, buna karşın sadakat payları aracılığıyla tanınan ayrıcalıkların sınırsız uygulamaya elverişli olması, TTK’nın dolanılması anlamına gelecektir. Kaldı ki, 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu’nun 1 inci maddesinde *“Kanun özüyle ve sözüyle değindiği bütün konularda uygulanır”*

¹⁰⁵ Madde gerekçesinde de borç kelimesinin kasıtlı olarak tercih edildiği ve geniş anlam taşıdığı açıkça ifade edilmiştir.

¹⁰⁶ TDK’ya göre yükümlülük ifadesi, “mecburiyet” kavramını ifade etmektedir. (Bkz: http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.590b161fb39fb1.36678156, Erişim Tarihi:04.05.2017)

¹⁰⁷ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul, 1997, 7. Bası, s.533.

denilmek suretiyle, salt lafzi bir yorumda bulunmanın yetersizliğine işaret edilmekte olduğundan, imtiyazlı paylara yönelik sınırlayıcı hükümlerin, yalnızca imtiyazlı paylarla tanınan ayrıcalıklara uygulanmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, TTK'nın 478 inci maddesinin ikinci fıkrası hükmünde yer alan “*İmtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda (...)*” ifadesi gereği, imtiyaz hakkı yalnızca “*orantısal haklarda*”¹⁰⁸ uygulanabilmektedir¹⁰⁹. Zira Kanun orantısal nitelikteki belirli imtiyaz türlerini saymakla birlikte, “*gibi*” ifadesiyle de benzer nitelikteki haklarda imtiyaz tanınmasının mümkün olduğunu vurgulamıştır. Dolayısıyla orantısal olmayan, genel kurula katılma, genel kurulda görüş açıklama, öneride bulunma, iptal ve sorumluluk davası açma gibi haklarda imtiyaz tanınmaz¹¹⁰. Söz konusu haklarda imtiyaz tanınmaması, hükmün özü gereği, sadakat payı uygulaması ile de bu haklarda ayrıcalık tanınmasının mümkün olmadığı anlamına gelmektedir. Farklı bir deyişle, orantısal olmayan ve her pay sahibinin sahip olduğu hakların, sadakat paylarının konusunu oluşturması mümkün değildir.

Benzer bir sınırlama TTK'nın 479 uncu maddesinin ikinci fıkrasından¹¹¹ kaynaklanmaktadır. Anılan hükme göre, istisnalar¹¹² hariç olmak üzere oyda imtiyaz hakkının üst limiti on beş oydur. Bu bağlamda oy hakkı ayrıcalığı tanıyan sadakat paylarının şirket esas sözleşmesi ile öngörüldüğü varsayımı altında, söz konusu sadakat payının sahibine on beş oy hakkını aşacak şekilde belirlenememesi gerekir. Zira TTK'nın amir hükmünden anlaşılabileceği üzere, imtiyaz hakkı sahibine on beş oy hakkından daha fazla ayrıcalık tanınması kanun koyucu tarafından uygun bulunmamıştır. Bu kuralın öngörülmesinin sebebi ise, hükmün gerekçesinde kurumsallaşmaya ve profesyonel yönetime katkı sağlamak olarak belirtilmiştir¹¹³.

¹⁰⁸ Orantısal hak, pay sahibinin sahip olduğu hakların, pay sayısına göre değişiklik göstermesi olarak tanımlanabilir.

¹⁰⁹ İmtiyazın tanınabileceği pay sahibi haklarını düzenleyen TTK'nın 478 inci maddesinin gerekçesinde; “*Gerçekten Fransız Ticaret Kanunu, sadece nama yazılı paylarda mevcudun iki katı ile sınırlı imtiyaza izin vermekte, bunu da iki yıldan beri pay defterine kayıtlı paylara tanımaktadır.*” ifadesiyle, Fransa’da mevcut sadakat payı hükümlerine atıf yapılmaktadır.

¹¹⁰ Tekinalp; s.84.

¹¹¹ TTK 479/2: “*Bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilir. Bu sınırlama, kurumlaşmanın gerektirdiği veya haklı bir sebebin ispatlandığı durumlarda uygulanmaz. Bu iki hâlde, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinin, kurumlaşma projesini veya haklı sebebi inceleyip, bunlara bağlı olarak, sınırlamadan istisna edilme kararını vermesi gerekir. Projede yapılacak her değişiklik mahkeme kararına bağlıdır. Kurumsallaşmanın gerçekleşmeyeceğinin anlaşıldığı veya haklı sebebin ortadan kalktığı hâllerde istisna etme kararı mahkeme tarafından geri alınabilir.*”

¹¹² Söz konusu sınır iki durumda uygulanmamaktadır. Birincisi “kurumsallaşmanın” gerektirdiği durumlar, ikincisi ise haklı bir sebebin ispatlandığı durumlardır. Her iki halde de sınırın uygulanmaması için Mahkeme kararı gerekmektedir.

¹¹³ TTK md.479/2 gerekçe: “*(...)Bir paya tanınan en çok on beş oy hakkı sınırlaması iki halde ve ancak mahkeme kararıyla ve mahkeme kararında öngörülen hükümler çerçevesinde kalkar. Tasarı, Türk anonim şirketlerinin yapılanmalarını ve çalışma düzenlerini aile şirketi modelinden çıkarmayı ve kurumlaştırmayı bir hukuk politikası olarak benimsemiştir. Kurumlaştırma politikası, şirketlerin ömürlerinin, kurucuların veya onların altsoylarının ömürleri ile sınırlı olduğu inancını (anlayışını) değiştirmeye ve şirketlere devamlılık sağlamaya yöneliktir. Kurucu vefat edince şirket dağılmamalıdır. Kurumlaşma profesyonel yönetimi şart kılar. Profesyonel yönetim ise, şirketteki oy gücünden bağımsız yönetimdir. Profesyonel yönetimin gerçekleştirilmesinde oyda imtiyazlı paylar rol*

Ayrıca belirtmek gerekir ki, oy hakkı imtiyazının kullanım alanları da TTK uyarınca sınırsız değildir. Gerçekten de, TTK'nın 479 uncu maddesinin üçüncü fıkrası gereği, oy hakkı imtiyazı, esas sözleşme değişikliği ve ibra/sorumluluk davası açılması hususlarının genel kurulda oylanması sırasında kullanılamamakta, bu tip toplantılarda 1 pay 1 oy prensibi geçerli olmaktadır. Dolayısıyla, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının tanıdığı fazladan oy hakları, ülkemizde bu tip genel kurul kararlarının tesisi sırasında evleviyetle kullanılamayacaktır.

C. Türleri ve Dünya Örnekleri

Sadakat paylarına ilişkin rejimin odak noktası, pay sahibinin aynı şirketteki yatırımının süresini uzatmak ve bu suretle uzun vadeli yatırımcıların şirket yönetimindeki etkisini artırmak olduğundan, söz konusu amaç uğruna pay sahiplerine teklif edilebilecek menfaatler çeşitlenebilmektedir. Bu bölümde belli başlı sadakat payı türleri ele alınacak olmakla birlikte, burada değinilmeyen ek menfaatler aracılığıyla da farklı türlerde sadakat payı çeşidi oluşturulabilmesinin mümkün olduğu belirtilmelidir.

Ayrıca bu bölümün hemen başında belirtmek gerekir ki, Avrupa Birliği (AB) Komisyonu tarafından 2014 yılında, şirket paylarını iki yıldan fazla elinde tutan pay sahibine, ilave oy hakkı veya kar payı, vergi teşviki gibi avantajlar sağlanması amacıyla 2007/36/EC sayılı AB Direktifi'nde değişiklik yapılmasına yönelik teklif sunulmuş olmakla beraber, söz konusu teklif AB Parlamentosu tarafından henüz kabul edilmiş değildir. Buna karşın, bazı üye ülkelerde sadakat paylarına ilişkin hükümler mevzuatta kendine yer bulmuşken, bazı ülkelerde mevzuatta yer almamasına karşın ülkede faaliyet gösteren şirketler tarafından uygulanabilmektedir.

C.1. Sahibine Ek Oy Hakkı Tanıyan Sadakat Payları

Sadakat paylarının kullanımı en yaygın çeşidi, aynı şirkette belirli bir sürenin üzerinde pay sahipliğinin devam ettirilmesi karşılığında, mevcut payların sahip olduğu oy hakkının artırılmasıdır. Nitekim, tek paya çift oy hakkı veren sistemin Avrupa ülkelerinin %53'ünde uygulanma imkanı mevcut olup, bu sistem Avrupa ülkelerinin %50'sinde de aktif şekilde kullanılmaktadır¹¹⁴. Literatürde bu pay türünü ifade etmek için, “loyalty shares” kavramının yanında, “time-weighted shares”, “tenure voting” veya “time-phased voting” kavramları da kullanılabilmektedir. Elde tutma süresinin, piyasanın yapısıyla ilişkili olarak kanun koyucu tarafından veya genel kurullar tarafından¹¹⁵ serbestçe belirlenmesi mümkündür. Ancak uygulamada ağırlıklı olarak 2 yılın tercih edildiği belirtilmelidir. Benzer şekilde sadakat paylarının tanıdığı oy hakkı bakımından, ABD uygulamasında ikiden fazla oy hakkı

oynayabilir. Profesyonellere bırakılan küçük oranlı ancak oyda imtiyazlı paylar, mirasçıların oy güçlerinin eseri olmayabilir. Zaten, her ülkenin sisteminden çıkarmak yolunda olduğu, kurumsal yönetim ilkelerine pek uymayan oyda imtiyazlı payların TK'da bırakılmasında kurumsallaşma düşüncesi rol oynamıştır. Yoksa Tasarı oyda imtiyazlı paylarla yapay güç oluşturulması anlayışına kapalıdır ve 1:15 oranı da uzak olmayan bir gelecekte daha da düşürülebilir.(...)”

¹¹⁴ Quimby; s.402. Ayrıca belirtmek gerekir ki, birçok ülkede sadakat payına ilişkin herhangi bir mevzuat hükmü bulunmasa da, şirketlerin esas sözleşmesinde bu yönde hüküm koymaları önünde de herhangi bir engel bulunmadığından, kullanımı mevcuttur.

¹¹⁵ Takdir hakkı kanun koyucu tarafından şirketlere bırakılmışsa veya sadakat payları yasal dayanağa sahip olmamakla birlikte, ilgili ülke mevzuatı sadakat payı rejimini engelleyici mevzuat hükümlerine sahip değilse, süren koşulunun pay sahipleri tarafından serbestçe belirlenmesi mümkündür.

veren sadakat payı hükümleri ile karşılaşılabirle de, çoğunlukla bir paya iki oy hakkı veren sistemin kullanıldığı ifade edilmelidir.

Anılan türün en çok kullanılan sadakat payı çeşidi olmasının sebebi, deyim yerindeyse bir taşla iki kuş vurma işlevini görmesidir. Zira bir yandan payların kısa vadede elden çıkarılmaması için pay sahibine ek bir hak tanınırken, bir yandan da tanınmış olan ek hakla uzun vadeli pay sahiplerinin şirket yönetimindeki etkisi otomatik olarak artırılmaktadır. Diğer sadakat payı türlerinde ise yalnızca payların kısa vadede elden çıkarılmaması için pay sahiplerine ek bir hak tanınması durumu mevcut olup, bu tür pay sahiplerinin şirket yönetimindeki etkisinin artırılması için herhangi bir doğrudan mekanizma öngörülmemekte, bu tür uzun vadeli yatırımcıların bir süre sonra genel kurulda söz sahibi olabilecek duruma geleceği varsayımıyla hareket edilmektedir. Sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat payları üzerinde yapılan bir araştırmada, bu pay türünün uzun vadeli yatırımcıları güçlendirdiği tespit edilmiş olmakla birlikte, kurumsal yatırımcılar üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır¹¹⁶.

Sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının, Dünya’da birçok kullanım örneği bulunmaktadır. Fransa’da faaliyet gösteren halka açık şirketlerde uzun yıllardır kullanılmakta olan bu sistem, 2014 yılında kanuni alt yapıya kavuşturulmuştur. Gerçekten de, henüz kanuni altyapının bulunmadığı 2007 yılında yapılan araştırmaya göre, 20 en büyük halka açık Fransız şirketinden 10’u ve araştırmanın yapıldığı tarihte en son halka arz olan 20 halka açık Fransız şirketinden 12’si, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarını esas sözleşmelerinde öngörmüştür¹¹⁷.

Kamuoyunda “Florange Act” olarak bilinen kanunla, 2014 yılında Fransız Ticaret Kanunu’nda yapılan değişiklik¹¹⁸ uyarınca Fransa’da sadakat payları kanuni altyapıya kavuşturulmuştur. Buna göre, halka açık şirket paylarını 2 yıldan uzun süre elinde tutan pay sahiplerinin oy hakları, otomatik olarak¹¹⁹ iki katına çıkmaktadır.

¹¹⁶ Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry; “Long-Term Shareholders and Time Phased Voting”, Delaware Journal of Corporate Law, 2016, Vol. 40, Issue 2, s.10-11. David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Jedidiah Benjamin; “Tenure Voting And The U.S. Puplic Company”, Business Lawyer, Vol. 72, No. 2, 2017, s.18. (Ancak belirtmek gerekir ki, Berger, Solomon, Benjamin’e göre, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarını yıllardır kullanan ABD menşeli şirketlerde, bu tip payların kısa vadeli pay sahibi sayısını azalttığına ve uzun vadeli pay sahibi sayısını artırdığına yönelik bir bulguya rastlanmamıştır.)

¹¹⁷ Shearman & Sterling LLP, Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007), s.81. (Erişim Tarihi: 20.06.2017, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf)

¹¹⁸ Bkz: Code de Commerce Art. L.225-123. “The law to recapture the real economy” veya “Florange Act” olarak da bilinen bu kanun değişikliği ile, yabancı devralmalarının önüne geçilmesi amaçlanmaktadır.

¹¹⁹ Florange Act ile borsa şirketleri otomatik olarak bu sisteme dahil edilmekte olup, çift oy sağlayan sadakat payı sisteminden faydalanmak **istemeyen** şirketlerin genel kurul kararı almaları gerekmektedir. Bilindiği üzere, sisteme dahil olmanın esas, sistemden çıkışın istek dahilinde olduğu sistem “opt out”; sisteme istek dahilinde dahil olmak ise “opt in” olarak ifade edilmektedir. Bu anlamda, Fransa’da “opt out” olarak öngörülen sistemden, Fransız borsa şirketlerinin, söz konusu kanunun yürürlüğe girdiği 01.04.2014 tarihinden sonra, 31.03.2016 tarihine kadar esas sözleşmelerinde değişikliğe gitmeleri gerekmektedir. (Ayrıntılı bilgi için bkz: <https://www.issgovernance.com/file/publications/impact-of-florange-act-france.pdf>) Doktrinde, Fransa’da borsa şirketlerinin bu sisteme otomatik olarak dahil edilmesiyle, Fransız Devleti’nin borsa

Anılan düzenlemeye göre, bu sisteme dahil olmak istemeyen Fransız borsa şirketlerinin ise, 2/3 çoğunlukla menfi nitelikte bir genel kurul kararı alması gerekmektedir. Cristian Dior, Vollourec gibi Fransız şirketleri de sadakat payı hükümlerini esas sözleşmelerinde ayrıca öngörmüştür.

Fransa'dan sonra İtalya ise 2014 yılında Finans Kanunu'nda yaptığı değişiklikle, halka açık şirket ortaklarının 24 ay boyunca pay sahipliğini devam ettirmesi sonucuna bağlı olarak, esas sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, bu ortaklara iki katına kadar fazladan oy hakkı tanınabileceğini düzenlemiştir¹²⁰. Söz konusu değişiklik akabinde İtalyan borsasında işlem gören başta Campari, Amplifon, Astaldi olmak üzere; IREN, Zignago Vetro, Terni Energia, Poligrafice San Faustino, Nice, Maire Tecnimont, Landi Renzo, Kinexia, Hera, Exprivia, Dea Capital, Conati Prestito, Cofide, Class Editori gibi İtalyan şirketleri bu doğrultuda esas sözleşmelerini güncellemiştir¹²¹. Benzer şekilde otomotiv sektöründe faaliyet gösteren Chrysler ve Fiat Industrial'in 2013 yılında başlayan birleşme sürecinde, Fiat Industrial pay sahiplerine 3 yıllık elde tutma süresi şartıyla çift oy hakkı tanınması, oldukça etkili olmuştur¹²².

Yine ABD'de bu yönde bir mevzuat hükmü bulunmasa da; incelemeye alınan 4399 şirketin %0.2'sinin esas sözleşmesinde, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarına ilişkin hükme yer verildiği tespit edilmiştir¹²³. ABD'de yer alan söz konusu örnekler genellikle 4 yıl pay sahipliği sonucunda sahibine 5 veya 10 oy hakkı tanıyan sadakat paylarına ilişkindir¹²⁴.

İfade etmek gerekir ki, özellikle orta-küçük ölçekli pay sahiplerinin fazladan oy hakkı elde etmek için, olası bir kardan mahrum kalma ihtimalini göze almasının gerçekçi olmadığı düşünülebilir. Gerçekten de, büyük sermayeli bir şirkette, görece küçük bir yatırımı olan pay sahibine fazladan oy hakkı tanınması, söz konusu pay

şirketlerinde sahip olduğu hisselerin etkisini artırmanın amaçlandığı ifade edilmektedir. (Martin Qc Moore, Philip Gillyon; "Loyalty Shares" and Weighted Voting Rights In Companies Formed and Registered Under The Companies Acts", Butterworths Of International Banking and Financial Law, 2015, JIBFL 334, p.2.) Nitekim, otomotiv sektöründe faaliyet gösteren Fransız şirket Renault'da sahibine ek oy hakkı sağlayan sistemden çıkıp çıkmamak konusunda genel kurul toplantısında şiddetli tartışmalar yaşanmış, ancak Fransız Devleti'nin Renault'un yaklaşık %20'sine sahip olması nedeniyle, ek oy hakkı tanıyan sadakat payı hükümlerini benimsemek doğrultusunda karar alınamamıştır. (Erişim Tarihi:02.06.2017, <https://www.ft.com/content/05314dfe-e27d-11e4-ba33-00144feab7de?mhq5j=e1>)

¹²⁰ Law no. 116 of August 11, 2014 (Article 127-quinquies of the Consolidated Financial Law)

¹²¹ Bu noktada, İtalya'nın sadakat payı hükümlerini, Fransa'dan farklı olarak "opt in" olarak düzenlediğini belirtmekte fayda vardır. Ayrıca bu düzenlemeyi esas sözleşmelerinde öngören şirketlerin hazırladıkları "genel kurulda ek oy hakkına sahip kişiler listesi"ne girebilmek için, yatırımcıların özel bir form ile yatırımcısı oldukları şirkete başvurması gerekmektedir. (Örneğin Campari için bkz: <http://www.camparigroup.com/en/8-may-2017-notice-drawn-pursuant-article-143-quater-paragraph-5-consob-regulation-no-1197199>)

¹²² Erişim Tarihi: 27.05.2017, <http://www.ecgs.net/node/146>.

¹²³ Quimby; s.403. ABD'de sahibine ek oy hakkı veren sadakat paylarının kullanıldığı veya halen kullanılmakta olduğu halka açık şirketlere örnek vermek gerekirse; Aflac Inc, Carlisle Companies Inc, CenturyTel Inc, Milacron Inc, Church & Dwight Co, J.M. Smucker Company, Potlatch Corporation, Roper Industries, Shaw Group Inc, Synovus Financial Corporation sayılabilir.

¹²⁴ Shearman & Sterling LLP; Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007), s.81. (Erişim Tarihi: 20.06.2017, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf)

sahibi için yeteri kadar cazip olmayabilir. Zira, pay sahibi çift oy hakkıyla dahi, şirkette önemli bir etki yaratamayacak, yönetim kuruluna üye seçiminde söz sahibi olamayacaktır. Somutlaştırmak gerekirse, 50.000.000 TL sermayeli bir şirkette, -esas sözleşmede yönetim kurulunda temsil edilmeye yönelik herhangi bir imtiyaz tanımlı olmasa dahi- 30.000 TL değerinde payı bulunan pay sahibinin çift oy hakkıyla tek başına yönetim kuruluna seçilecek üyede etkili olabilmesi oldukça güçtür. Bu amaçla ancak diğer küçük yatırımcılarla kollektif şekilde hareket edilmesi gerekmekte olup, çift oy hakkıyla dahi tek başına genel kurulda etkili olunamaması, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının, küçük yatırımcılar nezdinde cazibesini düşürücü bir durumdur. Ancak bu caziplik sorunun önüne geçilebilmesini teminen, doktrinde ek oy hakkı tanıyan sadakat payı hükümlerine, vergi avantajlarına yönelik hükümlerin eşlik etmesi gerektiğine yönelik görüşler mevcuttur¹²⁵. Buna göre, 2 yıl ve üzerinde pay sahipliğini devam ettiren pay sahibi, çift oy hakkına sahip olacağı gibi, söz konusu payları bu süreden sonra elden çıkarttığında herhangi bir kazanç vergisi ödemeyecektir. Böylece küçük yatırımcılar nezdinde oy hakkını artıran sadakat paylarının cazibesi bir ölçüde artırılmış olacaktır.

C.2. Sahibine Ek Kar Payı Sağlayan Sadakat Payları

Diğer bir sadakat payı çeşidi ise, belirli bir elde tutma süresi ile ilişkili olarak kar dağıtımından avantajlı olarak faydalandırılması esasına dayalıdır. Buna göre, pay sahipleri önceden belirlenecek süre boyunca payı elden çıkarmama koşuluyla, örneğin %20 avantajlı kar payı hakkı kazanabileceklerdir. Söz konusu oranın bu örnekteki gibi adi paylara kıyasen belirlenmesi mümkün olmakla birlikte, şirket tarafından dağıtılacak kar payının belirli bir oranının yalnızca sadakat payı sahiplerine dağıtılması da öngörülebilir. Ancak ikinci ihtimalde, sadakat payı sahiplerinin sayısının değişken olduğunun dikkate alınması gerekmektedir.

Sahibine ek oy hakkı sağlayan sadakat paylarına benzer şekilde, sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sistem de Fransız Ticaret Kanunu ile mümkün kılınmıştır¹²⁶. Buna göre üst sınırı şirket sermayesinin binde beşi olmak üzere, normal kar payına ilaveten, şirket karının yüzde onuna kadarı, sadakat payı sahiplerine nakden veya pay olarak dağıtılabilir. Fransız şirketler L'Oreal SA, Michelin, Credit Agricole, GDF Suez, Air Liquide SA¹²⁷ söz konusu hükümden faydalanarak esas sözleşmesini değiştirmiş ve paylarını iki yıldan uzun süre elinde bulunduran pay sahiplerinin, yıllık kardan yüzde 10 oranında daha fazla faydalanacağını öngörmüştür. Benzer şekilde, İtalyan Finans Kanunu'nda da, 1 yılı aşkın süre payı elinde bulunduran pay sahiplerine, diğer paylar için öngörülen kar payının yüzde onunu aşmamak kaydıyla ek kar payı hakkı tanınabileceğine ilişkin düzenleme mevcuttur¹²⁸.

Bilindiği üzere, şirket ortaklığının en önemli getirilerinden biri olan kar payının, aynı zamanda piyasaya yeni yatırımcı çekmek hususundaki etkisi de

¹²⁵ Quimby; s.401.

¹²⁶ Bkz: Code de Commerce Art. L.232-14.

¹²⁷ Söz konusu şirketin bu yolla uzun vadeli yatırımcı oranını %35-40'a kadar çıkardığı iddia edilmektedir. (Yatağan Özkan; s.171 yollamasıyla, Jeroen Delvoie, Carl Clottens; "Accountability and Short-Termism: Some Notes on Loyalty Shares", Law and Financial Markets Review 2015, Vol.9, No:1, s.19 vd.)

¹²⁸ Italian Consolidated Law on Finance-Article 127-quarter. İngilizce metni için bkz: http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#Article_127-quarter

büyüktür. Zira nakit veya pay senedi olarak dağıtılabilen kar payı, yatırımcıların aktifini doğrudan etkilemekte olduğundan, yatırımcıları paralarını sermaye piyasası alanında değerlendirmeye teşvik etmektedir. Ayrıca kar payı büyük ölçekli veya küçük ölçekli tüm yatırımcılar için oldukça cazip bir şirket ortaklığı getirisi olup, oransal olarak daha yüksek kar payı dağıtan şirket payları, piyasada daha çok rağbet görmektedir. Nitekim, pay başına dağıtılan kar payı ile pay fiyatı arasında pozitif korelasyon olması¹²⁹ da bu durumun açık bir göstergesidir. Dolayısıyla, belirli bir pay sahipliği periyoduna bağlı olarak tanınabilecek olan ek kar payı hakkının; büyük, orta ve hatta küçük pay sahiplerinin sermaye piyasalarındaki yatırımlarını uzun süreli hale getirme konusunda, etkili bir enstrüman olarak kullanılabileceği düşünülmektedir.

C.3. Sahibine Şirketin Belirli Ürün ve Hizmetlerinden Avantajlı Faydalanma Hakkı Tanıyan Sadakat Payları

Yatırımcıların, sermaye piyasalarında gösterdikleri faaliyetler çerçevesinde, işlevsel açıdan üçlü bir ayrıma tabi tutulmaları mümkündür. Öncelikle, yatırımcılar, bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında katılımcı sıfatını haizdirler. İkinci olarak, yatırımcılar, ikincil piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımını yaparken piyasa oyuncusu olarak hareket etmektedirler. Nihayet, yatırımcılar finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken, bu kuruluşların müşterisi konumundadırlar¹³⁰. Çalışmanın bu bölümüne kadar yatırımcıların ilk iki niteliğine yoğunlaşmış olmakla birlikte; bu sadakat payı türünde, yatırımcıların “müşteri” niteliği ön plana çıkmaktadır.

Gerçekten de, pay sahipleri çoğu zaman, (silah üretimi gibi satışı kısıtlı bir alanda veya çok spesifik bir alanda faaliyet gösterilmiyorsa) yatırımcısı oldukları şirketlerin, müşteri skalası içerisinde yer almaktadır. Şirket sahipleri arasında yer alan yatırımcılar, şirketin ürettiği ürün veya hizmetlerden, normal şartlar altında sıradan müşterilerden farksız olarak faydalanmakta iken, söz konusu pay türünde ise bu durum tersine çevrilmiştir. Farklı bir deyişle, şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat payı sisteminde, şirket yatırımcıları diğer müşterilerden ayrıcalıklı hale getirilmektedir. Söz konusu sistem ile niteliği önceden belirlenmiş yatırımcılara, şirket paylarını önceden belirlenen süre elde tutulması karşılığında, mal veya hizmetlerden indirimli faydalanma hakkı tanınabileceği gibi, bu pay sahiplerinin mal veya hizmetlerden belirli bir limit dahilinde tamamen ücretsiz faydalandırılması da mümkündür. Bu sadakat payı türü, yalnızca yatırımcıların yatırım sürelerini uzatma konusunda değil, aynı zamanda vatandaşların yatırımlarını bankalar yerine sermaye piyasalarında değerlendirme doğrultusunda da oldukça teşvik edicidir. Kaldı ki, her ne kadar bu çalışmada bahsedilen “sadakat payı” kategorisinde kabul edilmeyecekse de, dünyada herhangi bir süre şartı bulunmadan, yatırımcılarına çeşitli promosyon ürün veya hizmet sağlayan birçok şirket mevcuttur. Bu noktada, söz konusu ürün veya hizmetlerden

¹²⁹Atakan Kaya, Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, 2014, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s.132.

¹³⁰ Çetin, s.5.

avantajlı faydalanma hakkı miktarının, süre şartıyla ilişkilendirilerek kademeli olarak belirlenebileceği¹³¹ de hatırlatılmalıdır.

Sahibine şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat paylarının açık bir örneği, otomotiv sektöründe faaliyet gösteren Michigan merkezli dünyaca ünlü şirket Ford Motor Company’de (Ford) yer almaktadır. Buna göre, minimum 100 şirket payının, altı ay veya daha uzun süre elde bulundurulmuş olması şartıyla, Ford tarafından yatırımcılara özel fiyatlarla araç satın alma imkanı tanımaktadır. Böylelikle uzun vadeli yatırımcılar ile kısa vadeli yatırımcılar arasında belirli bir ayrıma gidilmekte, yatırımcılar uzun vadeli pay sahipliğine yönlendirilmektedir.

Bunun dışında herhangi bir süre şartı bulunmaksızın, yatırımcı çekme odaklı sadakat programı örneklerine aşağıda yer verilmekte olup¹³², söz konusu örneklerin, kademeli artan süre şartına bağlı olarak ülkemizde de kullanılabileceği düşünülmektedir.

Berkshire Hathaway Inc: Birçok farklı alanda faaliyet gösteren 60’dan fazla şirkete iştirak eden, Amerikan holding şirketi Berkshire Hathaway Inc, yatırımcılarına sahibi olduğu şirketlerin hizmetlerinden indirimli faydalanma hakkı tanımaktadır. İştirak etmekte olduğu sigorta şirketi GEICO’da, Berkshire Hathaway Inc yatırımcılarına %8 indirimli sigorta yapılabilmesi buna örnek gösterilebilir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, Berkshire Hathaway Inc’nin yıllık genel kurul toplantısının yapıldığı Omaha’da da, her yıl şirket yatırımcılara birçok indirimli veya promosyon ürün sağlanmaktadır.

3M Co: Elektronik, sağlık, endüstri, güvenlik gibi birçok alanda faaliyet gösteren, Minnesota merkezli Amerikan şirketi 3M Co, her yıl yatırımcılarına kendi ürettiği materyallerden oluşan bir hediye kutusu göndermektedir. 2017 yılında bu hediye kutusunda toplam 26 dolar değerinde, 18 şirket ürünü bulunmaktadır.

Carnival Cruise Lines: Yerel bölgelerde veya uluslararası alanlarda gemi turları düzenleyen Miami merkezli Carnival Cruise Lines, minimum 100 şirket payına sahip olan yatırımcılarına kredili seyahat imkanı tanımaktadır.

Churcill Downs Inc: At yarışı organizasyonları gerçekleştiren Churcill Downs, minimum 100 şirket payına sahip yatırımcılarına, kendi düzenlediği bir organizasyona her yıl iki kişilik ücretsiz katılım imkanı tanımaktadır.

International Business Machines (IBM): New York merkezli bilişim şirketi IBM ise, üreticisi olduğu bilgisayar, bilgisayar donanımları, araç ve gereçleri yatırımcılarına %25 indirimli sunmaktadır.

Söz konusu örnekleri çoğaltmak mümkün olmakla birlikte, aynı konu ülkemizde faaliyet gösteren halka açık şirketler için de gündeme gelmiştir. Gerçekten

¹³¹ Örneğin; faaliyet konusu tatil organizasyonu olan bir Şirket’in, 10.000 lot ve üzerinde payı bulunan ve 6 ay pay sahipliğini sürdüren yatırımcılarına %20, 1 yıl pay sahipliğini sürdüren 10.000 lot ve üzerinde payı bulunan yatırımcılarına %30, 2 yıl ve üzerinde pay sahipliğini sürdüren 10.000 lot ve üzerinde payı bulunan yatırımcılarına %40 indirimli tatil fırsatı sunması gibi.

¹³² Ayrıntılı bilgi için bkz: (Erişim tarihi 04.06.2017, <http://thecollegeinvestor.com/17179/companies-that-give-shareholders-perks-and-rewards/>) Ayrıca bkz: (Erişim tarihi 04.06.2017, <http://www.nasdaq.com/article/11-hidden-perks-of-owning-stocks-cm546450>)

de, Dünya Gazetesi'nde¹³³ çıkan “*Yatırımcı İçin Sadakat Programı Başlayacak*” başlıklı haberde, BİST 30 ve BİST 100’de faaliyet gösteren şirketlerde sadakat programlarının başlayacağı dile getirilmiştir. Anılan haberde ayrıca BİST başkanı Himmet KARADAĞ tarafından özetle; hisse yatırımcılarının ihmal edildiği, bu tip yatırımcıların şirket ortaklığını hissedemediği, Türk Hava Yolları A.O. (THY), Migros Ticaret A.Ş., Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. gibi büyük şirketlerin önümüzdeki dönemde devreye girecek sadakat programları ile yatırımcılarına çeşitli avantajlar getirmesinin hedeflendiği, bu yolla yatırımcıların elinde bulundurduğu pay sayısı oranında şirket hizmetlerinden faydalanabileceği, böylelikle yatırımcıların piyasaya olan ilgisinin artırılacağı hususlarının ifade edildiği belirtilmektedir. Benzer şekilde Hürriyet Gazetesi’nde çıkan haberlerde de, BİST başkanı Himmet KARADAĞ tarafından “*borsada işlem gören şirketlerin fiyatlamasını cazip hale getirmek için*” sadakat programlarının başlatılacağı ve şirket yatırımcılarının bazı mal ve ürünlerden ücretsiz faydalandırılacağına dile getirildiği yer almaktadır.

Bu noktada ifade etmek gerekir ki, söz konusu gazete haberlerinden Türkiye’de hayata geçirilmesi planlanan sistemin; yatırımcıların sermaye piyasalarına olan ilgisini artırma işlevini taşıyan ve herhangi bir süre koşulu içermeyen sadakat programı sistemi olduğu anlaşılmaktadır. Böyle bir sistemde, mevcut yatırımcıların yatırım sürelerinin uzatılmasından çok, sermaye piyasalarına yeni yatırımcı çekilmesi amacının ön planda olduğu düşünülmektedir. Ancak, sahibine şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat paylarının öngörülmesi ile hem yeni yatırımcı çekilmesi hem de mevcut yatırımcıların yatırım süresinin uzatılması mümkün olabilmektedir. Bu bağlamda her iki işlevi de yerine getirmeye yönelik sahibine kademeli olarak şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat paylarının (pay sahipliğine %5, 6 ay süreli pay sahipliğine %10, 1 yıllık pay sahipliğine %20 indirim hakkı gibi) Türk sermaye piyasalarının verimliliği açısından daha uygun olabileceği kanaatindeyim. Son olarak belirtmek gerekir ki, sahibine şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat payları, belirli bir limit dahilinde avantajlı faydalanma hakkı sunacağından, bu pay türünün büyük yatırımcılara nazaran, küçük ve orta ölçekteki yatırımcılar nezdinde daha etkili olacağı açıktır.

C.4. Sahibine Ek Rüçhan Hakkı Tanıyan Sadakat Payları

Bilindiği üzere, şirket ortaklığının getirilerinden biri de, şirketin ihraç ettiği yeni paylara ilişkin mevcut ortakların rüçhan (ön alım) hakkıdır. Pay sahiplerine tanınan bu hakla, şirkete yabancı yeni ortaklar alınması yerine, mevcut ortakların pay oranlarının artırılması amaçlanmaktadır. Mevcut ortaklara yeni ihraç edilen payları almak ya da almamak konusunda öncelikli bir tercih hakkı sunan bu durum, mevcut ortaklar lehine avantajlı bir durum yarattığından, bu avantajın artırılması vaadiyle sadakat payı yaratılması mümkündür.

Rüçhan hakkı, bazı durumlarda oldukça avantajlı olabilse de, diğer pay sahipliği haklarının yatırımcı nezdinde yarattığı etkinin yanında genellikle ikinci planda kalmaktadır. Dolayısıyla, sahibine ek rüçhan hakkı tanıyan sadakat paylarının kullanımı, diğer sadakat payı türlerinin kullanımı kadar yaygın değildir. Buna karşın

¹³³ 11.05.2017 tarihli Dünya Gazetesi, s.7.

İngiliz Standart Life Plc. gibi bazı şirketler sadık pay sahiplerini rüçhan hakkından yüzde yirmi daha fazla yararlandıracağını açıklamıştır¹³⁴. Böylelikle yatırımcılar paylarını uzun vadede elde tutma doğrultusunda teşvik edilirken, aynı zamanda aidiyet duygusu daha güçlü olduğu varsayılan uzun vadeli yatırımcıların şirketteki pay oranları artırılabilir.

¹³⁴ Yatağan Özkan; s.172.

IV. TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA SADAKAT PAYLARININ UYGULANMASINA İLİŞKİN ÖNERİLER

A. Uygun Sadakat Payı Türünün Seçilmesi

A.1. Genel Olarak

Çalışmanın önceki kısımlarında değinildiği üzere, yatırımcıların sermaye piyasalarına olan ilgisini çekme ve mevcut yatırımcıların yatırım süresini uzatma işlevini gören sadakat payları, kısa vadecilikle mücadele konusunda etkili bir yöntem olarak kullanılabilir. Dünya örneklerinde de görüldüğü üzere, kimi ülkeler sadakat payı hükümlerini doğrudan kanun bazında öngörmekte, kimi ülkelerde ise kanuni düzenleme mevcut olmasa da sadakat paylarının uygulaması bulunabilmektedir.

Konuya ülkemiz açısından bakıldığında, Türk sermaye piyasasındaki hakim yatırım anlayışının, özellikle yerli yatırımcılar açısından keskin şekilde kısa vadeli yatırım anlayışı olduğu görülmektedir. Gerçekten de, TSPB tarafından Mayıs 2017’de yayınlanan Türkiye Sermaye Piyasaları Raporu uyarınca, BİST, pay devir hızı bakımından dünya borsaları arasında %210’la 3. sıradadır¹³⁵. Yine Borsa Trendleri Raporu’nun 2016 yılında yayınlanan XIX sayısına göre¹³⁶, BİST 100’de yer alan şirketlerin Türk yatırımcılarının 2016 yılında ortalama pay elde tutma süresi yalnızca 36 gün olup, bu süre BİST Banka endeksinde 22 güne kadar düşmektedir¹³⁷. Ancak elde tutma süresi, ABD’de 2015 yılında ortalama 17 hafta¹³⁸; Borsa Italiana, Deutsche Börse, Euronext, Tokyo, TSX, Shanghai SE gibi dünyanın önde gelen borsalarında ise 2009 yılında ortalama en düşük 5 aydır¹³⁹. Bu anlamda, kısa vadeci yatırım anlayışı Türkiye’de acilen tedbir alınması gereken bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de kısa vadeli alım-satım anlayışının ve bu anlayışın yöneticiler üzerinde yarattığı baskının frenlenebilmesi için sadakat paylarının kullanımı göz önünde bulundurulabilecektir. Ancak Türk sermaye piyasalarının yapısı ile uyumsuz bir sadakat payı düzenlemesi öngörülmesinin, kısa vadeci anlayışın frenlenmesinde etkili olamayacağını hatırlatmakta fayda vardır. Dolayısıyla, dünya örneklerinin olduğu gibi alınarak Türkiye’de öngörülmesi yerine, piyasa için uygun olan bir sistemin ülkemizde kullanılmasının faydalı olabileceği değerlendirilmektedir. Bu noktada hatırlatmak gerekir ki, sadakat payı hükümlerinin kanuni dayanak bulunmadan şirketlerin esas sözleşmelerinde “akdi hak” statüsünde öngörülmesi¹⁴⁰ mümkün olmakla birlikte, ileride “Mevzuat Değişikliği Önerileri” başlığında

¹³⁵ Erişim Tarihi: 06.06.2017, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Turkish-Capital-Markets-2017-04-TR-1.pdf>

¹³⁶ Anılan rapora online olarak erişim için bkz: <https://www.mkk.com.tr/project/MKK/file/content/Bilgi%20Merkezi%20Dosyalar%C4%B1%2FBorsa%20Trendleri%20Raporu%2FBorsa%20Trendleri%20Raporu%20XIX>

¹³⁷ Buna karşın anılan raporda, BİST 100 endeksinde yer alan hisse senetlerine sahip yabancı yatırımcıların, ortalama elde tutma süresi ise 190 gün olarak belirtilmektedir.

¹³⁸ Jason Zweig; “Why Hair-Trigger Stock Traders Lose the Race”, Wall St. J. 10.04.2015. (Erişim Tarihi:14.04.2017, <https://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/04/10/why-hair-trigger-stock-traders-lose-the-race/>)

¹³⁹ Detaylı bilgi için II/A başlığı altında yer verilen tablo incelenebilir.

¹⁴⁰ Yatağan Özkan; s.173.

değınileceğı üzere, kanuni düzenleme bulunmaksızın sadakat paylarından beklenen verimin alınması mümkün değildir.

A.2. Sahibine Ek Oy Hakkı Tanıyan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi

Öncelikle sadakat payının en çok kullanılan türü olan, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının ülkemizde uygulanabilirliğinin üzerinde durulması uygun olacaktır. Bilindiğı üzere, söz konusu sistemle belirli bir süre payı satmadan elde bulunduran yatırımcıların oy hakları (genellikle) ikiye katlanmaktadır. Ancak genel kurul kararlarında etkili olunabilmesi ihtimali düşük olduğundan söz konusu sistemin küçük yatırımcı açısından yeterince cezbedici olmadığı düşünülmektedir. Nitekim bu tip yatırımcıların, -özellikle vergi avantajı hükümleri eşlik etmiyorsa- yalnızca genel kurul toplantılarında ek oy hakkı elde etmek uğruna, kar elde edebileceğı bir fiyat üzerinden payını satmaması olağan bir davranış olmayacaktır. Ayrıca, büyük yatırımcı olarak nitelendirilebilecek kurumsal yatırımcılar da Türkiye’de yeterli seviyede olmadığından¹⁴¹, söz konusu sadakat payı türünün kurumsal yatırımcıları frenleme işlevi Avrupa’yla benzer nitelikte olmayacaktır. Kaldı ki, sahibine ek oy hakkı sağlayan sadakat paylarının, kurumsal yatırımcılar üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar mevcuttur¹⁴².

Diğer taraftan, BİST’de işlem gören şirketlerin önemli bir çoğunluğunun Avrupa örneklerine benzer şekilde¹⁴³ aile şirketi kökenli olduğunu ve Türkiye’de bu şirketlerin esas sözleşmelerinde genellikle aile üyeleri lehine yönetim kontrolünü sağlayan nitelikte imtiyazlarının bulunduğunu hatırlatmak gerekir. Nitekim, bu tip şirketlerde ek oy hakkı tanınmak suretiyle, şirket yönetiminde etkili olunması, esas sözleşmenin engelleyici hükümleri dikkate alındığında mümkün olmayabilecektir. Örneğin işbu çalışmanın yapıldığı tarihte payları BİST Ana Pazar’da işlem gören Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.’de, aile üyelerinin sahibi olduğu A Grubu paylar, yönetim kuruluna aday gösterme ve oy hakkı hususlarında imtiyazlıdır. Esas sözleşmede ayrıca, şirketin temsili ve yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin de A Grubu adayı olan yönetim kurulu üyeleri tarafından yerine getirilmesi zorunluluğı öngörülmüştür. Benzer şekilde, payları BİST Yıldız Pazar’da işlem gören Koç Holding A.Ş.’de, aile üyelerinin sahibi olduğu A Grubu paylar, oy hakkı imtiyazına sahiptir. Ayrıca esas sözleşmede, imtiyazsız B Grubu paylar tarafından kullanılmayan rüçhan haklarının A Grubu paylara geçeceğinin de öngörüldüğü dikkate alındığında, A grubu payların şirket yönetimi üzerindeki etkisi açıkça görülebilmektedir. Söz konusu örneklerin çoğaltılması mümkün olmakla birlikte, anılan örneklerin, yönetim kontrolünün esas sözleşme hükümleri ile sağlamlaştırılmış olabileceğini göstermek anlamında yeterli olduğu düşünülmektedir.

¹⁴¹ Çalışmamızın başında da ifade edildiğı üzere, kurumsal yatırımcıların varlıkları 2000 yılında Almanya’da Gayri Safi Milli Hasıla’nın %79,8’ine, Fransa’da %131,8’ine ve İngiltere’de %212,8’ine sahipken, Türkiye’de bu oran 2010 yılında %4,5’a ancak ulaşmıştır.

¹⁴² Dallas, Barry; s.10-11. Berger, Solomon, Benjamin; s.18.

¹⁴³ Hisseleri borsada işlem gören şirketler arasında aile şirketi kökenli olanların oranı, Avusturya’da %52.86, Belçika’da %51.54, Finlandiya’da %48.84, Fransa’da %64.82, Almanya’da %64.62, İtalya’da %59.61, Norveç’de %38.55, Portekiz’de %60.34, İspanya’da %55.79, İsveç’de %46.94, İsviçre’de 48.13, İngiltere’de ise %23.68’dir. (Mara Faccio, H. P. Lang; “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, Journal of Financial Economics, 65(3), Şubat 2002, s.26.)

Ayrıca yönetim kontrolüne yönelik imtiyazların bulunmadığı BİST şirketlerinde, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat payı sisteminin, yönetim kontrollerini¹⁴⁴ yabancı yatırımcılar lehine etkileyebileceği düşünülmektedir. Zira, Borsa Trendleri Raporları'ndan da anlaşılacağı üzere, Türkiye sermaye piyasalarında yatırım yapan yabancı yatırımcılar, Türk yatırımcılara nazaran çok daha uzun vadeli yatırım kararları çerçevesinde hareket etmektedir¹⁴⁵. Benzer şekilde, Avrupa'da faaliyet gösteren halka açık şirketlerde yabancı yatırımcıların sahip olduğu paylar, toplam piyasa değerinin %37'sine tekabül ederken¹⁴⁶, bu oranın Türkiye'de %64 olduğunu belirtmek gerekir¹⁴⁷.

Türk sermaye piyasalarına benzer şekilde genellikle aile yönetimi altındaki şirketlere sahip İtalya'da da, 2 yıl ve üzerinde pay sahipliği sonucunda oy hakkının ikiye katlanması imkanı doğuran kanun değişikliği, birçok eleştiriyle karşılaşmıştır. Eleştirilerin odak noktası genel olarak; bu yolla azınlıkların cezalandırıldığı, elinde büyük miktarda pay bulunan fonların yönetim kontrolünü ele geçireceği ve söz konusu hükümlerin İtalyan şirketlerinin yabancı sermaye tarafından yönetilmesi anlamına geleceği konu başlıkları altında toplanmaktadır. Hatta, bu doğrultuda, oy hakkına dayalı sadakat payı hükümlerinden vazgeçilmesi gerektiğine yönelik 100'den fazla İtalyan kurumsal yatırımcı tarafından imzalanan mektup, İtalyan hükümetine teslim edilmiştir¹⁴⁸. Benzer şekilde, düzenlemeyi opt-out olarak kabul eden Fransa'da da, toplam hacmi 2.3 trilyon Euro'yu bulan kurumsal yatırımcılar, Fransız borsasında faaliyet gösteren en büyük 40 şirkete, esas sözleşmelerini oy hakkında sadakat payını içermeyecek şekilde güncellemeleri yönünde çağrı yapmıştır¹⁴⁹. Renault'un çift oy hakkına dayalı sadakat payı sistemini öngören "Florange Act"ın kapsama alanından çıkıp çıkmayacağı tartışmalarında, Fransız Devleti ile birlikte başrol oynayan şirket Vinci SA'nın CEO'su Xavier Huillard ise, çift oy hakkına dayalı sadakat payları için "*şirkette çoğunluk hisseye sahip olmadan yönetim kontrolünün ele geçirilmesine imkan veren bir sistem*" tanımlamasını yapmıştır¹⁵⁰. Ayrıca İngiltere sermaye piyasalarına yönelik hazırlanan hükümet raporunda, çift oy hakkı sağlayan sadakat payı hükümleri için, "*uygulamada*

¹⁴⁴ SPKn'nun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası uyarınca; "*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.*"

¹⁴⁵ Borsa Trendleri Raporu'nun 2016 yılında yayınlanan XIX sayısına göre, BİST 100'de yer alan şirketlerin Türk yatırımcılarının 2016 yılında ortalama hisse senedi elde tutma süresi 36 gün iken, yabancı yatırımcıların 2016 yılında ortalama hisse senedi elde tutma süresi 190 gündür.

¹⁴⁶ Federation of European Securities Exchanges (FESE), Share Ownership Structure In Europe Report, Aralık 2008, s.8. (Erişim tarihi: 01.06.2017, http://www.fese.eu/images/SHARE_OWNERSHIP_SURVEY_2007.pdf)

¹⁴⁷ Borsa Trendleri Raporu'nun 2017 ilk çeyreğine ilişkin XX sayılı Raporu'nda, toplam yatırımcı sayısının %1'ini oluşturan yabancı yatırımcıların piyasa değeri oranı ise %64 olarak yer almıştır.

¹⁴⁸ Erişim Tarihi: 09.06.2017, <https://www.ft.com/content/9473eaca-ad2c-11e4-bfcf-00144feab7de?mhq5j=e3>

¹⁴⁹ QC Moore, Gillyon; s.2.

¹⁵⁰ Erişim Tarihi: 10.06.2017 <https://www.fundapps.co/blog/from-the-content-team-the-florange-law-and-double-voting-rights>

zorluklara yol açabileceği ve istenen hedefe ulaşmada başarılı bir yöntem olmadığı” yorumu mevcuttur¹⁵¹.

İtalya’da sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat payı türüne yönelik eleştirilerin başında gelen, “*bu pay türünün büyük miktarda payı bulunan yatırımcılar lehine yönetim kontrolünü etkileyebileceği*” iddiasının üzerinde ayrıca durmak gerekir. Gerçekten de ABD sermaye piyasaları Avrupa sermaye piyasalarına nazaran çok daha atomize yapıda olduğundan, söz konusu iddianın özellikle Avrupa sermaye piyasaları açısından doğruluk teşkil edebileceği düşünülmektedir. Böylelikle elinde yüksek miktarda pay bulunan büyük yatırımcılar, sadakat paylarının da sağladığı ek oy hakkıyla, şirket yönetimindeki etkisini, yönetim kontrolünü dahi devralabilecek derecede artırabilecektir. ABD ve bazı avrupa ülkelerinin sermaye piyasaları üzerinde yapılan araştırma uyarınca¹⁵², şirket sermayesinin en az %25’ini blok halinde elinde bulunduran pay sahiplerinin mevcut olduğu şirketlerin, o ülkedeki tüm halka açık şirketlere oranları aşağıda yer almaktadır.

Şirket Sermayesinin En Az %25’inin Blok Halinde Bulunduğu Şirketler	
Ülke	Blok Pay Sahiplerinin Bulunduğu Şirketlerin Tüm Halka Açık Şirket Sayısına Oranı
Belçika	93.6
Avusturya	86
Almanya	82.5
Hollanda	80.4
İspanya	67.1
İtalya	65.8
İsveç	64.2
İngiltere	15.9
Amerika NYSE	7.6
Amerika Nasdaq	5.4

Görüldüğü üzere, ABD sermaye piyasalarının aksine, %25 ve üzerinde blok sermaye yapısının bulunduğu halka açık şirketler Avrupa’da oldukça yaygındır. Dolayısıyla, bu tür sermaye yapılarının ağırlıklı olduğu piyasalarda, sadakat

¹⁵¹ The Kay Review Of Uk Equity Markets And Long-Term Decision Making, Department for Business, Innovation & Skills, July 2012 Final Report, prg.8.32. (Erişim Tarihi:05.06.2017, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)

¹⁵² Nazanin Sharifi; The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study Of Leading Pyramidal Corporations, 2014, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Doğu Akdeniz Üniversitesi Bankacılık ve Finans Bölümü, s.15. (Araştırma 2004 yılının sonuçlarını yansıtmaktadır.)

paylarının sağlayacağı ek oy hakları birçok yönetim kontrolü değişikliğine yol açabileceğinden, İtalya’da gündeme gelen eleştirilerde haklılık payı bulunduğu düşünülmektedir. Ayrıca diğer açıdan belirtmek gerekir ki, mevcut yönetim kontrolüne sahip pay sahipleri genellikle uzun vadeli yatırımcılar olduğundan, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat payları mevcut yönetim kontrolü sahiplerinin, yönetim kontrolünü elde tutmasını da kolaylaştırabilmektedir¹⁵³.

Bu anlamda, Türkiye’de halka açık şirketlerdeki sermaye yapılarının da Avrupa’ya benzer nitelik taşıdığı göz önünde bulundurulduğunda, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının hayata geçirilmesinin; Türkiye’de bazı şirketlerde yönetim kontrollerinin¹⁵⁴ el değiştirmesine yol açabileceği düşünülmektedir. Yönetim kontrollerindeki söz konusu değişiklikler ise, yönetim kontrolünü elde eden pay sahipleri açısından büyük bir maliyet anlamına gelen, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüklerini beraberinde getirecektir. Zira, SPKn’nun “*Pay alım teklifi zorunluluğu*” başlıklı 26 ncı maddesinin birinci fıkrası¹⁵⁵ uyarınca, yönetim kontrolünü elde eden kişilerin, kontrol dışında kalan pay sahiplerinin paylarını almak için teklif yapması zorunludur. Bu durumda, çift oy hakkı sebebiyle yönetim kontrolünü elde edebilecek olan pay sahipleri, ek maliyetten kaçınmak adına, mevcut paylarını elden çıkarma yolunu tercih edebilir. Dolayısıyla, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının ülkemizde hayata geçirilmesi durumunda, hedeflenen ile aksi yönde bir etkiyle karşılaşılması da ihtimal dahilindedir.

Öte yandan, bu sadakat payı türünün, blok halinde pay sahiplerinin bulunduğu bazı şirketlerde, mevcut yönetim kontrollerini, devralınması güç şekilde sağlamlaştırabileceği de hatırlatılmalıdır. Bu durum ilk bakışta olumlu bir çağrışım yapsa da, yönetim kontrollerinin devralınabilir olması, sermaye piyasaları için olumsuz bir durum teşkil etmemektedir. Nitekim devralmaların imkansız kılınması, yönetim kontrolünü devralmaya aday yatırımcının sermayesini yatırım yerine başka alanlarda değerlendirmesine ve büyük resimde ülkenin yatırımdan mahrum kalmasına yol açabilir¹⁵⁶. Söz konusu olumsuz etkilerin giderilebilmesini teminen, bu tip sadakat paylarıyla elde edilebilecek maksimum oy oranının, belirli bir oy oranı yüzdesi ile sınırlandırılması gerektiğini düşünen yazarların bulunduğunu belirtmek gerekir¹⁵⁷.

Ayrıca konuya pay alım satımından elde edilen gelir vergisini düzenleyen 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu (GVK) uyarınca da yaklaşılması gerekir. Nitekim uzun vadeli pay sahipliğini teşvik edecek nitelikte vergisel düzenlemeler, sadakat payı

¹⁵³ Dallas, Barry; s.8.

¹⁵⁴ SPKn’nun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, yönetim kontrolü; “*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması*” şeklinde tanımlanmaktadır.

¹⁵⁵ SPKn md. 26/1: “*Halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur. Pay alım teklifinde bulunulmasına ve pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyete ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.*”

¹⁵⁶ İlhan Dinç; Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayınevi, İstanbul 2006, s.108.

¹⁵⁷ Berger, Solomon, Benjamin; s.38.

türlerinden tamamen bağımsız olarak, kısa vadeli pay sahipliğini frenlemede etkin şekilde kullanılabilir. Farklı bir deyişle, uzun vadeli pay sahipliğine yönlendiren vergisel düzenlemeler, sadakat payları olmaksızın da kısa vadeli yatırımcı sayısını azaltmada faydalı olacaktır. Bununla birlikte, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarının, kısa vadeli alım satımla mücadelede etkili olabilmesi için, bu tip sadakat paylarına uzun vadeli yatırımcılar lehine vergi avantajlarının eşlik etmesi gerektiği, işbu çalışmanın önceki bölümlerinde dile getirilmişti. Böylece, ek oy hakkının yeterince cazip gelmediği yatırımcılar da uzun vadeli yatırım konusunda teşvik edilebilecektir. Dolayısıyla daha fazla yatırımcı, yatırım kararlarını uzun vadeli şekillendirmek doğrultusunda vergi avantajlarıyla teşvik edilmiş olacak ve söz konusu yatırımcılara tanınan ek oy hakkıyla birlikte, şirketlerde uzun vadeli yatırımcıların etkinliği artırılabilecektir.

Ancak Türk Vergi Mevzuatı incelendiğinde, kısa vadede alım satım yapan yatırımcılarla, uzun vadeli yatırımcılar arasında herhangi bir ayrıma gidilmediği görülmektedir. Gerçekten de, Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67 nci maddesi uyarınca Bakanlar Kurulu'na tanınan yetki, 27 Ekim 2008 tarih ve 2008/14272 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kullanılmış olup, anılan karar uyarınca, tam mükellef gerçek kişi ve kurumlar tarafından borsada işlem gören paylardan elde edilen kazançlar için uygulanan stopaj oranı % 10'dan % 0'a (sıfır) indirilmiştir¹⁵⁸. Farklı bir deyişle, kısa vadecilikle mücadele edilebilmesi için yalnızca uzun vadeli yatırımcılar lehine tanınması gereken vergi avantajı, yatırımcıların niteliğine bakılmaksızın tüm yatırımcıları kapsayacak şekilde düzenlenmiştir. Ancak vergi yükümlülüklerinin uzun vadeli yatırıma teşvik edecek şekilde düzenlenmesi mümkündür. Örneğin, Türk Vergi Mevzuatı uyarınca, borsada işlem gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı paylarının, bir tam mükellef gerçek kişi tarafından alım satım karından %10 oranında stopaj yapılırken, anılan payların 1 yıl ve üzerinde elde tutulmuş olması durumunda %10 olan stopaj, %0'a inmektedir. Sonuç olarak, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat paylarına eşlik etmesi gereken vergi kolaylıklarının, tüm yatırımcılar lehine tanınmış olduğu görülmekte olup; mevcut vergi mevzuatıyla birlikte, sahibine ek oy hakkı tanıyan sadakat payı hükümlerinin öngörülmesinin kısa vadeli yatırım anlayışıyla mücadelede faydalı olamayacağı düşünülmektedir.

A.3. Sahibine Ek Kar Payı Sağlayan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi

Sahibine ek kar payı sağlayan sadakat paylarının ülkemizde kullanılmasının, Türk sermaye piyasaları açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir. Zira, ilk akla gelen ortaklık hakları arasında yer alan kar payı hakkı, pay sahibini uzun vadeli yatırıma teşvik etme konusunda verimli şekilde kullanılabilir. Ancak Türkiye'de

¹⁵⁸ Ancak bu oran indirimi, BİST'de işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden ve borsa yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilen kazançları kapsamadığından, bu kazançlar üzerinden eskiden olduğu gibi % 10 oranında stopaj yapılmaya devam edilecektir. Gelir Vergisi Kanunu geçici 67. maddesi hükmü, ilgili Bakanlar Kurulu kararları ve 257, 258, 263, 269 seri numaralı Gelir Vergisi Genel Tebliği'nde yer alan açıklamalar çerçevesinde 2012 yılında gerçek ve tüzel kişiler tarafından elde edilen menkul kıymet faiz ve alım satım kazançları ile mevduat faizlerinin vergilendirme koşullarını gösteren özet tablo için lütfen bkz: <https://assetsgaranti.com/assets/pdf/tr/yatirim/menkul-kiymet-vergilendirme-2017.pdf>

halka kapalı şirketlerde¹⁵⁹ olduğu gibi, halka açık şirketlerde¹⁶⁰ de kar dağıtım zorunluluğu bulunmadığından, söz konusu sadakat payı türü, ülkemizde işlevini sınırlı olarak yerine getirebilecektir. Farklı bir deyişle, kar dağıtım politikaları gereği yıllardır kar payı dağıtmayan bir borsa şirketinin, söz konusu sadakat payı aracılığıyla pay sahiplerini, sahiplik sürelerini uzatmaya teşvik etmesi oldukça güçtür. Buna karşın, söz konusu sadakat payı türünün, kar payı dağıtımını alışkanlık haline getiren borsa şirketlerindeki pay sahipliği süresini olumlu etkileyebileceği açıktır. Ayrıca, ileride değinileceği üzere, sahibine şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat payı türünün aksine, bu sadakat payı türünün, büyük yatırımcılar nezdinde oldukça cezbedici nitelik taşıyacağı düşünülmektedir.

Dolayısıyla, sahibine ek kar payı sağlayan sadakat payı türünün ülkemizde kullanılabilirliğinin üzerinde durulması gerekmektedir. Anılan sadakat payı türünde, iki ayrı dağıtılabilir kar payı ayrılması öngörülmekte olup; bir parça tüm pay sahiplerine dağıtılırken, diğer parça yalnızca sadakat payı sahiplerine dağıtılmaktadır. Bu sistemin esas sözleşmeden veya kanundan kaynaklanacağı varsayımı altında, sadakat payları için ayrılan parçanın, tıpkı diğer parça gibi hukuki temelini bulduğu unutulmamalıdır. Örneğin Fransa’da üst sınırı şirket sermayesinin binde beşi olmak üzere, normal kar payına ilaveten, şirket karının yüzde onuna kadarı, sadakat payı sahiplerine nakden veya pay olarak dağıtılabilirliği öngörülmüştür. Söz konusu örnek uyarınca, dağıtılabilir kar payı ayrılıp, tüm ortaklara eşit şekilde paylaştırıldıktan sonra, toplam kar payının yüzde onuna kadarı yalnızca sadakat payı sahiplerine dağıtılabilir. Dolayısıyla, ülkemizde asgari yedek akçe tutarlarının ayrılmış olması kaydıyla, söz konusu yüzde 10’luk miktar, şirketin ihtiyari olarak ayırdığı yedek akçelerden karşılanabileceği gibi, duruma göre tüm pay sahiplerine dağıtılabilir kar payından karşılanabilmesi de mümkündür. Bu bağlamda, ülkemizde de Fransa örneğine benzer şartlar altında, borsa şirketlerinin kar dağıtım politikaları düzenlenebilir.

Bu noktada, söz konusu sadakat payı türü, uzun vadeli yatırımcılara daha fazla kar payı dağıtılması esasına dayalı olduğundan, bu durumun diğer pay sahiplerinin durumunu olumsuz etkileyeceği ve dolayısıyla ülkemizde kullanımının mümkün olamayacağı düşünülebilir. Nitekim, sahibine ek kar payı sağlayan sadakat payı, TTK uyarınca, bir kar payı imtiyazı değildir. Buna karşın, sermaye piyasası

¹⁵⁹ Belirtmek gerekir ki, TTK’nın 519 uncu maddesinin ikinci fıkrasının (c) bendinde yer alan “*Pay sahiplerine yüzde beş oranında kâr payı ödendikten sonra(...)*” ifadesinin, mülga 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun 466 ncı maddesinin ikinci fıkrasında yer alan “*yedek akçeden başka pay sahipleri için %5 kar payı ayrıldıktan sonra (...)*” ifadesinden farklı olması nedeniyle, halka kapalı şirketlerde, kar dağıtım zorunluluğunun bulunup bulunmadığı hususu doktrinde tartışmalıdır. Buna karşın, 28.08.2012 tarih ve 28395 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren, “*Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik*”in 12 nci maddesinde, faaliyet raporunda yer alması gereken hususlar arasında “*Kâr payı dağıtım politikasına ilişkin bilgiler ve kâr dağıtımı yapılmıyorsa gerekçesi ile dağıtılmayan kârın nasıl kullanılacağına ilişkin öneri.*” sayıldığından, halka kapalı şirketler açısından kar dağıtım zorunluluğunun bulunmadığı düşünülmektedir.

¹⁶⁰ SPKn’nun 19 uncu maddesinde kar dağıtımı için genel kurullar tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikalarına atıf yapılmakta ve kar dağıtım politikalarının içeriğinin düzenlendiği II.19-1 sayılı Kar Payı Tebliği’nin 4 üncü maddesinde kar dağıtılıp dağıtılmayacağı genel kurul takdirine bırakılmaktadır.

mevzuatında ortakların kar payı hakkının, kar payı imtiyazı olmaksızın kısıtlandığı başka durumlar da mevcuttur. Örneğin kar payından, yalnızca pay sahiplerinin faydalanması öngörülmediğinden, pay sahipleri dışındaki kişilere tanınan kar payı hakkı, pay sahiplerinin alacağı kar payı miktarının kısıtlanması anlamına gelecektir. Nitekim, kar payı hakkının yalnızca pay sahiplerine tanınabilir olmadığı hususu, SPKn'nun 19 uncu maddesinin ikinci fıkrasında yer alan “**Kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen kâr payı ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz.**” hükmünden ve II-19.1 sayılı Kar Payı Tebliği'nin 4 üncü maddesinin ikinci fıkrasının (a) bendinde yer alan “**Kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranı**” ifadesinden açıkça anlaşılabilmektedir. Dolayısıyla, “akdi hak” oluşturacak şekilde esas sözleşmeye eklenecek bir hüküm ile pay sahiplerinin kar payı hakkının kısıtlanmasının önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır. Bu durumun, kamu yararı gözetilmek suretiyle tanzim edilen kanuni bir düzenlemeden kaynaklanması ise evleviyetle mümkündür.

Diğer taraftan, sadakat payı sahibi olmayan kişilere dağıtılabilecek kar payı ile sadakat payı sahiplerine dağıtılabilecek kar payının, birbirlerini etkilemeyecek şekilde ayrı ayrı belirlenmesi de hukuken mümkündür. Nitekim benzer bir durum, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nin 16 ncı maddesi¹⁶¹ uyarınca, tahvil sahipleri lehine öngörülmüştür. Buna göre, esas sözleşmede veya özel mevzuatta hüküm bulunması kaydıyla, pay sahibi dahi olmayan tahvil sahiplerine kar payı dağıtılması mümkündür. Ancak anılan tebliğ hükmünün üçüncü fıkrası; **tahvil sahiplerine ödenecek kar payının, pay sahipleri için belirlenen kar payı miktarını azaltamayacağını** açıkça hüküm altına almıştır. Görüldüğü üzere, hukuken birbirinden bağımsız iki ayrı dağıtılabılır kar payı parçasının hazırlanabileceği, söz konusu hükümle de kabul edilmiştir.

Son olarak, sadakat payı sahipleri ile diğer pay sahipleri arasındaki kar payı farklılığı “eşitlik ilkesi” kapsamında çeşitli soruları akla getirirse de; sadakat

¹⁶¹ VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği md. 16: “İhraççılar esas sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunmak şartıyla tahvillere kardan pay verebilirler.

(2) İhraççılar, tahvillere ödenecek kar payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilir:

a) Faiz ve buna ek olarak, tahvile kardan pay verilmesi,

b) Kar payının faizden daha az olması halinde, faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla kar payı tahakkuk etmişse kar payının ödenmesi,

c) Bir faiz öngörülmezsizin tahvile kardan pay verilmesi.

(3) Halka açık ortaklıklar açısından tahvillere ödenecek kar payı, ihraççıların esas sözleşmesinde veya kar dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kar payı miktarını azaltamaz.

(4) Tahvillere ödenecek kar payı, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış yıllık finansal tablolarının ve kar payı dağıtım kararının ihraççı genel kurulunca onaylanmasını müteakip dağıtılır.

(5) Aynı koşullara sahip tahvillere ödenecek kar payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut tahvillerin tümüne, bunların ihraç ve vade tarihleri dikkate alınmadan dağıtılır.”

paylarının ülkemiz mevzuatı bakımından eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmediği hatırlatılmalıdır.

A.4. Sahibine Ek Rüşhan Hakkı Sağlayan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi

Sahibine ek rüşhan hakkı sağlayan sadakat payı türünün ülkemizde öngörülmesinin de, sermaye piyasalarında yatırım sürelerini uzatma konusunda fayda sağlayabileceği düşünülmektedir. Böylelikle, bir yandan yatırımcılar ekonomik getiri sağlaması muhtemel¹⁶² ek rüşhan hakkı aracılığıyla uzun vadeli yatırıma teşvik edilirken; diğer yandan uzun vadeli yatırımcıların şirket sermayesindeki oranı artırılabilmektedir. Uzun vadeli yatırımcıların şirketteki pay oranının artırılması, otomatik olarak kar payının ve oy gücünün de artırılması anlamına geleceğinden, söz konusu sadakat payı türünün, uzun vadeli yatırıma teşvik edici nitelik taşıdığı açıktır. Bu anlamda, ülkemizde 2 yıl ve üzerinde kesintisiz pay sahipliğini devam ettiren sadakat payı sahiplerine, yüzde 10 fazladan rüşhan hakkı tanınması göz önünde bulundurulabilir.

Dolayısıyla, mevcut mevzuat hükümleri çerçevesinde, sahibine ek rüşhan hakkı sağlayan sadakat paylarının değerlendirilmesi yerinde olacaktır. Bilindiği üzere, TTK'nın 461 inci maddesinde¹⁶³ düzenlenen rüşhan hakkı ile her paydaşa mevcut payları oranında yeni pay alma hakkı tanındığından ve toplam alınabilecek pay sayısı artırılan sermaye miktarına denk olduğundan; belirli paydaşların sahip olduğu rüşhan hakkının artırılması, diğer paydaşların rüşhan hakkında kısıtlamaya gidilmesi anlamına gelecektir. Farklı bir deyişle, sahibine ek kar payı sağlayan sadakat payı türüne benzer bir durum, bu sadakat payı türünde de gündeme gelmektedir. Ancak, sadakat paylarının ülkemizde hayata geçirildiği varsayımı altında, bu kısıtlama kanundan veya esas sözleşmeden kaynaklandığından, bu durum hukuka aykırılık teşkil etmeyecektir. Kaldı ki, rüşhan hakkının müktesep haklar

¹⁶² Rüşhan hakkının pay sahibi tarafından kullanımının, pay sahibine ekonomik getiri sağlaması; payların borsa fiyatı, rüşhan hakkı kullanım fiyatı, sermaye artırım oranı, piyasanın şirketin geleceğine yönelik beklentileri gibi çeşitli etkenlere bağlıdır.

¹⁶³ TTK 461: “Her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir.

(2) Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüşhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle, halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur. Rüşhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılmasıyla, hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde, yararlandırılamaz veya kayba uğratılamaz. Nisaba ilişkin şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır. Yönetim kurulu, rüşhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir.

(3) Yönetim kurulu yeni pay alma hakkının kullanılabilmesinin esaslarını bir karar ile belirler ve bu kararda pay sahiplerine en az onbeş gün süre verir. Karar tescil ve 35 inci maddedeki (...) ⁽¹⁾ gazetedede ilan olunur. Ayrıca şirketin internet sitesine konulur. ⁽¹⁾

(4) Rüşhan hakkı devredilebilir.

(5) Şirket, rüşhan hakkı tanıdığı pay sahiplerinin, bu haklarını kullanmalarını, nama yazılı payların devredilmelerinin esas sözleşmeyle sınırlandırılmış olduğunu ileri sürerek engelleyemez.”

arasında yer almaması nedeniyle, kaldırılması ya da sınırlandırılması da mümkündür¹⁶⁴.

Buna karşın, sahibine ek rüçhan hakkı sağlayan sadakat payı türünün, kısa vadeci anlayışla mücadeledeki etkisinin, ülkemizde sınırlı kalabileceği düşünülmektedir. Zira, borsa şirketlerinin büyük bir çoğunluğu, genel kurul toplantısı düzenlenmesinin uygulamadaki zorluğunu bertaraf edebilmek ve hızlı karar alabilmek amacıyla, kayıtlı sermaye sisteminde bulunmaktadır. Kayıtlı sermaye sisteminin gündeme gelmesiyle uygulama alanı bulan SPKn'nun 18 inci maddesinin beşinci fıkrasında¹⁶⁵ ise, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş şirketlerde, yönetim kurulu kararıyla rüçhan hakkının kısıtlanabilmesi için, yönetim kurulunun esas sözleşme ile yetkili kılınmasının şart olduğu düzenlenmiştir. Nitekim, sermaye artırımının yapılması ve artırılan sermayenin halka arzı sırasında, artırılan sermayenin yeni yatırımcılara satılabilmesi, mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanmasına bağlı olup; sermaye artırımında yetkili olan yönetim kurulunun, rüçhan hakkını kısıtlamak konusunda da yetkili kılınması gerekmektedir. Bu anlamda bir çok borsa şirketi bu yolu benimsemiş ve esas sözleşmeleri ile mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak konusunda yönetim kurulunu yetkilendirmiştir. Dolayısıyla, yeni pay alma hakkının sınırlandırılabilmesi için, gereken koşullarının bulunup bulunmadığı, yönetim kurullarının takdir yetkisi kapsamında değerlendirilmekte olup¹⁶⁶, böylelikle rüçhan hakkının kısıtlanması ülkemiz borsa şirketlerinin sermaye artırım süreçlerinde sıklıkla başvurulanan bir yöntem halini almıştır.

Ayrıca SPKn'nun 18 inci maddesinin beşinci fıkrasında, rüçhan hakkının kısıtlanmasını zorlaştıran TTK'nın 461 inci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkralarının, halka açık şirketler bakımından uygulanmayacağı hüküm altına alınmıştır. Bu durum, hükmün gerekçesinde şu şekilde açıklanmıştır;

*“Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılması ile buna ilişkin süreler konusunda ilgili TTK hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilerek, **yeni pay haklarının kısıtlanmasına ilişkin haklı sebep aranması şartı bertaraf edilmiş olup;** getirilen bu istisna ile pay sahipleri arasında eşitlik ilkesi korunarak dışarıdan ortak alınması suretiyle şirkete yeni kaynak girişinin teşvik edilmesi amaçlanmıştır.”*

Kaldı ki, doktrinde rüçhan hakkı imtiyazının halka açık şirketlerde fazla etkinliğinin bulunmadığını ifade eden görüşler de mevcuttur¹⁶⁷. Dolayısıyla, mevcut rüçhan haklarının kullanımının kısıtlı olması halinde, bu sadakat payı türünden alınabilecek verimin düşeceği açıktır.

¹⁶⁴ Esra Cenkci; “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Sınırlandırılması Bağlamında Genel Kurulun Yetkileri”, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, 2016, S. 122, s.317.

¹⁶⁵ SPKn md.18/5: “Yönetim kurulunun; imtiyazlı veya nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi için esas sözleşme ile yetkili kılınması şarttır. Yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisi, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamaz. 6102 sayılı Kanunun 461 inci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkraları hükümleri halka açık ortaklıklar için uygulanmaz.”

¹⁶⁶ Cenkci, s.329.

¹⁶⁷ Pulaşlı, C.II, s.1304.

A.5. Sahibine Şirketin Belirli Ürün ve Hizmetlerinden Avantajlı Faydalanma Hakkı Taniyan Sadakat Payı Türünün Ülkemizde Öngörülmesi

Sahibine şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı taniyan sadakat paylarının, Türkiye’de kısa vadeci anlayışla mücadelede etkili şekilde kullanılabileceği düşünülmektedir. Herşeyden önce söz konusu sadakat payı türünün, önerilen şekilde Türkiye’de öngörülmesi, yalnızca kısa vadeli yatırımcıların yatırım süresinin uzatılmasını değil, aynı zamanda sermaye piyasalarında yatırımı olmayan vatandaşların da bu piyasada yatırım yapmasını teşvik edecektir. Gerçekten de, söz konusu pay türüyle birlikte, yatırımcılar şirketlerin mal ve hizmetlerinden avantajlı şekilde faydalanabilmek için, mevcut yatırım sürelerini uzatma eğilimine girecekleri gibi; şirket pay sahipliğinin getireceği avantajlar –söz konusu avantajların reklamlarının iyi yapılması kaydıyla- yeni yatırımcıları sermaye piyasalarına çekebilecektir. Ancak söz konusu sadakat payı türünün büyük miktarda paya sahip yatırımcılar üzerindeki etkisinin, küçük yatırımcılara kıyasen sınırlı olacağı düşünülmektedir. Zira, söz konusu sadakat payı türünün tanıyacağı **sınırlı** avantajlar, büyük hacimli yatırımcılar üzerinde, küçük yatırımcılar nezdinde olduğu kadar teşvik edici nitelik taşıyamayacaktır.

Bu noktada ifade etmek gerekir ki, söz konusu sadakat payı türünün, şirketlerin mal ve hizmetlerinden yalnızca 2 veya 1 yıl süre şartına bağlı olarak avantajlı faydalanma hakkını öngörecektir. Bu şekilde değil, kademeli olarak avantaj miktarı artırılacak şekilde mevzuata eklenmesinin daha uygun olacağı düşünülmektedir. Zira, kademeli periyotlar belirlenmeksizin yalnızca tek bir sürenin öngörüldüğü -örneğin iki yıllık süre sonunda avantajlı kullanım hakkının elde edileceği- durumda, birçok yatırımcının bu süreçte motivasyonunu kaybederek, payı elden çıkarmasının kuvvetle muhtemel olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, şirket mal ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkının, hiçbir süre şartı öngörülmeden tüm pay sahiplerine eşit şekilde verilmesinin de, uzun vadeli yatırımcılar ile kısa vadeli yatırımcılar arasında eşitsizlik yaratacağı ve kötüye kullanıma oldukça müsait bir sisteme yol açacağı düşünülmektedir. Ayrıca, hiçbir süre şartının bulunmaması durumunda, yalnızca avantajlı ürün ve hizmetlerden faydalanılması maksadıyla, payların muvazaalı satış sözleşmelerine konu edilebileceği de dikkate alınmalıdır.

Bu bağlamda örneğin, 500 adet THY payına sahip olunmasına bağlı olarak, THY uçuşlarında %5 indirim hakkı tanınması; bu pay sahipliğinin 6 ay süre ile devam ettirilmesi halinde indirim oranının %10’a, 12 ay devam ettirilmesi halinde %15’e, 24 ay ve daha uzun sürede devam ettirilmesi halinde ise %20’ye çıkarılması gibi bir sistem, Türk sermaye piyasalarında yatırım sürelerinin uzatılması ve piyasaya yeni yatırımcı çekilmesi açısından oldukça etkili olabilecektir. Bu doğrultuda, bankalar tarafından avantajlı oranlarla kredi hizmeti verilmesi; turizm şirketleri tarafından indirimli tatil hizmeti sağlanması; perakende satış yapan şirketler tarafından yatırımcılara indirim veya hediye çeki verilmesi; holdingler tarafından iştirak edilmekte olan şirketler aracılığıyla promosyon sağlanması; gıda şirketleri tarafından hediye gıda paketi oluşturulması gibi avantajlar kullanılabilir. Bu noktada önemli olan, yatırımcıya sağlanan avantajın, yatırımcıyı teşvik edebilecek nitelikte olması ve kademeli olarak artışa müsait olmasıdır. Böylelikle kısa ve uzun vadeli yatırımcılar arasında fark gözetilmekte ve kademeli artış aracılığıyla, 24 aylık

periyodu beklemek konusunda yatırımcıların motivasyonu taze tutulmaktadır. Ancak pay sahiplerine tanınacak olan avantajların, şirket esas sözleşmelerinde kötüye kullanıma müsaade etmeyecek şekilde detaylandırılması gerektiği de belirtilmelidir. Bu itibarla, sınırları önceden çizilmiş olan avantajlı kullanımın yılda belirli bir sayıda kullanımının mümkün kılınması veya avantajların belirli bir pay alt limiti belirlenmek suretiyle öngörülmesi gibi yöntemler dikkate alınabilecektir.

Diğer taraftan, her şirketin müşterilerine sunduğu mal veya hizmet, yukarıdaki örneklere benzer şekilde avantajlı kullanım hakkı sağlanmasına uygun olmayabilir. Örneğin, işbu çalışmanın yapıldığı dönemde BİST 30'da faaliyet gösteren, Ereğli Demir Çelik Fabrikaları A.Ş., Petkim Petrokimya Holding A.Ş., Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. gibi şirketlerin, doğrudan gerçek kişi yatırımcılara sunulabilecek nitelikte mal veya hizmet üretmediği kabul edilebilir. Böyle bir durumda, uzun vadeli pay sahipleri lehine tanınabilecek olan avantajlı ürün veya hizmetlerin, bizzat yatırımcısı olunan şirket tarafından sağlanmasının zorunlu olmadığı hatırlatılmalıdır. Farklı bir deyişle, BİST 30'da faaliyet gösteren bir şirket, bir başka şirketin ürettiği ürünleri veya sağladığı hizmetleri, kendi yatırımcılarını uzun vadeli yatırıma teşvik etmek amacıyla kullanabilir.

Bunun dışında, uzun vadeli yatırımcılar lehine tanınacak olan belirli ürün ve hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkının, sermaye piyasası mevzuatında yer alan yükümlülüklerin, uzun vadeli yatırımcılar lehine hafifletilmek suretiyle öngörülmesi de akıllara gelebilir. Örneğin önemli miktarda pay satışı yapılırken hazırlanması ve Kurul onayına sunulması gereken pay satış bilgi formu yükümlülüğü¹⁶⁸, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü gibi pay sahibini etkileyebilen yükümlülüklerin, 2 yıl ve daha uzun süre pay sahibi sıfatını devam ettiren yatırımcı lehine esnetilmesi düşünülebilir. Buna karşın, kamu yararı gözetilerek düzenlenmiş kuralların, belirli yatırımcılar lehine esnetilmesinin mümkün olmayacağı ifade edilmelidir. Zira, Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü¹⁶⁹ (The International Organization of Securities Commissions, IOSCO) tarafından yayımlanan Sermaye Piyasası Düzenlemelerinin Amaçları ve İlkeleri (Objectives and Principles of Securities Regulation) adlı raporda, sermaye piyasası düzenlemelerinin üç temel amacı olduğu ifade edilmektedir. Bu amaçlar; yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasıdır¹⁷⁰. Türk sermaye piyasası mevzuatı da söz konusu amaçlar doğrultusunda düzenlenmiş olup, ihdas edilen kurallarda tüm yatırımcıların ve dolayısıyla kamunun menfaati söz konusu olduğundan, yalnızca belirli yatırımcılar lehine bu kuralların esnetilmesi mümkün değildir.

¹⁶⁸ VII-128.1 sayılı Pay Tebliği md. 27/1: “Payları borsada işlem gören ortaklıkların herhangi bir on iki aylık dönemde sermayesinin yüzde onunu veya fiili dolaşımdaki paylarının nominal değerinin yüzde ellisini aşan pay satışlarının yönetim kontrolüne sahip ortaklar tarafından borsada gerçekleştirilmesinin planlanması durumunda, ilgili ortaklar tarafından Kurulca esasları belirlenen **bilgi formunun düzenlenmesi ve bu formun satış öncesinde Kurulca onaylanması zorunludur.**(...)”

¹⁶⁹ 120'nin üzerinde düzenleyici otoritenin üyesi olduğu IOSCO'ya, SPK 1988 yılında üye olmuştur.

¹⁷⁰ Nusret Çetin; “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XV, 2011, S.1, s.4.

B. Seçilen Sadakat Payı Türlerinin Gerektirdiği Mevzuat Değişikliklerine İlişkin Olarak

Çalışmanın önceki bölümünde ifade edildiği üzere, sahibine ek kar payı hakkı, ek rüçhan hakkı ve/veya kademeli şekilde şirketlerin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat paylarının Türkiye’de hayata geçirilmesinin, Türk sermaye piyasası açısından faydalı olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak söz konusu sadakat payı türlerinin Türkiye’de hayata geçirilmesi, bazı mevzuat değişikliklerini gerektirecek olup, bu başlık altında konuya ilişkin önerilere yer verilecektir.

B.1. Yönerge’de Yapılması Gereken Değişiklikler Bakımından

Her şeyden önce, söz konusu sadakat payı türlerinin hayata geçirilebilmesi, kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarının merkezi saklama kuruluşu olarak görevlendirilmiş olan Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ve borsa şirketleri arasında güçlü bir veri paylaşım ağı gerektirmektedir. Söz konusu veri paylaşım ağının 07.04.2016 tarih ve 29677 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6698 sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’na¹⁷¹ (Kişisel Verilerin Korunması Kanunu) aykırılık teşkil etmeyecek şekilde oluşturulması ise büyük önem taşımaktadır. Zira, gerçek kişi yatırımcıların kimlik bilgileri, gerçek kişi yatırımcıların pay tutarı ve söz konusu payları hangi süre boyunca elinde bulundurduğu bilgisi, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 3 üncü maddesinin (d) bendi¹⁷² uyarınca kişisel veri olarak kabul edilmekte olduğundan, bu veriler ancak söz konusu düzenlemeye uygun şekilde transfer edilebilecektir. Nitekim, yatırımcılara, yatırımcıların sahip olduğu pay miktarına ve pay sahipliği sürelerine ilişkin tüm kişisel veriler, MKK nezdinde elektronik ortamda tutulmakta olup, sadakat paylarının tanıdığı avantajların şirketler tarafından sağlanabilmesi için; yatırımcıların kimlik bilgilerinin, pay miktarlarının ve pay sahipliği sürelerinin MKK tarafından borsa şirketleriyle paylaşılması, farklı bir deyişle MKK ile şirketler arasında veri paylaşım platformu kurulması gerekmektedir.

¹⁷¹ Bilindiği üzere, ülkemizin de üyesi olduğu OECD tarafından 23.9.1980 tarihinde çıkarılmış olan “Kişisel Alanın ve Sınır Aşan Kişisel Bilgi Trafiğinin Korunmasına İlişkin Rehber İlkeler”de ve Avrupa Konseyi tarafından 28.01.1981’de imzaya açılan 108 sayılı Kişisel Verilerin Otomatik İşleme Tabi Tutulması Karşısında Bireylerin Korunması Sözleşmesi’nde, kişisel verilerin korunmasına ilişkin detaylı düzenlemeler öngörülmüş olup, ilgili devletlerin kişisel verilerin korunmasına ilişkin bazı temel ilkelere uygun davranması gerekmektedir. Yine AB tarafından 24.10.1995 tarihinde “Kişisel Verilerin İşlenmesi Sırasında Gerçek Kişilerin Korunması ve Serbest Veri Trafiği Direktifi” çıkarılarak, bireylerin kişisel verilerinin korunması ve AB içerisinde özgürce dolaşması hedeflenmiştir. Aynı doğrultuda, Türkiye’de 12.07.2010 tarihinde yapılan halkoylaması sonucunda kabul edilen 5982 sayılı Kanun’la, Anayasa’nın 20 nci maddesi¹⁷¹ değiştirilmiş ve kişisel verilerin korunması, temel bir insan hakkı olarak güvence altına alınmıştır. Söz konusu hükümde, konuya ilişkin detaylı düzenlemelerin Kanunla yapılacağı hüküm altına alınmış olduğundan, 07.04.2016 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nu¹⁷¹ çıkarılmıştır.

¹⁷² Kişisel Verilerin Korunması Kanunu md.3/1/d: “*Kişisel veri: Kimliği belirli veya belirlenebilir gerçek kişiye ilişkin her türlü bilgiyi (...) ifade eder.*” Görüldüğü üzere, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu gerçek kişi yatırımcıların bilgilerine ilişkin verileri “*kişisel veri*” kabul etmektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, 2017 yılının ilk çeyreğine ilişkin Borsa Trendleri Raporu’nun XX sayısına göre, yerli yatırımcıların %99.5’u, yabancı yatırımcıların ise %65’i gerçek kişilerden oluşmaktadır.

MKK ve BİST şirketleri arasındaki veri paylaşımının mümkün olabilmesi ise, somut durumda ancak iki şekilde mümkün olabilecektir; MKK tarafından yatırımcılardan ayrı ayrı açık rıza beyanı alınması¹⁷³ veya Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 5 inci maddesinde öngörülen hallerin gerçekleşmiş olması. Zira, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun “*Kişisel verilerin aktarılması*” başlıklı 8 inci maddesi;

“(1) *Kişisel veriler, ilgili kişinin **açık rızası** olmaksızın aktarılamaz.*

(2) *Kişisel veriler;*

a) *5 inci maddenin ikinci fıkrasında,*

b) *Yeterli önlemler alınmak kaydıyla, 6 ncı maddenin üçüncü fıkrasında,*

belirtilen şartlardan birinin bulunması hâlinde, ilgili kişinin açık rızası aranmaksızın aktarılabilir. (...)”

hükmünü haiz olup, anılan Kanun’un 6 ncı maddesinin üçüncü fıkrası sağlık ve cinsel hayata ilişkin özel nitelikteki kişisel verilere ilişkin olduğundan, söz konusu aktarım ancak açık rıza veya Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 5 inci maddesinin ikinci fıkrasında belirlenen hallerde mümkün olabilmektedir.

Dolayısıyla söz konusu veri paylaşımı için, MKK tarafından sadakat paylarını kullanmaya hak kazanan yatırımcıların, verilerinin paylaşımı hususunda ayrı ayrı ve açık rızalarının alınması gündeme gelebilecektir. Açık rıza ise yeterli bilgilendirmenin yapılmasına ve dışarıdan bir etkiye maruz kalınmamasına bağlı olup¹⁷⁴, bilgilendirmenin yeterli olarak yapıldığının kabulü için çeşitli prosedürlere ihtiyaç duyulabilecektir. Bu yolun pratik nedenlerle tercih edilmemesi durumunda ise, söz konusu veri transferi ancak aşağıda yer alan Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 5 inci maddesi çerçevesinde yapılabilecektir. Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun “*Kişisel verilerin işleme şartları*” başlıklı 5 inci maddesinin ikinci fıkrası;

“(2) *Aşağıdaki şartlardan birinin varlığı hâlinde, ilgili kişinin **açık rızası** aranmaksızın kişisel verilerinin işlenmesi mümkündür:*

a) *Kanunlarda açıkça öngörülmesi.*

b) *Fiili imkânsızlık nedeniyle rızasını açıklayamayacak durumda bulunan veya rızasına hukuki geçerlilik tanınmayan kişinin kendisinin ya da bir başkasının hayatı veya beden bütünlüğünün korunması için zorunlu olması.*

c) *Bir sözleşmenin kurulması veya ifasıyla doğrudan doğruya ilgili olması kaydıyla, sözleşmenin taraflarına ait kişisel verilerin işlenmesinin gerekli olması.*

¹⁷³ Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 3 üncü maddesinin (a) bendinde açık rıza, 95/46/AT sayılı AB Yönergesi’nde yer aldığı şekilde, “*Belirli bir konuya ilişkin, bilgilendirilmeye dayanan ve özgür iradeyle açıklanan rıza*” olarak tanımlanmıştır. Anılan Kanun’un gerekçesinde de belirtildiği gibi, “*açık rıza ilgili kişinin kendisiyle ilgili veri işlenmesine, özgürce, konuyla ilgili yeterli bilgi sahibi olarak, tereddüde yer bırakmayacak açıklıkta ve sadece o işlemle sınırlı olarak verdiği onay beyanı şeklinde anlaşılmalıdır.*” (Komisyon Raporu sf.7.)

¹⁷⁴ Songül Atak; “*Kişisel Verilerin Korunmasına İlişkin Avrupa Birliği Yönergesinin Temel Özellikleri*”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi, 2009, S.59-60, s.211.

ç) *Veri sorumlusunun hukuki yükümlülüğünü yerine getirebilmesi için zorunlu olması.*

d) *İlgili kişinin kendisi tarafından alenileştirilmiş olması.*

e) ***Bir hakkın tesisi, kullanılması veya korunması için veri işlemenin zorunlu olması.***

f) *İlgili kişinin temel hak ve özgürlüklerine zarar vermemek kaydıyla, veri sorumlusunun meşru menfaatleri için veri işlenmesinin zorunlu olması.”*

hükmünü haiz olup¹⁷⁵, söz konusu bentlerden birinin veya birkaçının mevcut olması halinde kişisel veriler açık rıza bulunmaksızın işlenebildiği gibi, söz konusu verilerin yurt içinde ilgili merciye aktarımı da mümkün hale gelmektedir. Görüldüğü üzere, kişisel verilerin işlenmemesi asıl olmakla birlikte, anılan maddede kişisel verilerin işlenmesinde hukuka uygunluk sebeplerine yer verilmiştir¹⁷⁶.

Bu noktada öncelikle belirtmek gerekir ki, kişisel verilerin açık rıza olmaksızın MKK tarafından şirketlere aktarılabilmesi, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun “*Kişisel verilerin işlenme şartları*” başlıklı 5 inci maddesinin ikinci fıkrasının (a) bendi çerçevesinde her zaman mümkündür. Farklı bir deyişle, sadakat paylarının kullanılabilmesini teminen MKK tarafından borsa şirketlerine veri aktarımı yapılabileceğini düzenleyen bir kanuni düzenleme, MKK tarafından yatırımcılardan açık rıza alınması gerekliliğini ortadan kaldıracaktır. Ayrıca, veri aktarımının bu şekilde doğrudan kanun bazında öngörülmesi, aktarımın Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’na aykırı olup olmadığı hususunda herhangi bir tereddüt oluşmasının önünü kapatmış olacaktır.

Diğer taraftan, mevcut durumda Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 5 inci maddesinin ikinci fıkrası çerçevesinde, açık rıza ve kanuni altyapı olmaksızın da hukuka uygun olarak veri aktarımının yapılmasının mümkün olduğu düşünülmektedir. Zira, kamu yararı gözetilmek suretiyle, uzun vadeli yatırımcılara ek pay sahipliği getirisi sağlandığından; “hak tesis edilmesi” durumunu geçerli bir veri işleme/aktarma sebebi olarak kabul eden (e) bendi, somut olayda uygulama alanı bulabilecektir¹⁷⁷. Nitekim, sadakat paylarında, uzun vadeli yatırımcılara tanınması

¹⁷⁵ Kişisel verilerin işlenmesinin hukuka uygun kabul edilmesini sağlayan ölçütlere ayrıca 2016/679 sayılı Genel Veri Koruma Tüzüğü’nün “*Hukuka Uygun İşleme*” başlıklı 6 ncı maddesinde de yer verilmiştir.

¹⁷⁶ Aydın Akgül; Danıştay ve Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi Kararları Işığında Kişisel Verilerin Korunması, Beta Yayınevi, İstanbul 2016, 2. Baskı, s.162.

¹⁷⁷ Sadakat paylarının tanıdığı avantajlı hakların şirket ve yatırımcı arasında bir tür sözleşme ilişkisi yaratacağı göz önünde bulundurularak, özellikle anılan hükmün (c) bendi kapsamında veri aktarımı yapılabileceği akıllara gelebilecekse de, söz konusu bendin somut olayda uygulama alanı bulamayacağı değerlendirilmektedir. Zira, Kanun’un diğer hükümleriyle birlikte söz konusu bent değerlendirildiğinde, bendin, bu yönde irade beyanı iletilmiş bir sözleşmenin kurulması aşamasında veya geçerli şekilde kurulmuş bir sözleşmenin ifası sırasında uygulama alanı bulabileceği düşünülmektedir. Aksi bir yorumun, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun verilerin işlenmesini ve aktarılmasını açık rızaya bağlayan hükümlerini işlevsiz hale getireceği açıktır. Nitekim, 5 inci maddenin (c) bendinin gerekçesinde, bu hükmün uygulama alanı; “*yapılan bir sözleşme gereği paranın ödenmesi için alacaklı tarafın hesap numarasının alınması*” ve “*bankayla kredi sözleşmesi yapılması sırasında bankanın, o kişiye ait maaş bordrosunu, tapu kayıtlarını, icra borcu olmadığına dair belgeyi edinmesi*” örnekleriyle somutlaştırılmıştır.

öngörülen avantajların “hakkın tesisi” kapsamında kabul edilebileceği açıktır. Anılan bendin gerekçesinde, yalnızca “*hakkın kullanımı*”na yönelik; “*bir şirketin kendi çalışanı tarafından açılan bir davada ispat için bazı verileri kullanması*” ve “*kısıtlı bir kişinin haklarının korunması amacıyla vasiinin veya kayyımın, kısıtlının mali bilgilerini tutması*” örneklerine yer verilmekle birlikte, söz konusu bent, hakkın yalnızca kullanımı sırasında değil, aynı zamanda hakkın tesisi sırasında da bilgilerin işlenebileceğini, -dolayısıyla aktarılabilceğini- düzenleme altına almıştır. Nihayet, kişisel verilerin işlenmesi konusunda hukuken yetki sahibi olanlar, verilerin işlenmesinin gerekli olduğu hallerde kamu düzeni gereği¹⁷⁸ verileri işleyebileceklerinden¹⁷⁹, somut olayda yatırımcılara ilişkin verilerin açık rıza veya kanuni düzenleme bulunmaksızın ilgili şirketlere aktarılabilmesi mümkündür.

Kaldı ki, 07.08.2014 tarih ve 29081 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ’in “*İhraççıların bilgilendirilmesi*” başlıklı 35 inci maddesinin ikinci fıkrasında¹⁸⁰; **pay sahipliğine ilişkin bilgilerin SPK’nın belirleyeceği esaslar çerçevesinde MKK tarafından şirketlere iletilebileceği** düzenlenmiştir. Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 5 inci maddesinin (e) bendinde yer alan hukuka uygunluk nedeni dikkate alındığında, anılan tebliğ hükmünün, sonradan yürürlüğe giren Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’na uygun olduğu kabul edilmelidir.

Anılan tebliğ hükmüne dayanılarak, ihraççılar tarafından yatırımcılara avantajlı haklar tanınabilmesini teminen, 19.01.2017 tarihinde Yönerge çıkarılmış olup, söz konusu yönergenin “*İhraççılara verilecek rapor ve hizmetler*” başlıklı 4 üncü maddesi;

“İhraççılar tarafından diğer ortaklara yönelik promosyon ve benzeri fayda sağlayıcı uygulamalara ilişkin yapılacak işlemlerde, MKK tarafından ihraççının ihraç etmiş olduğu sermaye piyasası araçlarına sahip yatırımcılara ilişkin Yatırımcı Bilgileri Raporu bu Yönergede belirlenen usul ve esaslara uygun olarak ihraççılara verilir. MKK’dan alınan bu bilgiler üçüncü kişilere verilemez, veriliş amacı dışında kullanılamaz. İhraççılar, MKK’dan aldıkları bu bilgilerin gizliliğini 6698 sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu ve diğer mevzuattaki kişisel verilerin korunmasına ilişkin hükümlere uygun olarak korumakla 2 yükümlüdürler. Söz konusu bilgiler ihraççıların idari sorumluluğu bulunan kişileri dışında hukuka aykırı olarak kimseyle paylaşılamaz ve veriliş amaçları dışında kullanılamaz.”

¹⁷⁸ Nitekim, 2016/679 sayılı Genel Veri Koruma Tüzüğü’nün “Hukuka Uygun İşleme” başlıklı 6 ncı maddesinin birinci fıkrasının (e) bendinde “*veri işlemenin, kamu yararıyla yürütülen bir görevin yerine getirilmesi veya veri sorumlusuna kamu makamı tarafından verilen bir yetkinin kullanılması için gerekli olması*” halinde, verilerin işlenmesinin hukuka uygun olduğu kabul edilmektedir.

¹⁷⁹ Nilgün Başalp; Kişisel Verilerin Korunması ve Saklanması, Yetkin Yayınları, Ankara 2004, S.41.

¹⁸⁰ II.13-1 sayılı Tebliğ md.35/2: “*İdari mercilere verilmek ve mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi amacıyla pay sahipliğine ilişkin olarak ihraççılar tarafından talep edilen bilgiler MKK’nın belirleyeceği usul ve esaslar çerçevesinde ihraççılara iletir. Pay sahipliğine ilişkin bilgiler ayrıca, piyasa gözetim ve denetim politikaları dikkate alınarak Kurul tarafından belirlenecek usul ve esaslar çerçevesinde MKK tarafından ihraççılara iletilebilir. İhraççılar, MKK’dan aldıkları bu bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlüdürler. Söz konusu bilgiler ihraççıların idari sorumluluğu bulunan kişileri dışında hukuka aykırı olarak kimseyle paylaşılamaz ve veriliş amaçları dışında kullanılamaz.”*

hükmünü haizdir.

Görüldüğü üzere, Yönerge'nin "*İhraççılara verilecek rapor ve hizmetler*" başlıklı 4 üncü maddesinde, MKK tarafından yatırımcılara ilişkin verilerin, Yatırımcı Bilgileri Raporu aracılığıyla şirketlerle paylaşılması öngörülmüştür. Dolayısıyla, söz konusu Yatırımcı Bilgileri Raporu ile sadakat paylarının kullanımının mümkün olup olmadığı hususunun üzerinde durulması gerekmektedir.

Yönerge ekinde örneğine yer verilen, Yatırımcı Bilgileri Raporu'nda; ad-soyad, ünvan, ISIN¹⁸¹, pay miktarı ve ülke/il'e ilişkin yatırımcı bilgilerinin yer aldığı görülmektedir. Farklı bir deyişle, yatırımcılara sağlanacak promosyonun gerçekleştirilebilmesini teminen, yatırımcılar arasında herhangi bir ayrıma gidilmeksizin, şirketin tüm yatırımcılarına ilişkin veriler, liste halinde şirkete raporlanmaktadır. Ancak herşeyden önce belirtmek gerekir ki, söz konusu yöntem kötü niyetli kullanımlara müsait bir durum oluşturmaktadır. En nihayetinde, şirket yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahiplerinin, MKK tarafından gönderilecek olan ve pay oranı bilgisini de içeren yatırımcı listesini, amacı dışında kullanması ihtimal dahilindedir. Örneğin yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahibi/sahipleri, söz konusu listedeki görece büyük pay sahiplerini, yönetim kontrolünü sağlamlaştırmak amacıyla beraber hareket etmeye zorlayabilir. Benzer şekilde, pay miktarı bilgisini de içeren pay sahipleri listesinin, SPKn md. 107/1 hükmüne¹⁸² aykırı şekilde, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunun işlenmesinde kullanılması da olasıdır.

Bu anlamda, MKK tarafından tüm pay sahiplerine ilişkin verileri içerecek şekilde bir listenin iletilmesi yerine, yalnızca, sadakat paylarının tanıdığı avantajlardan faydalanmak üzere şirketlere başvuran yatırımcılara ait bilgilerin raporlanması göz önünde bulundurulabilir. Böylelikle, tüm pay sahiplerine ilişkin verilerin şirkete emanet edilmesinin oluşturacağı riskin, önemli bir kısmı bertaraf edilebilir. Benzer şekilde, herhangi bir raporlama yükümlülüğü dahi öngörülmezsizin, MKK tarafından bir arayüz oluşturulmak suretiyle, borsa şirketlerine, kendisine başvuran yatırımcıların beyan ettiği bilgileri teyit imkanı tanınabilir. Ancak bu hususların kapsamlı bir Yönerge revizyonu gerektirdiği hatırlatılmalıdır.

Öte yandan, Yatırımcı Bilgileri Raporu'nda yer alan; ad-soyad, ünvan, ISIN, pay miktarı ve ülke/il'e ilişkin yatırımcı bilgileri yer almakla birlikte; sadakat paylarının borsa şirketleri tarafından kullanılabilmesi için, MKK tarafından gönderilen veri çeşidinin yeterli olmadığı görülmektedir. Gerçekten de, sadakat paylarının ülkemizde uygulanabilmesi için, anılan verilere ek olarak; payların iktisap tarihleri ile yatırımcıların açık adres ve kimlik bilgilerinin de borsa şirketlerine gönderilmesi gerekecektir. Buna karşın, Yönerge'nin "*Yatırımcı izni gereken bilgiler*" başlıklı 7 nci maddesinde, "*Yatırımcı Bilgileri Raporu'nda açık adres ve*

¹⁸¹ International Security Identification Number.

¹⁸² SPKn md.107/1: "*Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Ancak, bu suçtan dolayı verilecek olan adli para cezasının miktarı, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamaz.*"

telefon gibi özel kişisel bilgilerin yer alması, yalnızca yatırımcının rızası ile mümkündür.” düzenlemesi bulunduğundan, Yatırımcı Bilgileri Raporu’na rıza alınmaksızın eklenebilecek veriler kısıtlanmıştır.

Dolayısıyla, sadakat paylarının ülkemizde öngörülebilmesini teminen gereken veri aktarımının mümkün olabilmesi için, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu çerçevesinde Yönerge’de iki farklı değişikliğe gidilmesi gerektiği düşünülmektedir. **Bunlardan ilki, Yönerge’nin “Yatırımcı izni gereken bilgiler” başlıklı 7 nci maddesinin, yönerge kapsamından çıkarılmasıdır.** Zira, yukarıda açıklandığı üzere, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu’nun 5 inci maddesinin (e) bendi uyarınca, somut olayda kişisel verilerin aktarılabilmesi için yatırımcılardan açık rıza alınması zorunlu değildir. Kaldı ki, Yönerge hükmünde belirtildiği şekliyle “*açık adres ve telefon gibi*” bilgiler, söz konusu kanun uyarınca¹⁸³ “*özel nitelikli kişisel veri*” de değildir.

Yönerge’de yapılması gerektiği düşünülen ikinci değişiklik ise, Yönerge ekinde yer verilen Yatırımcı Bilgileri Raporu’ndaki veri çeşidinin genişletilmesine ilişkindir. **Buna göre, ülkemizde sadakat paylarının uygulanabilmesi için, söz konusu rapora; payların iktisap tarihleri, yatırımcıların açık adres ve kimlik bilgilerinin de eklenmesi gerekmektedir.** Bu noktada belirtmek gerekir ki, Kişisel Verilerin Korunması Kanunu uyarınca, kişisel veri ifadesi “*Kimliği belirli veya belirlenebilir gerçek kişiye ilişkin her türlü bilgi*” olarak tanımlamakta olduğundan, değişiklik öncesinde Yatırımcı Bilgileri Raporu’nda yer alan ad-soyad, ünvan, ISIN gibi bilgiler halihazırda kişisel veri niteliği taşımakta olup, değişiklik sonrasında mevcut kişisel verilere açık adres ve kimlik bilgileri de eklenmiş olacaktır. Farklı bir deyişle, açık rızanın gerekliliği bakımından, Yatırımcı Bilgileri Raporu’nun önceki şekli ile, değişiklikten sonraki şekli arasında herhangi bir farklılık bulunmayacaktır.

B.2. SPKn ve VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nde Yapılması Gereken Değişiklikler Bakımından

Çalışmanın önceki bölümlerinde de ifade edildiği üzere, -sahibine ek kar payı tanıyan sadakat payları hariç- sadakat paylarının Türkiye’de kullanılabilmesi için kanuni düzenlemenin bulunması zorunlu olmasa da, söz konusu pay türünün Türk sermaye piyasalarına kanuni bir düzenleme ile girmesinin daha uygun olacağı düşünülmektedir. Zira kanuni düzenleme bulunmaması durumunda, sadakat paylarının BİST şirketleri nezdinde kullanım alanı oldukça sınırlı kalabilecektir. Gerçekten de, herhangi bir kanuni altyapısı bulunmaksızın, sadakat paylarının uygulamasının BİST şirketlerinin inisiyatifine bırakılması durumunda, birçok şirket kendileri için ek maliyet anlamına gelen bu pay türünü esas sözleşmelerinde öngörmekten imtina edebilecektir. Böylelikle, söz konusu tablo piyasa geneline hakim olan kısa vadecilik akımıyla mücadelede oldukça sınırlı bir etki yaratacaktır. Buna karşın düzenlemenin belirli şirketler için –örneğin BİST 30 şirketleri¹⁸⁴-

¹⁸³ Kişisel Verilerin Korunması Kanunu md.6/1: “*Kişilerin ırkı, etnik kökeni, siyasi düşüncesi, felsefi inancı, dini, mezhebi veya diğer inançları, kılık ve kıyafeti, dernek, vakıf ya da sendika üyeliği, sağlığı, cinsel hayatı, ceza mahkûmiyeti ve güvenlik tedbirleriyle ilgili verileri ile biyometrik ve genetik verileri özel nitelikli kişisel veridir.*”

¹⁸⁴ Nitekim, Mayıs 2017 tarihi itibarıyla BİST nezdinde en çok işlem gerçekleştirilen ilk 5 pay sırasıyla; Garanti Bankası, THY, Turkcell, Aselsan, T. Halk Bankası’na ait olup, söz konusu payların

emredici şekilde hayata geçirilmesi piyasa genelini etkileyeceğinden, kısa vadeci anlayışla mücadelede etkin rol oynayabilecektir.

Kanunla öngörülme gerekliliğinin bir diğer nedeni ise, sadakat payı hükümleri kapsamının sonradan değiştirilebilecek şekilde ve detaylı olarak düzenlenmesi gerekliliğidir. Bu ise ancak Kurul düzenlemelerine atıf yapan bir kanun hükmüyle mümkün olabilecektir. Gerçekten de, özellikle sahibine belirli ürün ve hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkı veren sadakat payı türünün hayata geçirilmesine karar verilmesi halinde; borsa şirketlerinin faaliyet alanlarının çeşitliliği¹⁸⁵, söz konusu şirketlerin büyüklük ve pay fiyatı skalalarının genişliği gibi hususlar dikkate alınarak, sadakat payı tanzimi yükümlülüğünün kapsamı ve konuya ilişkin detaylar hakkında tebliğ hükümlerine ihtiyaç duyulabilecektir. Böylelikle, sadakat paylarının Türk sermaye piyasalarında oluşturacağı etki dikkate alınarak, alt düzenlemelerin kapsamının daha sonradan Kurul tarafından genişletilmesi veya daraltılması mümkün olabilecektir. Ayrıca sadakat paylarının kanun bazında öngörülmesi sonucunda, bu pay türü ile sağlanan avantajlar doğal olarak kamuoyunda yankı bulacak olup, bu yankının yatırımcıların uzun vadeli yatırıma yönlendirilmesi hususunda piyasada farkındalık yaratacağı ve sermaye piyasalarına yeni yatırımcılar çekilmesinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Son olarak, sadakat paylarının uzun vadeli yatırımcılara tanıdığı avantajlı hakların BİST şirketlerinin esas sözleşmelerinde ayrıca ve açıkça düzenlenmesi gerektiği de hatırlatılmalıdır.

Diğer taraftan, her ne kadar kanun koyucu tarafından bu amaçla tanzim edilmiş olmasa da, sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat paylarının Türkiye’de BİST şirketlerinde öngörülebilmesi için öncelikle, SPKn’nun 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan¹⁸⁶ “*Halka açık ortaklıklarda kâr payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve **iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.***” **hükümünün değiştirilmesi gerekmektedir.** Söz konusu hükmün gerekçesi “*Getirilen bir diğer yenilik ise kâr payının ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın mevcut payların tümüne eşit olarak dağıtılacağına hükme bağlanması olup, "dönem sonu" ifadesinin kaldırılmasıyla paylarda eski-yeni ayrımının oluşmasının ve bu durumun neden olduğu yatırımcı mağduriyetlerinin engellenmesi amaçlanmıştır.*” şeklinde belirtilmiş olmakla birlikte, madde hükmünün açık lafzı, amaçsal yorum yapılabilmesinin önünde engel teşkil etmektedir. Zira, hükmün amacının farklı olduğu ve bu tür sadakat paylarının TTK 357 anlamında “eşit işlem ilkesine” aykırılık teşkil etmediği düşünülmekte ise de, payın iktisap tarihleri esas alınarak ek kar payı hakkı tanıyan sadakat payı türünün öngörülmesi, SPKn’nun 19 uncu maddesinde yer alan emredici hükmün açık bir ihlali anlamına

tamamı BİST 30 kapsamında yer almaktadır. (FESE, European Securities Exchange Statistics, Mayıs 2017, s.21.)

¹⁸⁵ Örneğin 19.06.2017 tarihi itibarıyla BİST 30 şirketlerinin %36.38’i Bankacılık, %14.62’si Holding, %10.03’ü Telekomünikasyon, %8.84’ü Petrokimya, %6.93’ü Demir Çelik, %6.42’si Perakende Ticaret, %4.28’i Ulaştırma, kalan şirketler ise Otomotiv, Gayrimenkul, Dayanıklı Tüketim, İnşaat ve Gıda sektörlerinde faaliyet göstermektedir. (Erişim 20.06.2017, <http://www.ist30.com/sayfa/ist30-bist-30-endeks-kapsami>)

¹⁸⁶ Anılan hükmü SPKn’nun 19 uncu maddesi uyarınca tanzim edilmiş olan II-19.1 sayılı Kar Payı Tebliği’nin 5 inci maddesinin birinci fıkrasında da yer verilmekte olup, Kanun hükmünün değiştirilmesi halinde, söz konusu tebliğ hükmünün de değiştirilmesi gerekecektir.

gelecektir. Dolayısıyla, sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat paylarının ülkemizde hayata geçirilmesine karar verilmesi halinde, payların iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın kar payının eşit olarak dağıtılacağına ilişkin açık düzenlemenin, değiştirilmesi gerekeceği değerlendirilmektedir.

Sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat paylarının kullanımı önünde herhangi bir engel kalmaması akabinde, ülkemizde kullanımı öngörülen her üç sadakat payı türünün de SPKn'na eklenebilecek bir hüküm ile öngörülmesi mümkündür. Bu amaçla SPKn'nun “Çeşitli hükümler” başlıklı 137 nci maddesine, aşağıdaki fıkranın eklenmesi yararlı olacaktır.

“(4) Kurul, payları borsada işlem gören ortaklıklara, belirli bir süre boyunca kesintisiz olarak pay sahipliğini devam ettiren yatırımcılarına, ürün veya hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkı, ek rüçhan hakkı ve/veya ek kar payı hakkı tanıma zorunluluğu getirebilir. Bu amaçla Kurul, ek kar payının ve ek rüçhan hakkının oranları, kesintisiz pay sahipliği süresi, avantajlı faydalandırılacak olan ürün veya hizmetlerin niteliği ve yükümlülük dahilindeki ortaklıkların kapsamı dahil olmak üzere, konuya ilişkin tüm usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.”

Görüldüğü üzere, yukarıdaki kanun değişikliği önerisinde, sahibine ek kar payı hakkı, ek rüçhan hakkı ve belirli ürün ve hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat paylarının Kurul tarafından zorunlu tutulabileceği ifade edilerek, düzenlemenin detayları için Kurul tebliğlerine işaret edilmektedir. Böylelikle, Kurulca VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nde öngörülebilecek hükümler ile sadakat payı ihracının zorunlu olduğu BİST şirketlerinin kapsamı, sadakat paylarındaki süre koşulları, avantaj oranları, avatajların niteliği, ek kar payının ve rüçhan hakkının oranları gibi tüm detaylar belirlenebilecek ve piyasanın reaksiyonuna göre ilerleyen süreçte değişikliğe gidilebilecektir.

V. SONUÇ

Gelişen teknoloji, değişen yatırımcı niteliği ve yatırım anlayışı, halka açık şirket sayılarının artması gibi etkenler, sermaye piyasalarında kısa vadeli alım-satıma, farklı bir deyişle yatırımcıların sahibi oldukları payları oldukça kısa süreler içerisinde elden çıkarma reaksiyonuna dönüşmektedir. Piyasa stabilizasyonuna oldukça zarar veren bu kısa vadeli alım satım reaksiyonu, şirket yöneticileri üzerinde hızlı geri dönüşü olan ve riskli kararlar alma konusunda baskı yaratmaktadır. Böylece, şirketlerin finansal yapısı ve uzun vadeli hedefleri, çoğu zaman kısa vadeli yatırımcı beklentilerine kıyasen geri plana atılmakta, yönetim kademesi şirketin uzun vadedeki çıkarlarını gözetmek yerine, kısa vadeli yatırımcı taleplerine odaklanmaktadır. Küresel ekonomik krizin de sebepleri arasında gösterilen bu durum, piyasanın geneli açısından uzun vadede oldukça zarar verici olabilmektedir.

Konuya Türkiye açısından bakıldığında, -Avrupa ve ABD'ye kıyasen-piyasaya keskin şekilde kısa vadeli yatırımcıların hakim olduğu görülmektedir. Durum böyle iken, ülkemizde kısa vadeli yatırımcıların sayısının azaltılması, sermaye piyasası yatırımcılarının istikrarlı şekilde bu piyasada yatırımlarına devam etmesi ve şirketlerde uzun vadeli yatırımcıların söz sahipliğinin artırılması konusunda tedbir alınması gerektiği açıktır. Anılan amaçlar doğrultusunda, işbu çalışmada uzun vadeli yatırımcının ödüllendirilmesi esasına dayalı sadakat paylarının üzerinde durulmuştur.

İtalya ve Fransa'da kanuni temele dayanmakta olan, çeşitli Avrupa ülkelerinde ve ABD'de ise kanunla düzenlenmeksizin esas sözleşmeler aracılığıyla öngörülen sadakat payı sistemine göre; yatırımcılar, ek kar payı hakkı, ek oy hakkı, ek rüçhan hakkı, şirket mal ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı gibi mekanizmalarla, yatırım süresini uzatmaya teşvik edilmektedir. Böylelikle şirketlerde uzun vadeli yatırımcıların oranı ve bu tip yatırımcıların şirket yönetimindeki söz sahipliği artırılmakta ve nihayet kısa vadeli yatırımcıların yönetim kademesi üzerindeki baskısı azaltılmaktadır.

Bu anlamda, farklı sadakat payı türleri de Türkiye'de öngörülebilecek olmakla birlikte; sahibine kademeli olarak şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı, ek rüçhan hakkı ve ek kar payı hakkı tanıyan sadakat payı türlerinin Türkiye'de kullanılmasının faydalı olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle, hem sermaye piyasalarına yeni yatırımcı kazandırılması hem de mevcut yatırımcıların yatırım süresinin uzatılması bakımından, sahibine kademeli olarak şirketin belirli ürün ve hizmetlerinden avantajlı faydalanma hakkı tanıyan sadakat paylarının Türkiye'de verimli şekilde kullanılabileceği düşünülmektedir. Örneğin; yatırımcısı olunan BİST şirketine ait ürün veya hizmetlerden, yılda belirli sayıda olmak üzere, payın iktisabı anında %5, 6 ay kesintisiz pay sahipliği sonunda %10, 12 ay kesintisiz pay sahipliği sonunda %15 ve 24 ay kesintisiz pay sahipliği sonunda %20 indirimli faydalanılması hakkı, yatırımcıları hem piyasaya çekme işlevi görecektir, hem de mevcut yatırımcıların yatırım alışkanlıklarının değiştirilmesinde önemli rol oynayacaktır. Bu noktada söz konusu sadakat payı türünün özellikle küçük ve orta ölçekli yatırımcılar nezdinde etkili olacağı değerlendirilmektedir.

Benzer şekilde, uzun vadeli yatırımcıların halka açık şirketlerdeki pay oranının artırılması esasına dayalı sahibine ek rüçhan hakkı tanıyan sadakat

paylarının ve özellikle büyük yatırımcıya daha cazip gelebilecek nitelikteki sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat paylarının ülkemiz sermaye piyasalarında kullanımı faydalı olacaktır.

Bu itibarla, işbu çalışmada, sahibine belirli ürün ve hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkı ve ek rüçhan hakkı tanıyan sadakat payı türlerinin Türkiye’de kullanılabilmesi için zorunlu olarak bir kanun değişikliğine ihtiyaç bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Nitekim BİST şirketleri, herhangi bir kanun değişikliği yapılmaksızın, kendi inisiyatifleriyle bu doğrultudaki bir hükmü “akdi hak” olarak esas sözleşmelerine ekleyebilecektir. Ancak, sahibine ek kar payı hakkı tanıyan sadakat payı türünün Türkiye’de kullanımının mümkün olabilmesi için, öncelikle **payların iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın** kar payının eşit olarak dağıtılacağına ilişkin SPKn’nun 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasının değiştirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Buna karşın, sadakat paylarının önerilen her üç türünün de Türkiye’de kullanımının kanuni altyapıya dayandırılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir. Zira, kanuni düzenleme aracılığıyla Kurul’a verilecek yetkiyle sadakat paylarının kaderi şirketlerin inisiyatifine bırakılmaksızın detaylı ve kapsamı değiştirilebilir şekilde düzenlenebilecek, ayrıca kanun değişikliğinin kamuoyunda getireceği sesle birlikte piyasaya yeni yatırımcı çekilmesi mümkün olabilecektir. Bu doğrultuda; SPKn’nun “Çeşitli Hükümler” başlıklı 137 nci maddesine;

“(4) Kurul, payları borsada işlem gören ortaklıklara, belirli bir süre boyunca kesintisiz olarak pay sahipliğini devam ettiren yatırımcılarına, ürün veya hizmetlerden avantajlı faydalanma hakkı, ek rüçhan hakkı ve/veya ek kar payı hakkı tanıma zorunluluğu getirebilir. Bu amaçla Kurul, ek kar payının ve ek rüçhan hakkının oranları, kesintisiz pay sahipliği süresi, avantajlı faydalandırılacak olan ürün veya hizmetlerin niteliği ve yükümlülük dahilindeki ortaklıkların kapsamı dahil olmak üzere, konuya ilişkin tüm usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.”

hükmünün eklenmesinin ve konuya ilişkin detaylı düzenlemelere VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nde yer verilmesinin, Türk sermaye piyasalarındaki kısa vadeciliğin frenlenebilmesi açısından faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

A.Gilchrist Sparks III, John P. DiTomo; “*The Short Term vs. Long Term Dilemma*” Ch. 6, Corporate Governance-2011, Practising Law Institute.

Andrea Sacco Ginevri; “*The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effect on Corporate Governance*”, European Business Organization Law Review 2011, Vol.12.

Andreas Kokkinis; “*Shareholder Short-Termism In The UK : The Kay Review And The Potential Role Of Corporate Law*” Corporate Ownership and Control 2014, Vol.11, Is.3.

Andrew Ross Sorkin; “*BlackRock Chief, Laurence Fink, Urges Other C.E.O.s to Stop Being So Nice to Investors*”, N. Y. TIMES, 13.04.2015, n16. (Erişim Tarihi: 13.03.2017, http://www.nytimes.com/2015/04/14/business/dealbook/blackrocks-chief-laurence-fink-urges-other-ceos-to-stop-being-so-nice-to-investors.html?_r=0.)

Atakan Kaya; Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, 2014, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aydın Akgül; Danıştay ve Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi Kararları Işığında Kişisel Verilerin Korunması, Beta Yayınevi, İstanbul 2016, 2. Baskı.

Brian J. Bushee; “*Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings Over Long-Run Value?*”, Contemporary Accounting Research, 2001, Vol. 18, Issue 2.

CFA Institute/Business Roundtable Institute for Corporate Ethics; *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006. (Erişim Tarihi: 20.05.2017, http://www.corporate-ethics.org/pdf/Short-termism_Report.pdf)

Cenk Tufan, Reyhan Sarıççek; “*Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme*”, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Aralık 2013, C.15, S.2, s.3.

Chune Young Chung, Chang Liu, Kainan Wang; “*Institutional Investor Trading in a Short Investment Horizon: Evidence from the Korean Stock Market*”, Emerging Markets Finance and Trade, 2016, Vol.52, Iss.4. Erişim Tarihi: 21.02.2017, <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1540496X.2015.1025648?journalCode=mree20>

Cristina Cella, Andrew Ellul, Mariassunta Giannetti; “*Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks; The Review Of Financial Studies*”, 2013, Vol.26, Is.7.

Çiğdem Yatağan Özkan; “Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları”, BATİDER, 2016, CXXXII, Sayı 3.

David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Jedidiah Benjamin; “Tenure Voting And The U.S. Puplic Company”, Business Lawyer , Vol. 72, No. 2, 2017.

Dichev D. İlia; “What Are Investors’ Actual Historical Returns? Evidence From Dollar-Weighted Returns”, American Economic Review, Sayı:97, No:1, Mart 2007.

Emrah Gülay; Farklı Hisse Senedi Piyasalarında İşlem Gören Hisse Senedi Getirilerinin Oynaklığının Tahminlenmesi ve Oynaklık Modellerinin Öngörümleme Performanslarının Karşılaştırılması, 2013, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eren Erdem; Türk ve İsviçre Hukuklarında Eşit İşlem İlkesi, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukukunun Türk Ticaret Hukukuna Etkileri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009.

Esra Cencki; “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Sınırlandırılması Bağlamında Genel Kurulun Yetkileri”, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, 2016, S. 122.

European Fund and Asset Management Association, Asset Management in Europe Report, Mayıs 2017 (Erişim Tarihi:10.04.2017, <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA%20Asset%20Management%20Report%202017.pdf>)

Faruk Akın, Nalan Ece; “Kurumsal Yatırımcılar ve Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi Üzerine Bir Değerlendirme”, Anadolu BİL Meslek Yüksekokulu Dergisi, 2011, 6(22) (Erişim Tarihi: 06.03.2017, <https://doaj.org/article/35e6ae9e049e416c81be543f3e8003fe>)

Federation of European Securities Exchanges (FESE), Share Ownership Structure In Europe Report, Aralık 2008, s.8. (Erişim tarihi: 01.06.2017, http://www.fese.eu/images/SHARE_OWNERSHIP_SURVEY_2007.pdf)

Hakan Bilgeç; Anonim Şirketlerde Oyda İmtiyaz, 2016, Yayımlanmış Doktora Tezi, 2016, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı.

Hasan Pulaşlı; “Anonim Şirketlerde Yönetimde İmtiyaz ve Buna İlişkin Esas Sözleşme Düzenlemelerinin Anlam ve Etkisi”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na Armağan, İÜHF Yayınları 1999.

Hasan Pulaşlı; Şirketler Hukuku Şerhi, Adalet Yayınevi, Ankara 2015.

İlhan Dinç, Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayınevi, İstanbul 2006.

İsmail Kırca, Feyzan Hayal Şehirali Çelik, Çağlar Manavgat; Anonim Şirketler Hukuku, C.I, Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2013.

Jaakko Aspara, Kalle Pajunen, Henrikki Tikkanen, Risto Tainio; “*Explaining Corporate Short-Termism: Self-Reinforcing Processes and Biases Among Investors, Media, and Corporate Managers*”, Socioecon Rev (2014) 12 (4). (Erişim Tarihi:22.02.2017, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2016179>)

Jakob Arnoldi; “*Computer Algorithms, Market Manipulation and the Institutionalization of High Frequency Trading*”, Theory, Culture & Society 2016, Vol. 33(1).

Jason Zweig; “*Why Hair-Trigger Stock Traders Lose the Race*”, Wall St. J. 10.04.2015. (Erişim Tarihi:14.04.2017, <https://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/04/10/why-hair-trigger-stock-traders-lose-the-race/>)

Jeroen Delvoie, Carl Clottens; “*Accountability and Short-Termism: Some Notes on Loyalty Shares*”, Law and Financial Markets Review 2015, Vol.9, No:1.

John E. Grable, Wookjae Heo; “*Insights into the Relationship Between Risk Tolerance and Market Volatility*”, Journal of Financial Service Professionals, January 2017, Vol. 71, Number 1.

John Maynard Keynes; The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936, sf.99. (Erişim tarihi: 20.06.2017, <http://cas2.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>)

John R. Graham, Harvey R. Campbell, Rajgopal Shiva; “*The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*”, Journal of Accounting and Economics, 2005, 40(1-3).

Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner, Laura T. Starks; “*Behind The Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*”, The Journal Of Finance, 2016, Sayı: LXXI, No:6.

Lucian A. Bebchuk, Lars A. Stole; “*Do Short Term Objectives Lead To Under or Overinvestment In Long-Term Projects*”, The Journal Of Finance, Vol. 48, Issue 2, June 1993.

Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry; “*Long-Term Shareholders and Time Phased Voting*”, Delaware Journal of Corporate Law, 2016, Vol. 40, Issue 2.

Mara Faccio, H. P. Lang; “*The Ultimate Ownership of Western European Corporations*”, Journal of Financial Economics, 65(3), Şubat 2002.

Martin Qc Moore, Philip Gillyon; “*Loyalty Shares and Weighted Voting Rights In Companies Formed and Registered Under The Companies Acts*”, Butterworths Of International Banking and Financial Law, 2015, JIBFL 334.

Masaru Yoshimori; “*Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West*”, Long Range Planning 28 (4), Ağustos 1995.

Mehmet Serhan Özkan; “*Türkiye’deki Büyük Şirket Yönetim Kararlarının, Hisse Senedi Değerleri Üzerine Etkilerinin Analizi*”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2016, C:53, Say:620.

Michael C. Thomsett; Getting Started In Stock Investing And Trading, John Wiley & Sons Yayınevi, 2011.

Michael J. Mauboussin, Dan Callahan; “*A Long Look At Short Termism: Questioning the Premise*”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol:27, N:3.

Natalie Mizik; “*The Theory and Practice of Myopic Menagement*”, Journal of Marketing Research, Sayı:47, No:4, Ağustos 2010.

Nazanin Sharifi, The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study Of Leading Pyramidal Corporations, 2014, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Doğu Akdeniz Üniversitesi Bankacılık ve Finans Bölümü.

Nilgün Başalp; Kişisel Verilerin Korunması ve Saklanması, Yetkin Yayınları, Ankara 2004.

Nusret Çetin; “*Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XV, 2011, S.1.

Osman Kürşat Onat; “*Serbest Yatırım Fonlarında Finansal Analiz: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları Üzerine Bir Araştırma*”, AÇÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 2016, C:2, S.2.

Oylum Özkaya; Borsada Hisse Senetlerinin Kısa Vadeli Güç Göstergeleri İle Analizi, 2010, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.

P. Alexander Quimby; “*Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*”, Floride State University Law Review, 2012-2013, Vol.40, Is.389.

Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu; Ortaklıklar Hukuku, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 9. Bası.

Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Yayınevi, İstanbul 1997, 7. Bası.

Roger Barker; “*Ownership Structure And Shareholder Engagement : Reflections On The Role Of Institutional Shareholders In The Financial Crisis*”, Cambridge Univ. Press, ISBN 978-1-107-00187-9.-2011.

Songül Atak; “*Kişisel Verilerin Korunmasına İlişkin Avrupa Birliği Yönergesinin Temel Özellikleri*”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi, 2009.

Shearman & Sterling LLP; Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007). (Erişim Tarihi: 20.06.2017, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf)

Şükrü Yıldız; Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara 2004.

The Kay Review Of Uk Equity Markets And Long-Term Decision Making, Department for Business, Innovation & Skills, July 2012 Final Report, prg.8.32. (Erişim Tarihi:05.06.2017, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)

Tseng-Chan Tseng, Hung-Cheng Lai; “*The Role Of Institutional Investors In Market Volatility During The Subprime Mortgage Crisis*”, Financial Economics, 2014, Vol.24, No:23.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Sermaye Piyasaları Raporu, Mayıs 2017. (Erişim Tarihi: 06.06.2017, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Turkish-Capital-Markets-2017-04-TR-1.pdf>)

Türk Dil Kurumu, Türkçe Sözlük 1, 9. Baskı, Ankara 1998.

Ülkü Şahin; Kısa Vadeli Finansman ve Kırılganlık İlişkisi: Türkiye Örneği, 2014, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2014, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Uluslararası Ticaret ve Finansman Bilim Dalı.

Ünal Tekinalp; Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015.

Ünal Tekinalp; Anonim Ortaklıkların Yönetim Kurullarında Tüzel Kişilerin Temsili, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1965.

Yusuf Kaderli; “*Halka Arz Seferberliği Sonrasında Borsa İstanbul’da Yapılan Halka Arzların Orta ve Uzun Dönemli Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma*”, Kastamonu Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ocak 2016, Sayı:11.

Yararlanılan İnternet Siteleri

- <https://www.tspb.org.tr>
- <https://www.mkk.com.tr>
- <http://www.spk.gov.tr>
- <https://www.efama.org>
- <http://www.hollywoodreporter.com>
- <http://www.reuters.com>
- <http://www.tdk.gov.tr>
- <http://ec.europa.eu>
- <https://www.issgovernance.com>
- <http://www.camparigroup.com>
- <http://www.ecgs.net>
- <http://www.consob.it>
- <http://thecollegeinvestor.com>
- <https://www.ft.com>
- <https://www.gov.uk>
- <https://www.fundapps.co>
- <https://assetsgaranti.com>
- <http://www.ist30.com>
- <http://www.nasdaq.com>
- <http://cas2.umkc.edu>