

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**LİMİTED ŞİRKETTEN ORTAĞIN ÇIKMASI VE
ÇIKARILMASINDA AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK
DEĞERİNİN TESPİTİ, ÖNERİLER VE BİR UYGULAMA**

Doktora Tezi

İsa TEKİN

İstanbul, 2019

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**LİMİTED ŞİRKETTEN ORTAĞIN ÇIKMASI VE
ÇIKARILMASINDA AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK
DEĞERİNİN TESPİTİ, ÖNERİLER VE BİR UYGULAMA**

Doktora Tezi

İsa TEKİN

Danışman: Prof. Dr. M. Hanifi AYBOĞA

İstanbul, 2019

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

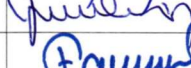
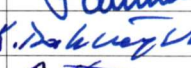
TEZ ONAY BELGESİ

İŞLETME Anabilim Dalı MUHASEBE FİNANSMAN Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi İSA TEKİN'nin LİMİTED ŞİRKETTEN ORTAĞIN ÇIKMASI VE ÇIKARILMASINDA AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK DEĞERİNİN TESPİTİ, ÖNERİLER VE BİR UYGULAMA adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 20.12.2018 tarih ve 2018-36/19 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği /~~oy çokluğu~~ ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi ...²⁰¹⁹
21/01/2018...

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

1.	Tez Danışmanı	Prof. Dr. M. HANİFİ AYBOĞA	
2.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. GÜRBÜZ GÖKÇEN	
3.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. FATMA PAMUKÇU	
4.	Jüri Üyesi	Doç. Dr. KADİR DABBAOĞLU	
5.	Jüri Üyesi	Doç. Dr. CEM BERK	

GENEL BİLGİLER

Adı Soyadı:	İsa TEKİN
Anabilim Dalı:	İşletme
Bilim Dalı:	Muhasebe Finansman
Danışman:	Prof. Dr. M. Hanifi AYBOĞA
Tez Türü ve Tarihi:	Doktora - 2019
Anahtar Kelimeler:	Limited Şirket, Ayrılma Akçesi, Gerçek Değer

ÖZ

Limited şirketler, şahıs ortaklıklarına özgü ortaklık ilişkileri ve sermaye şirketlerine özgü esas sermaye ve tüzel kişiliğin avantajları ile esnek organizasyon yapısını bir arada barındıran karma bir yapı olarak Türkiye’de en yaygın şirket türüdür. Türkiye’de en fazla kurulan şirket türü olmakla birlikte, ortaklar arasındaki anlaşmazlıklar ve şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümler gibi nedenlerle ortaklarla şirket arasındaki hukuki ilişki sona erdirilebilmektedir.

Limited şirketten çıkma ve çıkarılmada, ortağın şirketle olan ilişkisi sona erecektir. Bu nedenle ayrılan ortak şirketteki esas sermayesi karşılığında şirketten ayrılma akçesi talep edecektir. Ayrılma akçesinin ödenmesi için de şirketin gerçek değeri tespit edilerek, ayrılan ortağın payına isabet eden tutarın belirlenmesi gerekecektir. Türk Ticaret Kanunu, ayrılma akçesinin değeri olarak gerçek değeri kabul etmesine rağmen, gerçek değer nasıl ve hangi yöntemlerle belirleneceği konusunda herhangi bir düzenleme yapmamıştır. Kanun gerçek değer tespitini, ayrılmaya taraf olan şirket ve ortaklara bırakmıştır. Ortak ve şirketin ayrılma akçesinin değeri konusunda anlaşamamaları halinde, bu değer mahkeme tarafından belirlenecektir.

Şirket varlıkları, kârlılığı, faaliyet alanı gibi birçok unsur şirket değerine etki ettiği için gerçek değer belirlenmesinde her şirkete uygulanabilecek, esasları önceden belirlenmiş değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri mevcut değildir. Bir şirketin değerlemesi sürecinde, değere etki edebilecek çok önemli bir unsur, başka bir şirketin değerlemesinde değere

daha az etki edecek ya da hiç etkilemeyecektir. Ayrıca gerçek değer, belirli bir tarih için yapılan değerleme faaliyeti ve değer tahmini olduğundan, değerlemenin yapıldığı tarih itibarıyla de farklı değerler bulunabilecektir.

Ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için, değerleme zamanına en yakın finansal veriler dikkate alınarak, şirket değerini en iyi şekilde ortaya koyacak değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanılması, değerleme sonuçlarının da şirketin mevcut durumunu en iyi yansıtacak şekilde yorumlanması gerekmektedir. Gerçek değer tespiti ile şirkette kalan ve ayrılan ortakların menfaatleri dengelenmiş olacak, bu şekilde ayrılan ortakları cezalandırıcı ve şirkette kalan ortakları ödüllendirici bir yaklaşıma olanak verilmeyecektir.

Bu çalışmanın amacı, limited şirketlerde ortağın çıkması veya çıkarılması yolu ile ayrılmasında, ortağın şirketten alacağı ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti ve bu değere etki edecek unsurların incelenmesidir.

Çalışmada, limited şirketten çıkan bir ortağın ayrılma akçesinin değerinin tespiti için vergi kanunlarına göre düzenlenen finansal tablolar esas alınmış ve şirketin diğer finansal verilerinden hareketle, Türk Ticaret Kanunu'nun m. 78 ila 88'de yer alan değerleme hükümlerine uygun olarak, TTK m. 641'de yer alan bilanço (defter) değeri tespit edilmiştir. Şirketin gerçek değerinin belirlenmesi amacıyla da düzeltilen finansal verilerden hareketle, gelir ve pazar yaklaşımları kullanılarak gerçek değer tahmini yapılmaya çalışılmıştır. Şirket gerçek değerini dolayısıyla da ayrılma akçesinin gerçek değerini en iyi yansıtabilecek yöntemler arasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve pazar yaklaşımı kapsamında da borsadaki kılavuz emsaller yöntemi tercih edilmiştir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name Surname:	İsa TEKİN
Field:	Business Administration
Programme:	Accounting and Finance
Supervisor:	Prof. Dr. M. Hanifi AYBOĞA
Degree Awarded and Date:	PhD - 2019
Keywords:	Limited Liability Company, Cash Payment for Withdrawal, Fair Value

ABSTRACT

Limited liability companies are the most common company types in Turkey as a structure that incorporates the advantages of a partnership and the basic capital and legal personality of the capital companies and the flexible organizational structure. While it is the most established company type in Turkey, the legal relationship between the members and the company can be terminated due to reasons such as disputes between the members and the provisions of the company's articles of association.

In the event of withdrawal and expulsion of members from a limited liability company, legal relationship with the company will end. Where a company member leaves the company, he is entitled to a financial settlement that reflects the fair value of his capital contributions. For the financial settlement, the fair value of the company shall be determined and the amount corresponding to financial settlement shall be determined. Although the Turkish Commercial Code has accepted the fair value as the value of the financial settlement, it has not made any arrangements about how and with which methods the fair value will be determined. The law has left the determination of the fair value to the company and the leaving members. If the member and the company do not agree on the value of the financial settlement, this value will be determined by the court.

Since many factors such as company assets, profitability and industry affect the company value, there are no predetermined valuation methods and methods which can be applied to each company in determining the fair value. In the valuation engagement of a company, a very important factor that can affect the value will affect the value of another company

less or zero. In addition, since the fair value is a valuation engagement and value estimation for a specific date, different values may be found as of the date of valuation.

In order to determine the fair value of the financial settlement, it is necessary to use the valuation approaches and methods which will determine the company value in the best way by taking into consideration the nearest financial data and to express the valuation results in a way that best reflects the current situation of the company. With the determination of the fair value, the interests of the remaining and leaving members will be balanced, a rewarding approach would not be allowed to remaining members or to penalize the members who have left the company in this way.

The purpose of this study is to determine the determination of the fair value of the financial settlement that the members would obtain from the company and the factors that would affect this value, in the case of a withdrawal and expulsion of member's from a limited liability company.

In the study, a member from a limited liability company is based on the financial statements prepared by tax laws in order to determine the value of the financial settlement and in accordance with the valuation provisions of articles 78 to 88 of the Turkish Commercial Code, the balance sheet (book) value of article 641 of the Turkish Commercial Code is determined. In order to determine the fair value of the company, based on the corrected financial data, fair value estimation is tried to be made by using income and market approaches. Among the methods that best reflect the fair value of the company and therefore the fair value of the financial settlement, the method of discounted cash flows within the scope of income approach and the guideline publicly-traded method were preferred within the scope of the market approach.

ÖNSÖZ

Ticari hayatta limited şirketler yaygın kullanım alanına sahip olsalar da çalışma konumuz itibariyle limited şirketlerden ayrılma konusunda alanyazınında yeterli sayıda çalışmaya rastlanılmamıştır. Ayrılma akçesinin değerinin tespit edilmesinde ticaret hukuku, finansal raporlama, değerlendirme ve vergi ile ilgili etkileşimlerinin bir bütün olarak ele alınması gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada ayrılma akçesinin değerine etki edecek bütün unsurlar dikkate alınmaya çalışılmıştır.

Çalışmamda özveri ve desteklerini esirgemeyen danışman hocam sayın Prof. Dr. M. Hanifi AYBOĞA ile sayın Prof.Dr. Gürbüz GÖKÇEN'e ve Prof.Dr. Fatma PAMUKÇU'ya teşekkürlerimi sunarım.

Mesleki ve akademik hayatım boyunca desteklerini esirgemeyen Üstad ve Hocalarıma teşekkürlerimi sunarım.

Hayatım boyunca desteklerini ve dualarını esirgemeyen babam, annem ve kardeşlerime teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2019

İsa TEKİN

İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETTE ORTAKLIK, AZINLIK PAY SAHİPLERİNİN KORUNMASI VE ORTAĞIN ŞİRKETTEN AYRILMA HAKKI

1.1. Genel Olarak Limited Şirket Kavramı	5
1.2. Limited Şirkette Ortaklık ve Pay Sahipliği	11
1.2.1. Limited Şirkette Ortaklık Kavramı	11
1.2.2. Limited Şirkette Pay Kavramı ve Sahipliği	14
1.2.3. Limited Şirkette Pay Defteri ve Pay Senedi	16
1.2.4. Limited Şirkette Payın Değeri	18
1.3. Limited Şirketlerde Ortaklık Hakkının Kazanılması ve Sona Ermesi	20
1.3.1. Limited Şirkette Ortaklık Hakkının Kazanılması	21
1.3.2. Limited Şirkette Ortaklık Hakkının Çıkma ve Çıkarılma Dışında Sona Erme Nedenleri	24
1.4. Limited Şirketlerde Münferit ve Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması	27
1.4.1. Limited Şirketlerde Münferit Pay Sahipliği Hakları	31
1.4.2. Limited Şirketlerde Azınlık Pay Sahipliği Hakları	34
1.5. Ortaklar Arasındaki Anlaşmazlıklar ve Ortağın Şirketten Ayrılma Hakkı	38
1.5.1. Limited Şirketlerde Ayrılma Hakkı Türleri	41
1.5.2. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Ortakların Ayrılma Hakkı	44
1.5.2.1. Şahıs Ortaklıklarında Ortağın Ayrılma Hakkı	46
1.5.2.2. Sermaye Şirketlerinde Ortağın Ayrılma Hakkı	47
1.6. Almanya ve İngiltere Uygulamalarında Ortağın Şirketten Ayrılma Hakkı	49
1.6.1. Alman Hukukunda Ortağın Şirketten Ayrılma Hakları	50
1.6.1.1. Haklı Sebep Fesih Yöntemi	51
1.6.1.2. Ortağın Şirketten Çıkması ve Çıkarılması	53
1.6.2. İngiliz Hukukunda Ortağın Şirketten Ayrılma Hakları	57
1.6.2.1. Adil ve Hakkaniyetli Tasfiye Yöntemi	58
1.6.2.2. Haksız Tutum ve Zarar Davası	60

İKİNCİ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE ORTAĞIN ŞİRKETTEN ÇIKMASI VE ÇIKARILMASI

2.1. Limited Şirketlerde Ortağın Şirketten Çıkması	66
2.1.1. Şirket Esas Sözleşmesine Dayalı Olarak Ortağın Şirketten Çıkması	71
2.1.2. Ortaklar Genel Kurul Kararı ile Ortağın Şirketten Çıkması	75
2.1.3. TTK'nın Genel Hükümlerinde Yer Alan Özel Durumlarda Ortağın Şirketten Çıkması	76

2.1.3.1.	Birleşme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkması	77
2.1.3.2.	Bölünme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkması	81
2.1.3.3.	Tür Değiştirme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkması	82
2.1.3.4.	Hâkimiyetin Bağlı Ortaklığı Kayba Uğratacak Şekilde Kullanılması Sonucunda Ortağın Şirketten Çıkması	84
2.1.3.5.	Haklı Bir Sebep Bulunmaksızın Hâkim Gücün Kullanılması Sonucu Gerçekleştirilen Önemli İşlemlerden Doğan Zararlar Nedeni ile Ortağın Şirketten Çıkması	87
2.1.4.	Haklı Sebebe Dayalı Olarak Ortağın Şirketten Çıkması	88
2.2.	Çıkmaya Katılma Yolu ile Ortağın Şirketten Çıkması	92
2.2.1.	Şirket Sözleşmesinde Öngörülen Haklı Sebep Nedeniyle Ortağın Çıkmaya Katılması	95
2.2.2.	Haklı Sebep Davasına Katılma Yolu ile Ortağın Çıkmaya Katılması	97
2.3.	Limited Şirketten Ortağın Çıkarılması	99
2.3.1.	Şirket Esas Sözleşmesinde Öngörülen Sebeplere Dayanılarak Ortaklar Genel Kurul Kararı ile Ortağın Şirketten Çıkarılması	101
2.3.2.	TTK'nın Genel Hükümlerinden Kaynaklanan Özel Durumlarda Ortağın Şirketten Çıkarılması	103
2.3.2.1.	Birleşme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkarılması	103
2.3.2.2.	Hâkim Pay Sahibi Tarafından Azınlık Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkarılması	105
2.3.3.	Miras, Eşler Arasındaki Mal Rejimi ve İcra Hükümlerine Dayalı Esas Sermaye Payının Devrinin Reddedilmesi Durumunda Şirketten Çıkarılma	107
2.3.4.	Haklı Sebeple Ortağın Şirketten Çıkarılması	109
2.3.5.	Haklı Sebeplerle Şirketin Feshinin Dava Edilmesi Halinde Mahkemenin Ortağın Şirketten Çıkarılmasına Karar Vermesi	111
2.3.6.	Esas Sermaye Payını Ödememesi Durumunda Ortağın Şirketten Çıkarılması	115
2.4.	Şirketten Ayrılmanın Hüküm ve Sonuçları	118

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE AYRILMA AKÇESİ, AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK DEĞERİ, VERGİLENDİRİLMESİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

3.1.	Ayrılma Akçesi ve Ayrılma Akçesinin Gerçek Değeri	123
3.1.1.	Ayrılma Akçesi ile İlgili TTK'da Yer Alan Kavramlar	125
3.1.2.	TTK'nın Genel Hükümlerinden Kaynaklanan Özel Durumlarda Ayrılma Halleri Nedeniyle Ortaklara Verilen Ayrılma Akçesi	127
3.1.2.1.	Birleşmede Ayrılma Akçesi	127
3.1.2.1.1.	Birleşmede Seçimlik Hak Olarak Ayrılma Akçesi	129
3.1.2.1.2.	Birleşmede Zorunlu Ayrılma Akçesi	129
3.1.2.1.3.	Birleşmede Ayrılma Akçesinin Değeri	130

3.1.3.	Limited Şirketlerde Ortağın Şirketten Çıkması ve Çıkarılması Durumunda Ayrılma Akçesi	132
3.1.4.	Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılmada Ayrılma Akçesine İlişkin İlkeler	132
3.1.4.1.	Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılmada Ayrılma Akçesi Değerinin Tespitinde Yetki	135
3.1.4.1.1.	Ayrılma Akçesinin Şirket Esas Sözleşmesi ile Belirlenmesi	134
3.1.4.1.2.	Ayrılma Akçesinin Ayrılma Sözleşmesi ile Belirlenmesi	139
3.1.4.1.3.	Ayrılma Akçesinin Dava Yolu ile Belirlenmesi	140
3.1.4.2.	Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılmada Ayrılma Akçesinin Değeri	143
3.1.4.2.1.	Gerçek Değer Tanımları	144
3.1.4.2.2.	Türk Ticaret Kanunu'nda Değerleme İlkeleri	147
3.1.4.2.3.	Türk Ticaret Kanunu'nda Payların Değerlenmesinde Gerçek Değer Kavramı	152
3.1.4.2.4.	Türk Ticaret Kanunu'nda Gerçek Değerin Belirlenmesi	154
3.1.4.2.5.	Ayrılma Akçesinin Bilanço Değeri Üzerinden Belirlenmesi	158
3.1.4.2.6.	Ayrılma Akçesinin Gerçek Değeri	160
3.1.5.	Ayrılma Akçesinin Hesaplanması	162
3.1.6.	Ayrılma Akçesinin Muaccel Olması	165
3.1.7.	Ayrılma Akçesinin Ödenmesi	166
3.1.8.	Ayrılma Akçesinin Ödenmesinde Taraflar	176
3.1.9.	Ayrılma Akçesinin Ödenmesinde Zamanaşımı	178
3.2.	Ayrılma Akçesinin Vergilendirilmesi ve Muhasebeleştirilmesi	179
3.2.1.	Ayrılma Akçesinin Vergi Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi	179
3.2.1.1	Ayrılma Akçesinin Ayrılan Ortak Açısından Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi	179
3.2.1.2.	Ayrılma Akçesinin Şirket Tarafından Ödemesinin Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi	182
3.2.1.2.1	Ayrılma Akçesinin Kullanılabilir Özkaynaklardan Ödenmesinin Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi	182
3.2.1.2.2.	Ayrılma Akçesinin Şirketin Kendi Paylarını İktisap Yolu ile Ödemesinin Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi	186
3.2.1.2.3.	Sermaye Azaltımının Vergi Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi	189
3.2.2.	Ayrılma Akçesinin Muhasebeleştirilmesi	193
3.2.2.1.	Şirketin Kendi Paylarını İktisabı Yolu İle Ayrılma Akçesi Ödenmesinin Muhasebeleştirilmesi	193

3.2.2.2. Ayrılma Akçesinin Sermaye Azaltımı Yolu ile Ödenmesinin Muhasebeleştirilmesi	198

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE AYRILMA PAYININ DEĞERLEMESİ

4.1. Değer ve Değerlemenin Temel Kavramları	200
4.1.1. Fiyat – Maliyet – Değer Kavramları ve Bu Kavramların Birbirleriyle İlişkisi	200
4.1.2. Değer Esasları	203
4.1.2.1. Defter Değeri	205
4.1.2.2. Tasfiye Değeri	206
4.1.2.3. Pazar Değeri	207
4.1.2.4. Gerçek Değer	208
4.1.2.5. Yatırım Değeri	210
4.1.2.6. Yerine Koyma Değeri	210
4.1.2.7. Sinerji Değeri	211
4.1.2.8. Makul Değer	212
4.1.3. Değer Esaslarının Varsayımları ve Kullanımları	212
4.1.3.1. İşleyen Teşebbüs Değeri	214
4.1.3.2. Tasfiye Etme Değeri	215
4.1.4. Değer Esaslarının Şirket Değerine Etkisi	215
4.1.5. Değerleme ve Değerlemede Amaç	219
4.2. Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri	223
4.2.1. Pazar Yaklaşımı	226
4.2.1.1. Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi	227
4.2.1.2. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	229
4.2.1.3. Pazar Yaklaşımında Kullanılan Karşılaştırma Birimleri	231
4.2.1.3.1. Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr Çarpanı	231
4.2.1.3.2. Kazanç Çarpanları	232
4.2.1.3.3. Gelir Çarpanları	233
4.2.1.3.4. Yerine Koyma Değeri ve Defter Değeri Çarpanları	234
4.2.1.3.5. Sektöre Özgü Çarpanlar ve Diğer Çarpanlar	235
4.2.2. Gelir Yaklaşımı	237
4.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi	240
4.2.2.2. İndirgenmiş Nakit Akışları Yönteminde Aşamalar	243
4.2.2.3. Fazla Kazanç Yöntemi	248
4.2.3. Maliyet Yaklaşımı	252
4.2.3.1. İkame Maliyeti Yöntemi	255
4.2.3.2. Yeniden Üretim Maliyet Yöntemi	256
4.2.3.3. Toplama Yöntemi	257
4.2.4. Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımları	260
4.2.4.1. Defter Değeri Yöntemi	261
4.2.4.2. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi	262
4.2.4.3. Tasfiye Değeri Yöntemi	264

4.3. Ayrılma Akçesinin Gerçek Değeri ile Belirlenmesinde Değerlemeye Etki Edecek Unsurlar	265
4.3.1. Değerlemede Esas Alınacak Finansal Tabloların VUK veya TTK'ya Göre Düzenlenmesinin Gerçek Değere Etkisi	269
4.3.2. Değerleme Öncesi Finansal Tabloların Düzeltilmesi	276
4.3.3. Ayrılma Akçesinin Değerlemesinde Değerleme Esası Tercihinin Şirket Değerine Etkisi	281
4.3.4. Gerçek Değerin Belirlenmesinde Kullanılabilecek Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri	285
4.3.5. Gerçek Değer, Değerleme ve Şirket Gelişim Safhaları Arasındaki İlişki	290
4.3.6. Ayrılma Akçesinin Değerlemesinde Değerleme Yaklaşımının Seçimi	295
4.3.7. Şirket Toplam Değerinin Esas Sermaye Oranı ve Toplam Değerden İndirim Yapılması Tercihi	298
BEŞİNCİ BÖLÜM	
LİMİTED ŞİRKETLERDE AYRILMA PAYININ DEĞERLEMESİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA	
5.1. Uygulamanın Amacı, Kapsamı, Önemi ve Uygulamada Kullanılan Yöntem	303
5.1.1. Uygulamanın Amacı	303
5.1.2. Uygulamanın Kapsamı	304
5.1.3. Uygulamanın Önemi	305
5.1.4. Uygulamada Kullanılan Yöntemler	305
5.2. Değerleme Çalışması	306
5.2.1. Değerlemeye Konu Şirket ve Şirketin Bulunduğu Sektörle İlgili Bilgiler	306
5.2.2. Değerlemeye Konu Pay ve Değerleme Tarihi	308
5.2.3. Değerleme Çalışmasının Amacı ve Kapsamı	309
5.2.4. Değerleme Çalışmasındaki Varsayımlar ve Sınırlama Koşulları	309
5.2.5. Değerleme Çalışmasında Uygulanabilir Değer Esas ve Varsayımları	310
5.2.6. Değerleme Çalışmada Kullanılan Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri	310
5.2.7. Şirket Değerlemesinde Kullanılacak Finansal Tablolar ve Finansal Tablolarda Yapılan Düzeltmeler	314
5.3. Değerleme Sonuçları	316
5.4. Ayrılma Akçesinin Hesaplanan Değeri	329
5.5. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynakların Tespiti ve Bu Kaynakların Vergisel Yükümlülükleri İçin Yapılan Çalışma	331
5.5.1. Şirketin Serbestçe Kullanılabilecek Öz Kaynaklarından Ödeme Yapılması Durumunda İktisap Edilebilecek Pay Tutarı ve Vergilendirilmesi	334
5.5.2. Şirketin Kullanılabilir Öz Kaynaklarından Ödeme Yapılması Durumunda İktisap Edilebilecek Pay Tutarı Ve Vergilendirilmesi	336
5.5.3. Sermaye Azaltımı ile Ödeme Yapılması Durumunda İktisap Edilebilecek Pay Tutarı ve Vergilendirilmesi	339

5.6. Bulgular ve Öneriler	339
SONUÇ.....	345
EKLER.....	353
KAYNAKÇA.....	357



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1:	Gerçek Değer ile Pazar Değeri Arasındaki Farklılıklar	209
Tablo 2:	Bazı Endüstriler İçin Önerilen Sektörel Çarpanlar	236
Tablo 3:	İndirgenmiş Nakit Akışları ile Değerleme Alternatifleri	243
Tablo 4:	Serbest Nakit Akışının Unsurları ve Değer Belirleyicileri	247
Tablo 5:	Maliyet Yaklaşımı ile Değerleme Örneği (Apartman Kompleksi)	259
Tablo 6:	Şirket Gelişiminin Tipik Düzey Açıklamaları	293
Tablo 7:	Değerleme Yaklaşımlarının Şirket Gelişim Safhaları İçin Uygunluğu	294
Tablo 8:	Şirket Değerlemede Pazar Yaklaşımı Kapsamında Farklı Çarpanlar Kullanılmasının Şirkete Değerine Etkisi	297
Tablo 9:	Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Kullanılmasının Şirket Değerine Etkisi	298

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1:	Değer Esaslarının Şirketin Gelecekteki Gelirleri ile İlişkisi	216
Şekil 2:	Pazar Değerine Göre Düzeltilmiş Toplama Yöntemi	258
Şekil 3:	Şirketin Yaşam Seyri ile Yatırımlar, Finansman ve Gelirler Arasındaki İlişki	292



KISALTMALAR

a.g.e.	: adı geçen eser
a.g.m.	: adı geçen makale
AATUHK	: Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun
AG	: Akteingesetz (Anonim Şirket)
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AOVG	: Ağırlıklı Ortalama Varlık Getirisi
ASA	: The American Society of Appraisers (Amerikan Değerleme Uzmanları Derneği)
BDS	: Bağımsız Denetim Standartları
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch (Alman Medeni Kanunu)
BOBİ FRS	: Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standardı
CA	: Companies Act (Şirketler Yasası)
F/K	: Fiyat/Kazanç Oranı
F/S	: Fiyat/Satışlar Oranı
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
GmbH	: Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Limited Şirket)
GmbHG	: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (Limited Şirketler Kanunu)
GV	: Gelir Vergisi
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
HBO	: Hedeflenen Borçlanma Oranı
IA	: Insolvency Act (İflas Kanunu)
İBirK	: İsviçre Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devrine İlişkin Federal Kanunu
İİK	: İcra İflas Kanunu
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akışları
İSMMMO	: İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası
İVO	: İç Verim Oranı
İYMMO	: İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası
KAYİK	: Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar

KDV	: Katma Değer Vergisi
KDVK	: Katma Değer Vergisi Kanunu
KGK	: Kamu Gözetim Kurumu
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
KV	: Kurumlar Vergisi
m.	: madde
mük. m.	: mükerrer madde
MBCA	: the Model Business Corporation Act (Ticaret Şirketlerine İlişkin Model Kanun)
MSUGT	: Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği
MÜHF-HAD	: Marmara Ün. Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
NACVA	: National Association of Certified Valuers and Analysts
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
PLLC	: Private Limited Liability Company
SARL	: Societes a Responsibilite Limitee
SVFM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
TAAD	: Türkiye Adalet Akademisi Dergisi
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBK	: Türk Borçlar Kanunu
TDHP	: Tek Düzen Hesap Planı
TDK	: Türk Dil Kurumu
TDS	: Türkiye Denetim Standartları
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TSY	: Ticaret Sicil Yönetmeliği
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	: Uluslararası Değerleme Standartları
UDSC	: The International Valuation Standards Council
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

Türkiye’de kuruluş kolaylığı, ortakların sorumluluğunun sermaye payları ile sınırlı olması, ortakların şirkete ait tüzel kişiliğin bulunmasını tercih etmeleri gibi nedenlerle diğer şirketlere nazaran limited şirketler daha çok tercih edilmektedir. Kuruluş istatistiklerine göre limited şirketler, en çok toptan ve perakende ticaret, inşaat ve imalat sektörlerinde faaliyet göstermek amacıyla kurulmaktadır.

Limited şirketler dış ilişkiler bakımından anonim şirket, ortaklar arası ilişkiler bakımından kollektif ortaklığa yaklaşan özellikleri nedeni ile karma bir tür olarak ekonomik hayatta yer almaktadır.

Limited şirketlerde ortaklık payının devri, Türk Ticaret Kanunu (TTK) tarafından sıkı koşullara bağlanmakta ve serbestçe devrine imkân tanınmamaktadır. Bu durum, ortaklık ilişkilerini ön plana çıkarmakta ve ortaklar arası uyuşmazlıklarda çoğunluk pay sahiplerinin azınlık pay sahipleri üzerinde baskı uygulayabilme riskini de beraberinde getirmektedir.

Türk hukuk alanyazınında ayrılma, bir üst kavram olarak ortağın şirketle ilişkisinin kesildiği tüm halleri ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu haliyle kavram, her çeşidiyle çıkma ve çıkarılma ile birlikte doğal çıkma hali olan ölümü de kapsamaktadır. Çıkma kavramı, ortağın kendi iradesiyle şirketle ilişkisini sona erdirmesi ve ortaklık sıfatının ortadan kalkması, çıkarılma ise ortağın iradesi dışında şirketle ilişkisinin kesilmesi olarak tanımlanmaktadır. Çıkma ve çıkarılma, şirket esas sözleşmesine hüküm konulmak veya ortaklar genel kurul kararı ile mümkün olabileceği gibi tarafların anlaşılamadığı durumlarda ise açılan davalar sonucunda, Kanun’un emredici hükümleri çerçevesinde mahkeme tarafından verilecek kararlar da mümkün olabilmektedir.

Bir sermaye ortaklığı olan limited şirkette, sermaye şirketlerine uygun olarak çoğunluk ilkesi geçerlidir. Ortağın şirketteki hem malvarlıksal hem de yönetsel hakların ölçüsü, ortağın şirkete getirmiş olduğu esas sermaye payıyla orantılıdır. Ortak, şirket sermayesine ne oranda katılmışsa, o oranda şirket kazancından pay alabileceği gibi şirket genel

kurulunda da o oranda oy hakkına sahip olmaktadır. Yine şirket yönetici ve denetçileri de genel kurulda, çoğunluğu oluşturan ortaklar tarafından belirlenmektedir.

Sağlık ve benzeri nedenlerin haricinde, özellikle ortaklar arasındaki anlaşmazlıklar sonucunda, azınlık paya sahip ortaklar şirketten çıkmakta ya da çıkarılmaya maruz kalmaktadırlar. Teorik olarak, çıkma hakkından bütün ortaklar yararlanabilir. Ancak pazarlık güçlerinin zayıflığı, ayrılma payının ödenmesi açısından şirket sermayesinin yeterli olmaması veya ödeme için şirketin tasfiyesinin gerekmesi nedeniyle limited şirketlerde genelde çıkma ve çıkarılmaya azınlık pay sahipleri maruz kalmaktadır.

Çoğunluk pay sahiplerinin şirkette yönetici olmaları ve ortaklar arası ilişkilerin bozulduğu durumlarda azınlık pay sahiplerine şirket faaliyetleri hakkında bilgi verilmemesi, kâr dağıtımı yapılmaması, yönetim gücü ve olanaklarından faydalandırılmaması gibi nedenlerle azınlık pay sahipleri, yönetici çoğunluk pay sahiplerinin suiistimaline maruz kalmakta ve çıkma imkânı verilmediği durumlarda ise azınlık pay sahiplerinin yatırımları şirkette sıkışıp kalmaktadır.

Şirketten çıkma ve çıkarılma durumunda ayrılan ortak, şirket esas sermayesindeki payına denk gelen ayrılma akçesini, mevcut şirket değeri üzerinden isteme hakkına sahiptir. Ayrılma akçesinin değeri tespit edilirken TTK, bu değeri gerçek değer olarak tanımlamış ve gerçek değer de şirket değerini en iyi şekilde yansıtan değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri ile belirlenmesini, belirlenecek değer de ayrılan ortağın payına el koyucu ve cezalandırıcı bir duruma olanak verilmeden belirlenmesini istemiştir.

Çalışmamızda, limited şirketlerde ortağın çıkma veya çıkarılması yolu ile ayrılmasında ortağın ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılacak yaklaşım ve yöntemler ile değere etki edecek unsurlara ve şirketten çıkma talebinde bulunan bir ortağın ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespitine yönelik bir değerlendirme uygulamasına yer verilmektedir.

Çalışmanın ilk bölümünde, limited şirkette ortaklık, azınlık pay sahiplerinin korunması ve ortağın şirketten ayrılma hakkı konularına yer verilmiştir. Bu kapsamda genel olarak limited şirket, ortaklık ve pay kavramları incelenmiş, limited şirketlerde ortaklık hakkının kazanılmasına ve sona ermesine neden olan durumlara yer verilmiştir. Bu bölümde ayrıca limited şirketlerde münferit ve azınlık pay sahiplerinin korunması ve ortağın şirketten ayrılma hakkı ile Almanya ve İngiltere uygulamalarında ortağın şirketten ayrılma hakkı incelenmiştir.

İkinci bölümde, limited şirketlerde ortağın şirketten çıkması, çıkmaya katılması ve çıkarılması konuları ele alınmıştır. Bu bölümde TTK kapsamında ortağın şirketten çıkması, çıkmaya katılması ve çıkarılması, şirketten ayrılmanın hüküm ve sonuçları ile birlikte ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde, ayrılma akçesi hukuksal çerçevede detayları ile incelenmiş, ayrılma akçesinin hesaplanması, muaccel hale gelmesi, ödenmesi ve ayrılma akçesinin vergilendirilmesi ve muhasebeleştirilmesi detaylı olarak incelenmiştir.

Limited şirketlerde ayrılma payının değerlemesinin incelendiği dördüncü bölümde ise, değer ve değerlemenin temel kavramları ve değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri belirli sınıflamalar altında açıklanmıştır. Bölümde ayrıca, TTK açısından payların değerlendirilmesinde gerçek değer esası, gerçek değere etki edecek unsurlar ele alınmıştır.

Uygulama bölümünde ise, şirketten “yaşlılık ve süreli hastalık” nedeni ile şirketten çıkmak isteyen bir ortağın ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti ve şirketin bu ayrılma akçesini ödemede kullanabileceği şirket kaynaklarının tespiti ve bunların işletmeden çekilmesi durumunda karşılaşılabilecek vergisel yükümlülüklerin belirlenmesinde bir limited şirkette çıkma hali incelenmiştir. Ayrılmaya taraf olan şirket ve ayrılan ortak, şirketin gerçek değerini yansıtabilecek bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi ile şirket değerinin tahmin edilmesini talep ettiği için ayrılma akçesinin tespitinde farklı yöntemler kullanılmıştır. Farklı yöntemlerle hesaplanan sonuçlar, birlikte değerlendirilerek ortaya çıkan farklılıkların nedenleri ortaya konulmuştur.

Bu kapsamda çalışmanın uygulama bölümünde, öncelikle uygulamada kullanılması öngörülen değer esasları, değerleme yaklaşım ve yöntemleri açıklanmıştır. Ayrılan ortağın ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için şirketin vergi kanunları uyarınca düzenlediği 2013-2017 yıllarına ait finansal tabloları esas alınmıştır. Finansal tablolar ve şirketin diğer finansal verilerinden hareketle, TTK değerleme hükümlerine uygun finansal tabloları hazırlanmış, bu tablolardan hareketle de şirketin düzeltilmiş defter değeri tespit edilmiştir. Düzeltilen finansal tablolar üzerinden, gelir ve pazar yaklaşımları kapsamında, şirket değerini en iyi yansıtabilecek indirgenmiş nakit akışları yöntemi ve borsadaki kılavuz emsaller yöntemi ile ayrılma akçesinin gerçek değeri belirlenmiştir.

Yapılan değerleme çalışması sonrasında tespit edilen ayrılma akçesinin gerçek değerinin denebilemesi amacıyla şirket zkaynaları ve bu özkaynakların şirketten çekilmesi durumunda karşılaşılacak vergisel yükümlülükler tespit edilmeye çalışılmıştır. şirket ayrılma akçesini kendi paylarını iktisap yolu ile ödeyebileceği gibi kullanılabilir özkaynaklarından veya sermaye azaltımı yolu ile de deyebileceğinden, bu demeler için serbestçe tasarruf edilebilir ve kullanılabilir özkaynakları ayrıca tespit edilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETTE ORTAKLIK, AZINLIK PAY SAHİPLERİNİN KORUNMASI VE ORTAĞIN ŞİRKETTEN AYRILMA HAKKI

Sanayileşmiş ülkelerde, küçük ve orta ölçekli işletmeler, işletmelerin çoğunluğunu oluşturmaktadırlar.¹ Avrupa Birliği'nde tüm işletmeler içerisindeki payı % 99 olan 23 milyon küçük ve orta ölçekli işletme bulunmaktadır.² Türkiye'de de limited şirket, uygulamada en çok karşılaşılan şirket türüdür. 6102 sayılı TTK'nın genel gerekçesi ve limited şirkete ilişkin hükümler incelendiğinde kanun koyucunun, bu şirket türünü küçük ve orta ölçekli işletmeler için ideal şirket türü olarak öngördüğü anlaşılmaktadır.³

Ortaklık ilişkilerinin anonim şirketlere göre çok daha ön planda olduğu bu şirket türünde, ortaklar arası ilişkiler şirketin kuruluş amacının önüne geçebilmekte, ortaklık ilişkileri yeri geldiğinde açmaza girebilmekte, payını devredip çıkmak isteyen veya şirketin işleyişine engel olan ortakların şirketten ayrılması -ortaklar arasında iletişim kurulamaması nedeniyle- çok zor bir hal alabilmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde genel olarak limited şirket kavramına, azınlık pay sahiplerinin korunmasına ve ortağın şirketten ayrılma hakkına yer verilecektir.

1.1. Genel Olarak Limited Şirket Kavramı

Limited şirketler⁴, esas sermaye ve tüzel kişiliğin avantajları ile esnek organizasyon yapısını bir arada barındıran bir şirket türüdür. Limited şirketler, ihdas oldukları ülkelerde

¹ Sandra K. Miller, "Minority Shareholder Oppression in the Private Company in the European Community: A Comparative Analysis of the German, United Kingdom, and French Close Corporation Problem", *Cornell International Law Journal*, Volume: 30 Issue: 2, 1997, p. 383.

² Nore Delang, "Minority Protection in Proceedings for the Settlement of Disputes Between Shareholders", *Sociology Study*, Vol. 5, No. 6, June 2015, p. 452.

³ Ali Haydar Yıldırım, **6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Limited Ortaklığın Haklı Sebep Feshi**, Dora Yayınları, Bursa, 2013, s. 1.

⁴ "Limited şirket" kavramı, ortaklarının sınırlı sorumluluğunu ifade etmek amacıyla İngilizce'de kullanılan "limited" kelimesinden gelmektedir. Almanca'daki "mit beschränkter Haftung" (sınırlı sorumlu) kavram da şirketin sorumluluğunun sınırlı olduğuna vurgu yapmak amacıyla kullanılır. Mustafa Çeker, "Limited Şirketlerde Ortak Sayısının Sınırlandırılması", *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, Cilt: 1, Sayı: 1, 2015, s. 58.

belirli özellikler sergilemelerine rağmen, her hukuk sisteminde esas sermaye, halka açık olmama ve organize pazarlarda paylarının el değiştirmemesi gibi ortak özelliklere sahiptirler. Yönetim maliyetlerinin (*agency costs*) ve anonim şirketlerdeki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden kaynaklanan maliyetlerinin azlığı, bu şirket türünün yaygınlığı arttırmıştır.⁵

Limited şirketler ilk olarak, Almanya’da 1892 yılında çıkarılan “*Act of the Reichstag*” kanunuyla, yeni bir şirket türü olarak ihdas edilmiş “*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*” -GmbH-),⁶ ardından 1907 yılında “*the Companies Act*” ile İngiltere’de (“*Private Limited Liability Company*” -PLLC-), 1925 yılında Fransa’da (“*Societes a Responsibilite Limitee*” -SARL-) kabul edilmiş,⁷ Türk hukukuna ise 1926 tarihli Ticaret Kanunu “*Limited ‘Mahdut Mesuliyetli’ Şirket*” ile girmiştir.⁸

İsviçre Medeni Kanunu limited şirketi, “*tüzel kişiliğe haiz bir veya birden fazla gerçek veya tüzel kişinin yer aldığı şirkettir. Sermayesi esas sözleşme ile belirlenmiştir. Borçlarından dolayı şirket varlıkları ile sorumludur*” (Swiss Civil Code m. 722/A) şeklinde tanımlamıştır.⁹

Kuruluş kolaylığı, ortakların sınırlı sorumluluğu gibi nedenlerle Türkiye’de limited şirketler yukarıda da vurgulandığı gibi diğer şirketlere nazaran daha çok tercih edilmektedir.¹⁰ 2018 yılı Mart ayında 6.316 yeni limited şirketin kurulduğu, toplam kurulan şirket sayısına oranla limited şirketlerin % 83,3 gibi bir oranla en çok tercih edilen şirket türü olduğu, limited şirketler içerisinde de tek ortakla kurulan şirket oranının %

⁵ Timothy Guinnane vd., “*Business Organization in the Long Run: Private Limited Companies Rule!*”, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874783, Erişim Tarihi: 03.04.2017), p. 1-2.

⁶ Çeker, *a.g.m.*, s. 58.

⁷ Guinnane vd. *a.g.m.*, p. 20-31.

⁸ Daha fazla bilgi için bkz., Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014, s. 5-7.

⁹ İsviçre Medeni Kanunu (“*Federal Act on the Amendment of the Swiss Civil Code*”), Art. 772 A. Definition, (Çevrimiçi: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/19070042/201801010000/210.pdf>, Erişim Tarihi: 22.04.2017)

¹⁰ Bünyamin Gürpınar, “*Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XX, Sayı: 2, 2016, s. 7.

65'lere ulaştığı görülmektedir.¹¹ Ülkemizde sadece 2017 yılında, 73.783 yeni kurulan şirket içerisinde limited şirketler 60.032 adet ile tüm şirketler arasında % 81 gibi bir paya sahip olmuş, aynı yıl için kapanan limited şirket sayısı ise 11.127 olmuştur.¹²

Özel hukuk anlamında ortaklık, sözleşme ile kurulan ve ortak amacın gerçekleştirilmesine hizmet eden bir kişi birliğidir.¹³ Şirket veya ortaklık¹⁴ kavramı Türk hukukunda, tüm şirket türlerini kapsayan kanuni bir düzenleme yerine her ortaklık ilişkisi, kendisi ile ilgili düzenlemelerde tanımlanmıştır.¹⁵ 6102 sayılı TTK m. 124/2'ye göre kollektif ile komandit ortaklıklar şahıs ortaklıkları, limited şirket, anonim şirket ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sermaye şirketleri arasında sayılmıştır.¹⁶

Şirketler hukukunda, ortakların kişiliğinin değil sermayenin önemli olduğu sınırlı sorumluluk ilkesine sahip sermaye şirketleri ile ortakların kimliğinin ön planda olduğu sınırsız sorumluluk ilkesine sahip kişi şirketleri olmak üzere iki temel şirket tipi vardır. Aynı gereksinimleri karşılayan, ekonomik ve hukuki alanda farklı işlevlere sahip olan bu şirketler girişimcilere, faaliyet alanlarına ve sermaye miktarlarına göre, tüzel kişilik çatısı altında birleşirken bir seçme hakkı sağlamaktadırlar. Ancak yasa koyucu bununla yetinmemiş, bu iki temel tipin farklı özelliklerini bünyesinde birleştiren ve gerek kişi

¹¹ Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOOB), Bilgi Erişim Müdürlüğü, **Mart 2018 İstatistikleri**, (Çevrimiçi: <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfala/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>, Erişim Tarihi: 12.04.2017).

¹² Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), **Kurulan/Kapanan Şirket İstatistikleri**, (Çevrimiçi: <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfala/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>, Erişim Tarihi: 23.02.2018).

¹³ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 14.

¹⁴ 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun "şirket" ve "ortaklık" terimlerinin kanuniliği başlığındaki m. 1531'e göre, "(1) Bu Kanuna göre "ortaklık", "kollektif ortaklık", "komandit ortaklık", "anonim ortaklık", "sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık", "limited ortaklık" ve "kooperatif ortaklık" terimleri, sırasıyla "şirket", "kollektif şirket", "komandit şirket", "anonim şirket", "sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket", "limited şirket" ve "kooperatif şirket"e eş anlamda kanuni terimlerdir ve bu terimler birbirleri yerine kullanılabilir" ifadesi yer almaktadır. Madde gerekçesinde ise, "alanyazında ortaklık kelimesinin tüzel kişiliği olmayan adi ortaklık ile şahıs şirketlerini ifade için kullanılması şirket kelimesinin ise sermaye şirketlerine özgülenmesi önerilmiştir" şeklindeki açıklamaya da yer vermiştir.

¹⁵ Nihat Taşdelen, **6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Şirketlerde Çıkma Çıkarılma ve Fesih**, 1. Baskı, Yetkin Hukuk Yayınları, Ankara, 2012, s. 33. Adi şirket, Borçlar Kanunu'nun m. 620'de, kollektif şirket TTK m. 211'de, komandit şirket TTK m. 304'de, anonim şirket TTK m. 329'de, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket TTK m. 564'de limited şirket ise TTK m. 573'de tanımlanmaktadır.

¹⁶ Mustafa Erdem Can, "Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Limited Şirket Ortağının Borçları ve Yükümlülükleri", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XV, Sayı: 4, 2011, s. 1.

şirketlerinin gerekse sermaye şirketlerinin sağladıkları hukuki olanakları birlikte gerçekleştiren bir tür şirket yaratmak istemiştir.¹⁷ Bu nedenle limited şirketler, karma bir tür olarak nitelendirilmektedir.¹⁸

Ortaklık kavramı ile birden fazla kişinin varlığı düşünülür.¹⁹ 6762 sayılı TTK’da yer alan şirket ve ortaklık tanımı için, 818 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK)’nda yer alan şirket tanımına atıfta bulunulabilir.²⁰ Ancak 6098 sayılı TBK m. 620’deki yeni düzenleme ile şirket/ortaklık tanımının başlangıcı değişmiş, 818 sayılı TBK’daki tanımda “*şirket*” diye başlayan ve böylece genel olarak ortaklıkları tanımladığı izlenimini veren tanım, yeni metin ile “*adi ortaklık*” ile başlamakta ve tanım sadece adi ortaklığa özgülediğinden genel bir şirket/ortaklık sözleşmesinin tanımı Türk hukukunda verilmemiştir. 6098 sayılı TBK m. 620’deki tanım genel olarak şirketin/ortaklığın tanımı değil, adi ortaklığın tanımıdır.²¹

TBK m. 620’de, “*adi ortaklık sözleşmesi, iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme*” olarak tanımlanmıştır. Bu tanımdan ortaklık kavramının genel tanımı çıkarılsa da tek kişilik sermaye şirketleri için ortaklık/şirket kavramına ulaşmak mümkün olmayacaktır. Ancak yine de ortaklık kavramı içerisinde tanımlanabilecek birden fazla ortağa sahip sermaye şirketleri için tanımdaki ortaklık unsurları kullanılabilir.²²

¹⁷ M. Turgut Öz, “*Limited Ortaklıkta Pay Kavramı ve Payın Devri*”, **İÜHFM, Ord. Prof. Dr. Sulhi Dönmezer’e Armağan**, Cilt: 52, Sayı: 1-4, 1986 – 1987, s. 345.

¹⁸ R. Eda Giray, “*Limited Şirketin Haklı Sebeple Feshi ve Yargıtay’ın Yaklaşımı*”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 6, Sayı: 12, Güz 2007/2, s. 196.

¹⁹ Neval Okan, “*Türk Hukukunda Ticaret Ortaklıklarında Ortak Sayısının Bire Düşmesi ve Sonuçları*”, **Eskişehir Üniversitesi Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1, 2000, s. 57.

²⁰ 22.04.1926 tarih 818 Sayılı Borçlar Kanunu madde 520: “*Şirket bir akittir ki onunla iki veya ziyade kimseler, saylerini ve mallarını müşterek bir gayeye erişmek için birleştirmeyi iltizam ederler. Bir şirket, ticaret kanununda tarif edilen şirketlerin mümeyyiz vasıflarını haiz değil ise bu bap ahkâmına tabi adi şirket sayılır.*”

²¹ Zekeriya Kürşat, “*Yeni Borçlar Kanunumuzda Adi Ortaklık Hükümlerinin Değerlendirilmesi*”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 70, Sayı: 1, 2012, s. 303; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 19.

²² Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 42; Kürşat, *a.g.m.*, s. 303.

TBK m. 620’de yer alan tanımından şirket/ortaklık için kişi,²³ sözleşme, sermaye ve ortak amaç²⁴ ve ortak amaca erişmek için eşit gayret gösterme (“*affectio sociatatis*”) unsurlarının bir arada bulunması gerekmektedir.²⁵

6102 sayılı TTK’da limited şirket tanımına yer verilmemiş, TTK m. 573’de sadece limited şirketin nitelik ve özellikleri sayılmıştır. Bu maddeye göre limited şirket, “*bir veya daha çok gerçek veya tüzel kişi tarafından bir ticaret unvanı altında kurulan ve esas sermayesi belirli olan ortaklık*”tır. TTK m. 573’de sermayenin esas sermaye paylarının toplamından oluştuğu, şirketin kanunen yasak olmayan her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabileceği yer almaktadır. Sermayesi az ve küçük çaplı ticari faaliyette bulunan limited şirketlerin imalat, hizmet, uluslararası ticaret, sermaye ve finans piyasalarının, sürdürülebilir rekabet gücüne haiz ve güvenilir aktörleri olmaları hedefi bu sayede sağlanabilmektedir.²⁶

Limited şirketlerde, şirketin dış ilişkiler düzeni bakımından anonim şirkete, ortaklar arası ilişkiler bakımından kollektif ortaklığa yaklaşan bir sistem benimsenmiştir.²⁷ Limited şirketin bir sermaye şirketi olması, onun anonim şirket gibi tam anlamı ile bir sermaye şirketinin taşınması gereken tüm özellikleri gösterdiği anlamına gelmemektedir. Aksine kanun koyucu limited şirket bakımından getirdiği bazı kurallarla, aynı zamanda şahıs ortaklıklarına özgü özellikleri de öne çıkartmış, böylece anonim şirket ile kollektif ortaklık arasında ara bir şirket türü oluşturmuştur.²⁸

²³ Asgari ortak sayısı bakımından adi ortaklık (6098 sayılı Borçlar Kanunu m. 620), kollektif (TTK m. 211) ve komandit ortaklıklar (TTK m. 304) en az iki, anonim (TTK m. 338) ve limited şirketler (TTK m. 574) ise en az bir kişi ile kurulabilir. Azami ortak sayısı bakımından limited şirketler hariç diğerlerinde bir üst sınır bulunmamaktadır. TTK m. 574’e göre sadece limited şirketler için tavan ortak sayısı olarak elli kişi öngörülmektedir. Taşdelen, **a.g.e.**, s. 35.

²⁴ TTK m. 211 ve 304’te ortak kollektif ve komandit ortaklıklarda ortak amacı, “*bir ticari işletmeyi işletmek*”, TTK m. 331/1 ve 575/3’de ise limited ve anonim şirketlerde “*şirketin kuruluşunu kanunen yasak olmayan her türlü ekonomik amaç ve konu için mümkün*” görmüştür. TBK m. 620’ye göre, adi ortaklık için “*ortak bir amaca*” erişmekten söz etmiştir. Taşdelen, **a.g.e.**, s. 39.

²⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 60.

²⁶ Serhan Dinç, “*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Limited Şirketin Unsurları ile Limited Şirketlerde Pay ve Ortak Kavramları*”, **Türkiye Adalet Akademisi Dergisi (TAAD)**, Yıl: 7, Sayı: 29, Ocak 2017, s. 136-137.

²⁷ Öz, *a.g.m.*, s. 346. Limited şirkette, anonim ve kollektif ortaklık özellikleri bir arada görülmektedir. 1892 tarihli Alman GmbHG limited şirketi, sermaye şirketi ağırlıklı karma şirket olarak düzenlemiştir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1635.

²⁸ Oruç Hami Şener, **Limited Ortaklıklar Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2017, s. 11.

Bu yaklaşım özellikle ortağın payının devretmesinde serbestlik tanımamıştır. Limited şirkette ortaklık payı serbestçe devir ve temlik edilemez. Zira limited şirkette ortaklar arası ilişkilerde kişisellik unsuruna ağırlık verilmesi ve kollektif ortaklık modeline çok yaklaşılması nedeni ile yasa koyucu pay devrini çok sıkı koşullara bağlamıştır.²⁹

TTK’da, limited şirketlerin sermaye şirketi veya şahıs ortaklığı olduğu yönünde bir belirleme bulunamamaktadır. Mesela, şirket sözleşmesinde aksi belirlenmedikçe her limited şirket ortağının, kollektif ortaklıklarda olduğu gibi şirketi idare ve temsil hakkı vardır (TTK m. 540/1). Yine, birleşme şartlarının düzenlendiği TTK m. 147’de, birleşmenin ancak aynı nevi şirketler arasında olabileceği belirtildikten sonra, “...birleşme bakımından kollektif ile komandit ortaklıklar ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler...”ın aynı neviden sayılacağı belirtilmiştir. Bu maddeden de anlaşılacağı gibi limited şirketi ne şahıs ortaklıkları ne de sermaye şirketleri arasında kabul etmiştir.³⁰

TTK’nın m. 595/2’ye göre, “şirket sözleşmesinde aksi öngörülmemişse, esas sermaye payının devri için, ortaklar genel kurulunun onayı şarttır. Devir bu onayla geçerli olur” hükmü ile limited şirketlerde payın devri zorlaştırılmıştır. Aynı doğrultuda TTK m. 596’da, iradî devir dışı intikal halleri düzenlenmiştir. Böylece limited şirketin kişisellik özelliğinin korunması amaçlanmıştır. Bu düzenleme, kıymetli evrak çıkarma yasağı ile uyumludur. TTK m. 595 ile ortakların, devir hakkında kesin olarak söz sahibi olmaları sağlanmıştır.³¹ Diğer ortaklık/şirketlere nazaran daha çok tercih edilen limited şirketlerde ortaklar arasında bazı uyuşmazlıkların çıkması, dolayısıyla ortakların, şirket kuruluşundaki gaye ve amaçlarını yitirmeleri ve şirketle aralarındaki ortaklık ilişkisine son vermek istemeleri sık karşılaşılan bir durumdur.³²

²⁹ Öz, a.g.m., s. 356.

³⁰ Giray, a.g.m., s. 196.

³¹ Öz, a.g.m., s. 356.

³² Gürpınar, a.g.m., s. 73.

1.2. Limited Şirkette Ortaklık ve Pay Sahipliği

Çalışmamızın amacı doğrultusunda tek ortağa sahip limited şirketlerde çıkma, en azından şirketin feshi anlamına geleceğinden³³, bu durum çalışma kapsamı dışında tutulmuştur. Bu bölümde limited şirketi, şahıs ortaklıklarına yaklaştıran ortaklık yapısı ile 6102 sayılı TTK ile değişen sermaye payı kavramları ele alınmıştır. Çalışmamızın sonraki bölümlerine de yön verecek olan pay ve esas sermaye payı kavramlarına da bu bölümde detaylı olarak yer verilmiştir.

1.2.1. Limited Şirkette Ortaklık Kavramı

TTK’da limited şirketler azami ortak sayısı 50 kişi ile sınırlandırılmıştır.³⁴ 6762 sayılı TTK’da en az iki olan ortak sayısı, 6102 sayılı TTK ile bire düşürülmüştür.³⁵ Limited şirketlere gerçek kişilerin yanında tüzel kişiler de ortak olabilmekte, esas sözleşmede yer alacak hüküm ile şirkete ortak olacakların belirli niteliklere sahip olması hükmü de konulabilmektedir. Örneğin esas sözleşmeye, inşaat alanında faaliyet gösteren şirkete ortak olacakların mimar veya inşaat mühendisi olması, seyahat ve turizm alanında faaliyet gösteren şirketlerde ortakların bu alanda faaliyet göstermeleri ya da bir poliklinik işletmesi için ortakların doktor olması³⁶ gibi sınırlandırmalar konulabilecektir.

Limited şirkette ortak sıfatı, ortağın kimliği ve hak ve yükümlülüklerinin kapsamı, şirket ana sözleşmesinden, pay defterinden ve ortaklar listesinden gerekli bilgiler alınarak ispatlanabilir.³⁷ Ortaklık sıfatının varlığı, limited şirketle ortak arasında pay sahipliği ekseninde bir hukuki ilişkinin kurulmasına bağlıdır. Bu ilişkinin kurulması ortaklık

³³ TTK m. 574/3 ve ayrıca Ticaret Sicil Yönetmeliği (TSY) m. 102/3’e göre, “hiçbir ortağı kalmayan, tüm payların şirkete ait olduğu limited şirket” yasaklanmıştır. Bu düzenlemeye göre şirket tek ortaklık olacak şekilde kendi esas sermaye paylarını iktisap edemez. Dolayısıyla limited şirketin en az bir olan ortaklık sayısının korunması gerekir. Kanun bu kurala aykırılık durumunda ne olacağı hususunda bir düzenleme yapmamıştır. Şener, **a.g.e.**, s. 26-27.

³⁴ Şener, **a.g.e.**, s. 21; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1640c.

³⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1640a; Şener, **a.g.e.**, s. 22 vd.

³⁶ Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, 4. Baskı, Adalet Yayınevi, İstanbul, 2016, s. 744-746.

³⁷ Ertan Demirkapı, **Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Limited Ortaklık Payının Devri**, Güncel Yayınevi, İzmir, 2008, s. 33.

sıfatının aslen veya devren kazanılması ile gerçekleşir.³⁸ Aslen iktisap, ortaklık hak ve sıfatının hiçbir hak sahibinden (devir, miras gibi) devir ve intikal işlemi olmaksızın doğrudan iktisap edilmesidir. Aslen iktisap kuruluşta, sermaye artırımında, tür değiştirmede, birleşme ve bölünmelerde daha önce herhangi bir şekilde maliki olmayan payların kazanılmasıdır.³⁹

Limited şirket sermaye payı, devredilebilir bir malvarlığı değeridir.⁴⁰ Limited şirketlerde esas sermaye payının devrinden anlaşılması gereken, paya sahip olan kişinin, başka bir kişiye karşılıklı ve birbirine uygun irade beyanı neticesinde ortaklıktaki payını devretmesidir.⁴¹ TTK m. 595'te düzenlenen pay devri ile kural olarak esas sermaye payı devredilebilir nitelikte olmasına rağmen, esas sözleşmeye konulacak bir hükümle esas sermaye payının devrini zorlaştırma, hatta devre yasak getirilebilme imkânı da kazandırılabilir.⁴² Diğer bir devren kazanma hali ise TTK m. 596'da yer alan, "*esas sermaye payının eşler arasındaki mal rejimi, miras ve icra*" yolu ile geçişidir. Esas sermaye payının geçişi kanun gereği olduğundan, doğal olarak TTK m. 595'te yer alan ortaklar genel kurulunun onayı gerekli olmadığı gibi devir sözleşmesi de gerekli değildir.⁴³ 6102 sayılı TTK ile getirilen bir diğer devren kazanma yolu ise şirketin kendi paylarını iktisap etmesidir.

Limited şirketlerde ortaklık payı kavramı, ortağın limited şirket ilişkisinden kaynaklanan ve şirket bünyesinde bulunan hak ve yükümlülüklerinin tümünü ifade etmektedir. Limited şirkette esas sermaye payı, nitelik olarak gayri maddi bir varlığa sahiptir. Şirket bünyesinde ortaklık payı sahibine, şirkete karşı ortaksal haklar ve mali haklar sağlamaktadır.⁴⁴ Limited şirket ortaklarının hakları değişik ölçütlere göre tasnif edilebilir. Hakkın içeriğine göre, mali haklar ve ortaklık hakları olarak iki gruba ayrılabilir. Hak

³⁸ Fevzi Fırat Gözüyeşil, Limited Şirketlerde Ortağın Çıkması ve Çıkarılması, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2012, s. 10.

³⁹ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 768; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1660.

⁴⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1661.

⁴¹ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 91.

⁴² Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 768-769; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1661; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 91.

⁴³ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 778

⁴⁴ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 90.

sahiplerine göre ise bireysel haklar ve azınlık hakları olarak iki gruba ayrılabilir. Hakların gücü ölçütüne göre de, vazgeçilmez haklar ve müktesep haklar olarak gruplandırılabilir.⁴⁵

Genel kurula katılma ve oy hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, haklı sebeple çıkma hakkı ve şirketin feshini talep etme hakkı, genel kurul aleyhine iptal davası açma hakkı ortaksal haklar kapsamındadır.⁴⁶

Mali haklar, para ile ölçülebilen ve devredilebilen haklardır. Bunlar; kâr payı alma hakkı, kâr payı avansı, hazırlık devresi faizi, tasfiye payı-ayrılma akçesi, rüçhan (yeni pay alma) hakkı olarak sayılmıştır.⁴⁷

TTK'da azınlık haklarını düzenleyen genel bir hüküm bulunmamaktadır. Kanun'un çeşitli hükümlerinde doğrudan doğruya veya atıf yolu ile bazı azınlık hakları düzenlenmiştir. Bunlar; genel kurulun toplantıya çağırılması, özel denetçi atanması talebi ile mahkemeye başvurma hakkı, denetime tabi limited şirketlerde denetçinin görevden alınması ve azınlığın sulh ve ibraya engel olma haklarıdır.⁴⁸

Diğer taraftan ortağın haklarının yanında şirkete karşı borç ve yükümlülükleri de bulunmaktadır. Bu kapsamda ortağın şirkete, sermaye payını ödeme yükümü, ek ödeme ve yan edim yükümü, bağlılık yükümü, rekabet yasağı, sır saklama yükümü bulunmaktadır.⁴⁹

⁴⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1681. Pulaşlı ise ortakların haklarını, malvarlığı hakları ve katılma hakları olarak iki gruba ayırmıştır. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 779-806.

⁴⁶ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1681a-h. Pulaşlı ise bu kategoriyi katılma hakları başlığında; genel kurula katılma hakkı, oy hakkı, genel kurul kararlarının hükümsüzlüğü ve iptalini dava etme hakkı, çıkma hakkı, haklı sebeplerle ortaklığın feshini isteme hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı ile azınlık hakları başlıklarında ele almıştır. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 803-806.

⁴⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1682- 1690. Pulaşlı ise bu hakları malvarlığı hakları başlığında ele almıştır. Malvarlığı hakları; kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı, yeni pay alma hakkı, veto hakkı ve esas sermaye payını devredilebilme hakkı olarak sıralamıştır. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 799-803.

⁴⁸ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1690a-e.

⁴⁹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1691-1707; Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 806-811.

1.2.2. Limited Şirkette Pay Kavramı ve Sahipliği

Pay, ortak ile limited şirket arasında, ortaklık sıfatından kaynaklanan hak ve yükümlülüklerin oluşturduğu bütünü ifade eder.⁵⁰ Esas sermaye payı, bir ortağın ortaklık ilişkisinden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin tamamıdır. Limited şirkette ortaklık sıfatı, zorunlu olarak en azından bir esas sermaye payının iktisabına dayanır. Bu sıfat, devredilebilir, rehnedilebilir, haczedilebilir veya üzerinde bir intifa hakkı tesis edilebilir.⁵¹

Limited şirkette payın⁵² esaslı unsuru “*ortak*” sıfatıdır⁵³ ve pay ortağı temsil etmektedir. Anonim şirkette ise, öncelik ortak sıfatı değil paydır. Kişiler, pay sahibi olarak ortak sıfatı kazanmakta ve ortaklık sıfatı paydan kaynaklanmaktadır. Bu nedenle limited şirketlerde ortak sıfatı, anonim şirketlerde ise pay sahipliği ön plandadır.⁵⁴

TTK m. 135’te, ortaklık payının limited şirketteki esas sermaye payını ifade ettiği yer almaktadır. Limited şirketteki esas sermaye payı, nitelik olarak maddi olmayan bir varlığa sahiptir. Şirket bünyesinde ortaklık payı sahibine, şirkete karşı idari ve mali haklar sağlamaktadır. Ortaklık payı özellikle mali haklar açısından alacaklı konumu bahşetmektedir. Bu nedenle bu hak bir sözleşme ile devredilebilir, mirasçılara intikal edebilir.⁵⁵

Anonim şirketlerden farklı olarak limited şirkette tutarı ne olursa olsun her ortak bir payla şirkete katılır.⁵⁶ Ortağın sermayeye katılma payı, limited şirket esas sermaye paylarının sayıları ve nominal değerleri, şirketteki pek çok ortaksal kavramın, örneğin oy hakkının,

⁵⁰ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 18; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 1643.

⁵¹ Şener, **a.g.e.**, s. 262.

⁵² TTK m. 576 ve 593’te “pay” kavramına yer verilmiş ve bu terim ile ifade etmiştir. Çalışmada da “hisse” yerine “pay” kavramı kullanılmıştır. Hisse kelimesinin kanuni bir terim olmadığı yönünde bkz: Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 757.

⁵³ “*Hak sahibi ya da hukuki ilişkinin tarafı “ortak” olarak adlandırılırken, bu kişinin içerisinde bulunduğu hukuki durum, “ortak sıfatı” olarak adlandırılmalıdır.*” Demirkapı, **a.g.e.**, s. 20.

⁵⁴ Hanife Doğrusöz Koşut, “*Limited Şirkette Nama Yazılı Senede Bağlanmış Esas Sermaye Payının Devir Şartları*”, **MÜHF-HAD**, Cilt: 22, Sayı: 1, 2016, s. 369.

⁵⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 90.

⁵⁶ TTK m. 583/1 gerekçesinde, “*bir ortak=bir pay*” kuralının belirli bir yararı bulunmamakta, aksine, payın kısmî devrinde bölünme gibi güçlükler yol açmaktadır” ifadesi yer almaktadır.

genel kuruldaki toplantı ve karar yetersayılarının, tasfiye, ayrılma veya kâr payının hesaplanması ve belirlenmesinde ölçü işlevi görür.⁵⁷

Limited şirketlerde esas sermaye payıyla, ortaklık hakkı veren pay farklı kavramlardır. Limited şirketlerde esas sermaye payı nakit ile ifade edilir, ortağın şirketin sermayesine katılımının asgari tutarını gösterir. Limited şirketlerde sermaye paylarının itibari değerinin birbirine eşitliği zorunlu olmayıp, en az 25 TL ve/veya bunun katları şeklinde olması gerekir (TTK m. 583/2). TTK m. 583/2'ye göre esas sermaye payının -en az- bir oy hakkı vereceği değil, şirket esas sözleşmesinde daha yüksek bir tutar öngörülmediği takdirde, her 25 TL'nin bir oy hakkı vereceği öngörülmüştür. Oy haklarının TTK m. 618'e göre itibari değere göre hesaplanması, esas sermaye payının bölünmesi anlamını ifade etmemektedir.⁵⁸

Limited şirkette ortak sıfatının, bir pay senedi üzerinde oluşumuna izin verilmemiştir. Böyle bir senet düzenlenmesi halinde, bunun ancak ispat senedi niteliği taşıyacağı, kıymetli evrak niteliği yüklenemeyeceği öngörülmüştür. Payın ortak sıfatını temsil etmesi karşısında, pay senedinin sadece bir hukuki ilişkide taraf olma durumunu göstereceğinin ve herhangi bir edim içermeyeceğinin de kabulü gerekir. Bunun sonucu pay senedi, borç senedi olarak da hüküm ifade edemez.⁵⁹

TTK m. 576'ya göre limited şirketlerde, “*esas sermaye payının sayısının ve itibari değerinin belirtilmesi*” gereği bu payı anonim şirket payına ne benzer kılmakta, ne de yaklaştırmaktadır. Limited şirkette esas sermaye payının senede bağlanması da, hukuki durumu değiştirmez. Limited şirkette esas sermaye payına ilişkin pay senetleri, anonim şirketlerin aksine, ya ispat aracı niteliğinde ya da nama yazılı senet şeklindedir. Ancak limited şirketteki bu nama yazılı senetler paya, devir ve dolaşım kolaylığı sağlayamaz.⁶⁰

⁵⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1643. 6762 sayılı TTK'da ise “bir ortak tek pay” ilkesi geçerli olduğu için, esas sermaye payı, rehin, haciz gibi hukuki işlemlere işlemlere ancak bir bütün olarak konu olabiliyor iken 6102 sayılı TTK ile pay tutarlarına bağlı olarak “kısmen” gerçekleşebilmektedir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1643.

⁵⁸ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 747; Şener, **a.g.e.**, s. 263-264.

⁵⁹ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 34-35.

⁶⁰ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 747. Uygulamada genel kural, limited şirket paylarının senede bağlanmamasıdır. Ancak şirket kendiliğinden, şirket payını ispat niteliğindeki senetlere bağlayabilir. Şener, **a.g.e.**, s. 269.

Nama yazılı payların devri yine TTK m. 595 hükmü gereği genel kurulun onayına tabi olup, limited şirket pay senedine menkul kıymet özelliği sağlamayacaktır.⁶¹

Anonim şirkette itibari değer, gerçek anlamda esas sermayenin paylara bölünmüşlüğüne gereği olarak sermayenin serbestçe devredilebilen, hak kaynağı işlevine haiz, bağımsız birimi oluşturmaya karşılık, limited şirkette pay, bir taraftan konulan sermayeyi gösteren, diğer taraftan bazı hesabi işlemlere temel oluşturan ve diğer paylarla eşit olma zorunluluğu bulunmayan esas sermayenin bir parçasını oluşturmaktadır. Anonim şirkette sermaye paylara bölünmüştür. Limited şirkette ise esas sermaye payı, bazı hakların belirlenebilmesi ve kullanılması amacıyla hesaben bölünmektedir. Payın hesaben bölünmesi, payın verdiği oy hakkının hesaplanmasına ve kâr payının belirlenmesine, rüçhan hakkı oranının belirlenmesine, tasfiye veya yıllık kâr payının bölüşülmesine, ek ödeme ve yan yükümlülüklerin uygulanmasına hizmet eder.⁶²

Pay sahipliği şirketin tüzel kişilik kazanmasıyla doğar, pay sahibinin ölümü, ortaklığın son bulması, çıkma veya çıkarılma ile sona erer. Bunların yanı sıra, sıkı koşullara bağlı olarak, payın tümünün devri ile de ortaklık sıfatı sona erebilmektedir.⁶³

1.2.3. Limited Şirkette Pay Defteri ve Pay Senedi

TTK m. 64/4'e göre, limited şirket tarafından tutulan pay defteri, ticari defter niteliğine haizdir.⁶⁴ TTK m. 594/1'e göre, *“şirket, esas sermaye paylarını içeren bir pay defteri tutar. Ortakların, adları, adresleri, her ortağın sahip olduğu esas sermaye payının sayısı, esas sermaye paylarının devirleri ve geçişleri itibari değerleri, grupları ve esas sermaye*

⁶¹ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) m. 3/o'da, menkul kıymetler; *“para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları, 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları”*, şeklinde tanımlanmaktadır.

Pay senedinin anlam taşıyacağı tek hal, ortak sayısının fazla olduğu limited şirketlerde, ortak sıfatının varlığının ve sermaye payı miktarının gösterildiği bir senet düzenlenmesinin, ortak sıfatından doğan hakların kullanılması bakımından oluşturacağı faydadır. Demirkapı, **a.g.e.**, s. 36.

⁶² Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 748-749.

⁶³ Öz, *a.g.m.*, s. 352.

⁶⁴ Şener, **a.g.e.**, s. 275. Bu şekilde pay sahipliğinin ispat aracı olma yanında ticari defterlere uygulanan zorunluklar bu deftere de uygulanmış, pay defteri TTK m. 64/3 ve Ticari Defterlere İlişkin Tebliğ m. 13/1'e göre açılış tasdikine tabi tutulmuştur. Şener, **a.g.e.**, s. 275.

payları üzerindeki intifa ve rehin hakları, sahiplerinin adları ve adresleri bu deftere yazılır.” Pay defterine yapılan kayıtlar -payın iktisabı da dahil- açıklayıcı niteliğe haizdir. Pay defteri, limited şirketteki mevcut ortakları, ortaklık haklarının çeşitli şekillerde el değiştirmesi halinde eski ve yeni ortakları, esas sermaye paylarını teşhis ve ispata yarayan, fakat bu kayıtların aksinin geçerli delillerle kanıtlanılabildiği bir defterdir. Bu nedenle pay defterinde kamu güveni ilkesi geçerli değildir. Bunun sonucu olarak, pay defterindeki kayıtlara güvenilerek iyiniyetle ortaklık haklarının kazanılması mümkün değildir.⁶⁵

Pay defterinin tutulması şirket müdürlerinin görevleri arasındadır. Defterin yasaya aykırı tutulmasından ve bu nedenle doğacak zararlardan müdürler sorumludur. Payın devri genel kurul tarafından onaylandığı veya TTK m. 595/7’e göre, *“başvurudan itibaren üç ay içinde genel kurul tarafından reddedilmeyerek”* onay verilmiş sayıldığı takdirde, devir işlemi müdürler tarafından pay defterine kaydedilir. Genel kurul onayının şirket sözleşmesi ile kaldırılmış olduğu hallerde müdürler, taraflarca yapılan devir bildirimini inceler ve şekil ve öz olarak kanuna, şirket sözleşmesine aykırılık saptamazlarsa devri pay defterine kaydettirirler. Cebri icra yolu ile devralınan payların kaydı ise devralan tarafından icra müdürlüğünden alınacak belgenin şirkete ibrazı üzerine yapılır.⁶⁶

Nama yazılı pay senedinin⁶⁷ çıkartılmamış olması halinde, hakların kullanılması için ortak sıfatının ispatı gerekecektir. İspat amacıyla ortak, kurucu ortak ise şirket ana sözleşmesinden, payı sonradan devralmış ise, yazılı nitelik taşıyan devir senedinden yararlanabilir. Bunlar dışında ispat belgesi niteliğinde düzenlenen pay senedi kullanılabileceği gibi, pay defterindeki kayıtlara da dayanabilir. Buna karşı ortak nama

⁶⁵ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 767; Şener, **a.g.e.**, s. 277.

⁶⁶ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1665a; Detay için bkz. Şener, **a.g.e.**, s. 325.

⁶⁷ TTK m. 593/2’ye göre, *“esas sermaye pay senetleri ispat aracı şeklinde veya nama yazılı olarak düzenlenebilir”*. Madde gerekçesinde ise, *“esas sermaye payının ispat aracı olan bir senede veya nama yazılı senede bağlanabilmesine olanak tanımaktadır. Esas sermaye payını içeren nama yazılı senet çıkarılması, paya devir ve dolayısıyla dolaşım kolaylığı sağlamaz. Bu olanak, limited şirket esas sermaye payını ne anonim şirket payına dönüştürür ne de yaklaştırır. Sadece ispatı ve gereğinde (limited şirkete ilişkin hükümler çerçevesinde) payın devrinde bazı kolaylıklar sağlayabilir”* şeklinde belirleme ile limited şirket pay senedinin nama yazılı olarak düzenlenmesinin bu senetlerin menkul kıymet hükmüne sahip olmayacağı, bu senetlerin sadece ispat ve devirde bazı kolaylıklar sağlayabileceği vurgulanmıştır.

yazılı pay senedine sahip olduğu takdirde, ortak sıfatının ispatı ancak senedin ibrazıyla gerçekleştirilebilecektir.⁶⁸

TTK m. 595/1 hükmüne göre, limited şirketlerde “*esas sermaye payının devri ve devir borcunu doğuran işlemler yazılı şekilde yapılır ve noter onayına*” tabidir. Esas sermaye payının nama yazılı senede bağlanmasının işlevi, TTK m. 595/2’ye göre, şirket sözleşmesi ile esas sermaye payının devri için genel kurul onayı kaldırılabilir.⁶⁹

TTK m. 593 gerekçesinde yer alan genel kurul onayının kaldırılması durumunda limited şirket pay senedinin menkul kıymetleşmediği görüşünün aksine Koşut (2016)’ya göre, “*esas sermaye payının devri için genel kurul onayının kaldırılması durumunda, nama yazılı senede bağlanmış sermaye payının çıkarılmasına ve devrin kolaylaştırılmasına yönelik hükümler birlikte değerlendirildiğinde, hesaben bölünen limited şirket esas sermaye paylarının anonimleştiği ve tedavül edilebilirliği sonucunu doğurmakta ve bu çerçevede nama yazılı senede bağlanmış sermaye payı, kıymetli evrak vasfına sahip olacağı sonucu ortaya çıkacaktır*” görüşünü savunmaktadır.⁷⁰

1.2.4. Limited Şirkette Payın Değeri

TTK’da yer alan ve “*gerçek değere de atıf yapan*” birçok madde,⁷¹ payın bir malvarlığı değeri olduğunu göstermektedir. Para ile ölçülebilir bir değerinin bulunması payı, malvarlığı hakkının konusu haline getirmektedir.⁷²

Limited şirkette esas sermaye payı, bir ortağın taahhüt edebileceği en küçük paydır. Ortaklar şirkete en az bir esas sermaye payı taahhüt ya da iktisap ederek ortak olurlar.

⁶⁸ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 42.

⁶⁹ Ünal Tekinalp, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, 2. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2011, N 21-11.

Ünal Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2015, s. 481.

⁷⁰ Koşut, *a.g.m.*, s. 369-370.

⁷¹ TTK m. 140, 141, 155, 202, 493, 531, 596, 597, 638 ve 641’de payın gerçek değerine yer vermiştir. 6762 sayılı TTK’da ise m. 521 ve m. 530’da payların hakiki değerinden bahsedilmektedir.

⁷² Demirkapı, **a.g.e.**, s. 45. Ortaklık haklarından olan mali haklar, para ile ölçülebilen ve devredilebilen haklardır. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1682.

Limited şirket esas sermayesi, ortakların mevcut tüm sermaye paylarının toplamından ibarettir.⁷³ Limited şirkette, esas sermaye payı, ortağın şirketin esas sermayesine katılımının asgari tutarını gösterir ve katılım da para birimi ile ifade edilir.⁷⁴

Limited şirkette esas sermaye payı, nitelik olarak gayri maddi bir varlığa sahiptir. Şirket bünyesinde, şirkete karşı kişisel ve mali haklar sağlamaktadır.⁷⁵ Şirket malvarlığı ile pay arasındaki ilişki, esas sermaye payı ile sermaye payı arasındaki ilişkiyle orantılıdır. Böylece esas sermaye payının, payda olduğu gibi ortak sıfatından kaynaklanan hak ve yükümlülüklerin vücut bulmasına değil, sadece payın ölçüsünün belirlenmesine hizmet edeceği sonucuna varılır.⁷⁶ Esas sermaye paylarının sayıları ve nominal değerleri, şirketteki oy hakkının, genel kurul toplantı ve karar yeter sayılarının, ayrılma, tasfiye ve kâr payının hesaplanması ve belirlenmesinde ölçü işlevine sahiptir.⁷⁷

TTK m. 580/1'e göre, "*limited şirketin esas sermayesi en az onbin Türk Lirasıdır*". Esas sermaye bu tutarın üzerinde belirlenebileceği gibi kuruluştan sonraki zamanlarda sermaye artırımını ile esas sermaye artırılıp azaltılabilir. Ancak, TTK m. 580/1'de yer alan tutarın altına TTK m. 592 hükmü gereği indirilemez.⁷⁸ Şirkete, ortakların kuruluş veya sonraki zamanlarda getirdikleri katılma (*esas sermaye*) payları, şirketin ekonomik faaliyetleri sonucunda şirket malvarlığını artırabileceği gibi azaltabilecek, bazı durumlarda ise negatif özkaynak değerleri dahi hesaplanabilecektir.⁷⁹ Ancak bu durumlarda dahi şirketin esas sermaye tutarları değişmeyecek, sermaye artırım ve azaltımları haricinde şirketin kâr veya zararından etkilenmeyecektir.

⁷³ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1643.

⁷⁴ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 747. TTK m. 583/1'e göre, "*esas sermaye payının en az nominal değeri 25,00 TL ve katları*" olarak belirlemiştir.

⁷⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 90.

⁷⁶ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 45-46. Limited şirkette ortağın esas sermaye payı, esas sermayenin üstlenilen kısmının tutarına göre belirlenir ve esasen sadece şirketin kayıtlarında (*ve ticaret sicilinde*) yer alan bir tutarı ifade eder. Hanife Öztürk Dirikkan, **Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005, s. 105.

⁷⁷ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1643; 6762 sayılı TTK'da "bir ortak = bir sermaye payı" ilkesinden 6012 sayılı TTK ile vazgeçilmiştir. Bu şekilde sermaye paylarına, payın devrinde, mirasçılar arasında paylaştırılmasında, payların üzerinde aynı hak tesisinde payların kısmen devrine, hazine olarak sağlanmıştır. Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1643.

⁷⁸ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 747.

⁷⁹ Şirketin finansal durum tablosunda yer alan yükümlülüklerin varlıklarına göre daha yüksek tutarda olduğu takdirde, şirket özkaynakları negatif bir değer taşıyacaktır. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 105 -dipnot 103-.

Bu nedenle esas sermaye payı sabit bir değeri ifade ederken, pay belirli bir zaman için ölçülebilen, ancak değişken bir değer oluşturacaktır. Bu yönüyle pay ile esas sermaye payı arasındaki ilişki açısından şu sonuçlara varılabilir:⁸⁰

- Payın itibari değerini belirleyen esas sermaye payı ile payın gerçek değeri sadece kuruluş sırasında birbirine eşittir.
- Şirket faaliyetine başladıktan sonra, payın değeri şirketin malvarlığı ile bağlantı içerisine girer ve sermaye payı ile doğrudan bağlantısı ortadan kalkar.

Esas sermayenin temsil ettiği malvarlığı şirket alacaklarının güvencesini oluşturacağı⁸¹ yönündeki hukuki kanaat, özkaynak değerlerinin negatif olması durumunda alacaklıların tam anlamı ile korunduğu anlamına gelmeyecektir.

Diğer taraftan pay, şirketin malvarlığı değeri ve şirkete ait işletmenin işleyişi ile de doğrudan ilişki içerisindedir. Şirket iyi ekonomik sonuçlar elde ettiğinde, ortaklar da bundan yararlanır (*kâr dağıtımı gibi*); tersine olumsuz ekonomik sonuçlar, ortakların şirketten talep edebilecekleri hususlarda azalmaya neden olur. Olumlu değişim çoğunlukla şirketin iyi idaresi ve kârlılığının artmasıyla gerçekleşir. Buna karşın olumsuz değişim de mümkündür. Burada özellikle gelecekte kâr beklentisinin olmaması payın değerini etkiler. Benzer şekilde şirketin zarar etmesi sonucu malvarlığında azalma ve buna bağlı olarak tasfiye payı miktarının düşmesi de mümkündür. Tüm bu durumlar payın değerinde olumsuz yönde değişiklik meydana getirir.⁸²

1.3. Limited Şirketlerde Ortaklık Hakkının Kazanılması ve Sona Ermesi

Diğer şirket türlerine benzer ve farklı özellikleri bulunan limited şirketlerin ortaklık yapısı, ortaklık hakkının kazanılması ve kaybedilmesi açısından şahıs ortaklığı, diğer taraftan ise sermaye şirketi özellikleri göstermektedir.

⁸⁰ Demirkapı, a.g.e., s. 46-47.

⁸¹ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1641b.

⁸² Demirkapı, a.g.e., s. 47.

Limited şirketlerde pay sahibinin esas sermaye payını devri, çıkma işlemi olarak görülmeyebilir. Özellikle şirket açısından bakıldığında, şirket için ortağın şahsında değişiklikten başka bir önemi bulunmamaktadır. Ancak, devri gerçekleşen esas sermaye payının sahibi açısından bakıldığında ise bir çıkma işlemidir. Ortaklık hakkının kazanılması ile çıkma ve çıkarılma dışında sona erme hallerine yer verilmiştir.

1.3.1. Limited Şirkette Ortaklık Hakkının Kazanılması

Limited şirkette ortaklık hakkının kazanılması, aşağıda yer alan aslen kazanma, devren kazanma, nakil yolu ile kazanma ve şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile kazanma olmak üzere dört şekilde gerçekleşebilir.

Ortaklık hakkının aslen kazanılması: Ortaklık sıfatını aslen kazanma, ortaklık hak ve sıfatının daha önceki bir aşamada hiçbir hak sahibinden devir ve nakil işlemi olmaksızın doğrudan “ilk el” olarak kazanılmasıdır.⁸³ Aslen kazanma, bir sermaye payının ilk kez edinilmesiyle gerçekleşir.⁸⁴ İlk kez edinilmeden kastedilen, bir payın öncesinde hiç var olmaması ve şirketin kurulması ile birlikte ilk pay sahibi tarafından edinilmesidir. Aslen kazanma hallerinde payın ve pay sahipliğinin oluşmasında, bu hususun ticaret siciline tescili gereklidir.⁸⁵ Aslen kazanma kuruluş esnasında, esas sermaye artırımında, birleşme ve tür değişikliklerinde oluşan sahipsiz payların kazanılmasıdır.⁸⁶

Ortaklık hakkının devren kazanılması: Sermaye payının devri, hak ve yükümlülükleriyle bir bütün teşkil eden hukuki bir ilişkinin devri veya bir bütün oluşturan hukuki bir münasebetin devri olarak nitelendirilebilir.⁸⁷ Devren kazanma, mevcut bir payın başkasına intikali şeklinde gerçekleşir.⁸⁸ Devren kazanmanın klasik ve

⁸³ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 768.

⁸⁴ Buket Sayın Önal, **Limited Şirketlerde Ortakların Sorumluluğu**, 3. Tıpkı Bası, Ankara, 2008, s. 29.

⁸⁵ Gözüyeşil, **a.g.e.**, s. 11; Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 768; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1660; Şükrü Yıldız, **Limited Şirketler Hukuku**, Arıkan Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 2007, s. 136.

⁸⁶ Önal, **a.g.e.**, s. 28; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1660; Gözüyeşil, **a.g.e.**, s. 11.

⁸⁷ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 202.

⁸⁸ Önal, **a.g.e.**, s. 28.

en sık karşılaşılan örneği pay devridir. Kural olarak limited şirket ortaklık payı devredilebilir nitelikte bir haktır.⁸⁹ Sermaye payının bütün olarak devredilmesi halinde devreden ortağın şirket ile hukuki ilişkisi sona ereceğinden ortak devir suretiyle şirketten çıkmış olur.

Limited şirketin kendisine ait esas sermaye paylarını iktisap etmesi, esas sermaye payına sahip ortak açısından payın devredilmesi anlamına gelmektedir.⁹⁰ Bu şekilde şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve bunları ortaklara veya üçüncü kişilere satması durumunda da devren kazanma söz konusu olacaktır. Pay, ortaktan şirkete devredildikten sonra şirket sermaye azaltımı yolu ile payları itfa etmediği sürece bu paylara ait bazı haklar donacaktır⁹¹ (TTK m. 389) ve paylar ortak veya üçüncü kişilere satılması durumunda paya bağlı haklar tekrar kullanılabilir.

Ortaklık hakkının nakil yolu ile kazanılması: Esas sermaye payının bir hukuki işlemle devri, tarafların devir noktasında birleşen iradeleri doğrultusunda gerçekleşmektedir. Bu işlemin de yazılı şekilde yapılması kanunun emridir. Bunun yanında kanun koyucu, bu şekil şartına uyulmaksızın esas sermaye payının devrine olanak verdiği istisnai bazı haller öngörmüştür. Bu haller; eşler arası mal rejimi hükümlerince, miras ve icra yoluyla ve mahkeme kararıyla gerçekleşen devirlerdir. Bu tür devirlerde özellik, payı devreden devre ilişkin rızası olmadığı gibi, devreden ile payı devralacak kişilerin, yani iki tarafın karşılıklı irade uyuşması da söz konusu değildir.⁹²

⁸⁹ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 768. Şirket sözleşmesinde aksi öngörülmemişse, esas sermaye payının devri için genel kurulun onayı şarttır. Bu durum payın devrini “*kanunen bağımlı*” hale getirmiştir. Bu şekilde bir taraftan limited şirketin “*şahıs şirketi*” niteliğinin korunması, diğer taraftan da şirket paylarının ticaret konusu olmaları önlenmek istenmiştir. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 768.

⁹⁰ Yıldız, **a.g.e.**, s. 149. Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ile ortağın şirkette başka bir payı kalmamış ise şirketten ayrılmış olacaktır.

⁹¹ Bu durum sadece şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yolu ile payın iktisabı veya ayrılma akçesinin ödenmesi durumunda değil, aynı zamanda TTK m. 642’ye göre ayrılan ortağın ayrılma akçesi “*kullanılabilir özkaynaklardan veya sermaye azaltım*” yolu ile ödenmesinde “*pay karşılığı ödeninceye kadar ortaklık mevki açık kalır, paya bağlı bütün haklar donar. Şirket tüzel kişiliği bu süre içerisinde paya ait ortaklık haklarından hiç birini kullanamaz, oy veremez, kâr alamaz*” İrfan Baştuğ, **Limited Şirkette Ortağın Çıkma ve Çıkarılması**, İzmir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Yayın No: 49, Ege Üniversitesi Matbaası, İzmir, 1966, s. 92.

⁹² Taşdelen, **a.g.e.**, s. 113; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1672.

Ortağın ölümü, ortaklık ilişkisinin sona erdiği hallerden biridir. Dolayısıyla, ortağın ölümünden sonra ondan geriye kalan esas sermaye payının mirasçılara naklinde, Türk Medeni Kanunu (TMK)’un miras hukuku hükümleri de TTK ile birlikte değerlendirilecektir. Ortaklık ilişkisini sona erdiren hallerden bir diğeri evlilik birliğinin sona ermesidir. Evliliğin sona ermesi, eşler arasındaki mal rejimini de sona erdirecektir. Evlilik sona erdikten sonra yasal mal rejimi ya da seçimlik mal rejimleri yine TMK hükümleri çerçevesinde değerlendirilecek, esas sermaye payının bu yol ile naklinde TTK m. 596 vd. hükümlerine başvurulacaktır.

Payın nakli hallerinden bir diğeri olan icra yoluyla nakilde de, haciz açısından İcra ve İflas Kanunu (İİK) hükümleri, hapis hakkının kullanılması, rehnedilmiş payın paraya çevrilmesi ve mirasın iradi şekilde paylaşılmaması sonucu payın satışına mahkemece karar verilmesi bakımından ise TMK hükümleri, TTK hükümleri ile birlikte uygulanacaktır.⁹³

Payı, “*miras, icra veya eşler arasındaki mal rejimlerine*” ilişkin hükümlere göre kazanan kişi, şirket yönünden uygun olmayabilir. TTK m. 596/2 bu nedenle şirkete, payı kazanan kişiyi reddetme yetkisini tanımıştır. Şirket, “*miras, icra veya eşler arasındaki mal rejimlerine*” göre payı edinen kişiyi reddederek süreci sona erdiremez. Madde gerekçesine göre, “*şirketin söz konusu kişiyi reddedebilmesi, yani ortak olarak kabul etmediğini bildirebilmesi için, ona payı gerçek değerinden almayı önermesi ve alacak kişiyi de göstermesi gerekir. Şirket kendisi alabileceği gibi ortağını veya üçüncü kişiyi de önerebilir.*” Payı, “*miras, icra veya eşler arasındaki mal rejimlerine*” ilişkin hükümlere göre veya icra yolundan biri ile kazanan kişi, TTK m. 596 kapsamında şirket tarafından reddedilmişse ve şirket paya isabet eden gerçek değeri teklif ederek payları şirketin kendisi, ortağı veya üçüncü bir kişi vasıtaıyla almışsa, ortaklıktan çıkarılmış olacaktır. Aksi durumlarda ise payı nakil yolu ile kazanarak şirket ortaklığına sahip olacaktır.

⁹³ Edip Katayıfçı, “*Limited Şirketlerde Ortaklık Sıfatının Kazanılması ve Kaybedilmesi*”, (Çevrimiçi: <http://altinokkatayifci.com/.yayinla/makaleler/limitedsirketlerde.ortakliksifatinin.kazanilmasivekaybedilmesi>., Erişim Tarihi: 04.04.2017).

1.3.2. Limited Şirkette Ortaklık Hakkının Çıkma ve Çıkarılma Dışında Sona Erme Nedenleri

Çalışmanın bu bölümünde, ortaklık hakkının çıkma ve çıkarılma halleri dışında sona erme nedenlerine yer verilecektir. Önceki bölümde yer verilen ortaklık hakkının devir ve nakil yolu ile kazanılmasında, taraflardan biri ortaklık hakkını kazanırken diğer taraf ortaklık hakkını kaybedeceğinden bu bölümde ayrıca yer verilmeyecektir.

Payın haczi ve satışı dolayısıyla ortaklık hakkının sona ermesi: Limited şirket esas sermaye payı üzerinde kurulan rehin hakkı, şirket esas sermaye payının malvarlıksal haklarını kapsamaktadır. Bu nedenle limited şirket payı üzerindeki rehin hakkının konusu bir ayni hak olup, burada mülkiyet değil ortaklık hakkı üzerinde kurulan rehin hakkı söz konusudur.⁹⁴

TMK’da açıkça yer almamakla birlikte rehnin amacı, belirli bir alacağı teminat altına almaktır. Rehin alacaklıya, muaccel olan alacağını tahsil edemeyince, rehin konusunu paraya çevirerek alacağını tahsil etme yetkisini vermektedir.⁹⁵

TTK m. 600/2’ye göre, “*şirket sözleşmesiyle, esas sermaye payı üzerinde rehin hakkı kurulması genel kurul onayına bağlanabilir. Bu halde geçişe ilişkin hükümler uygulanır. Genel kurul sadece haklı sebeplerin varlığı halinde rehin hakkı kurulmasına onay vermekten kaçınabilir*”. Maddeye göre limited şirket payı üzerinde rehin hakkı kurulması şirket sözleşmesiyle genel kurul onayına bağlanmamışsa, TMK m. 954 vd. hükümlerine göre rehnedilir. Şirket sözleşmesiyle pay rehni genel kurul onayına bağlanmışsa, bu durumda pay devrine ilişkin TTK m. 595 ila 598. maddeleri uyarınca esas sermaye payı rehnedilebilir. Esas sermaye payı üzerinde rehin hakkı kurulması, payın devrinden farklı olarak, rehin alacaklısına malvarlığı ve katılma hakları vermemekte, sadece cebri icra

⁹⁴ Ramazan Durgut, “*Limited Şirket Esas Sermaye Payı Üzerinde Rehin Hakkı Kurulması*”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, Sayı: 108, 2013, s. 126; Ayça Ögel, Limited Şirkette Ortaklık Payının Rehni, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010, s. 62-65.

⁹⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 127.

vasıtasıyla payın satılması, rehinli alacaklının alacağına satışla mütenasip bir şekilde kavuşması ve bu suretle şirketteki ortaklık durumunun değişmesine yol açmaktadır.⁹⁶

Rehin alacaklısının, alacağını zamanında tahsil edememesi durumunda rehin konusu esas sermaye payının, İİK hükümlerine göre paraya çevrilmesini talep etme hakkı vardır. Zira taşınır rehni de, alacak vesair haklar üzerindeki rehin de İİK m. 23 hükmüne göre, bu Kanun kapsamındadır. Dolayısıyla payın paraya çevrilmesi, İİK m. 145 vd. hükümlerine göre olmalıdır. Rehin konusu açık arttırmayla (istisna olarak İİK m. 119'daki hallerde pazarlık usulüyle) satılıp paraya çevrilecektir. İhaleyle birlikte pay veya pay senedinin eski sahibi bu sıfatını yitirecek, arttırmada en yüksek bedeli veren kişi, yazılı şekle tabi devir işlemi gerektirmeksizin, ihaleyle esas sermaye payını doğrudan doğruya kazanacaktır. Pay sahipliği sıfatının kazanılması, eski pay sahibinin veya şirketin herhangi bir eylemi olmadan gerçekleşmektedir.⁹⁷

Şirketin sona ermesi ve tasfiyesi ile ortaklık hakkının sona ermesi: TTK m. 636'da limited şirketin hangi sebeplerle sona ereceği belirtilmiştir. Bu sebepler;⁹⁸

- Şirket sözleşmesinde öngörülen “*şirketin belirli bir süre için devam edeceği, süre sonunda sona ereceği veya sözleşmeye dayalı fesih hakkının bulunması gibi*” sona erme sebeplerinden birinin gerçekleşmesi,
- Genel kurulun “*TTK 621/1'deki nitelikli çoğunluğun sağlanması durumunda aldığı*” karar,
- “*İflas ve borca batıklık durumlarında*” iflasın açılması,
- “*Şirketin kurulmasında kanun hükümlerine aykırı hareket edilmesi (TTK m. 644/1-f'den atfen TTK m. 353'e göre) veya şirketin hukuka veya ahlaka aykırı amaç gütmesi ya da kamu düzenine veya işletme konusuna aykırı işlemlerde bulunması*” gibi Kanunda öngörülen diğer sona erme hâlleri,
- Kanunen zorunlu olan organların eksikliği veya genel kurulun toplanamaması veya

⁹⁶ Durgut, *a.g.m.*, s. 126.

⁹⁷ Taşdelen, *a.g.e.*, s. 128-129.

⁹⁸ Şener, *a.g.e.*, s. 935-1019; Tekinalp, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, N 19-38. TTK m. 636'da limited şirketleri sona erdiren “*özel sebepler*”, organların eksikliği ve haklı sebeplerle fesih olmak üzere iki şekilde yer almıştır.

- Haklı sebeple fesih davası sonucunda şirketin feshine karar verilmesi ile

limited şirket tasfiyeye girecek, tasfiye sonucunda limited şirket tamamen ortadan kalkacağından, ortağın şirketteki ortaklık hakkı da son bulacaktır.

TTK m. 636'ya göre, *“limited şirketler şirket sözleşmesinde öngörülen sona erme sebeplerinden birinin gerçekleşmesi, genel kurul kararı, iflasın açılması ve Kanunda öngörülen diğer sona erme hallerinde sona erer”*. Şirket sözleşmesine, ortaklık süresinin sona ermesi, işletme amacının gerçekleşmesi veya amacın gerçekleşmesinin imkânsız hale gelmesi, bir ortağın ölümü gibi hallerde şirketin sona ereceğine dair hükümler eklenebilir.⁹⁹

TTK m. 621'e göre de, *“limited şirket genel kurulu, şirketin sona ermesine (feshine) karar verebilir. Ancak, genel kurulca şirketin feshine karar verilebilmesi için, temsil edilen oyların en az üçte ikisinin ve oy hakkı bulunan esas sermayenin tamamının salt çoğunluğunun bir arada bulunması gerekir”*. Limited şirket, TTK m. 636'de yer verilmeyen, ancak TTK'nın diğer maddelerinde öngörülen hâllerde de sona erer. Örneğin, birleşmede, TTK m. 152/3'e göre, *“birleşmenin ticaret siciline tescili ile birlikte, devrolunan şirket infisah eder”* veya bölünmede TTK m. 179/3'e göre, *“tam bölünme halinde devreden şirket ticaret siciline tescil ile birlikte infisah eder”*.¹⁰⁰

Tasfiye, sona ermenin doğal bir sonucudur. Tasfiye süreci ile şirketin mal varlığının paraya çevrilmesi, borçların ödenmesi ve alacakların tahsil edilmesi neticesinde pozitif bir bakiye bulunması durumunda bu tutar tasfiye hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılması ve son aşamada şirketin ticaret unvanının sicilden silinmesi ile tüzel kişilikleri son bulur.¹⁰¹

⁹⁹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1648b.

¹⁰⁰ Limited şirket birleşme ve tam bölünme ile infisah eder, tür değiştirme ile başka bir ticaret şirketine dönüşür. Her üç halde de limited şirket sona erer. Tekinalp, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, N 19-38. Bu durumlarda ortağın, ortaklık hakkının sona ermesi için alınan kararlara muhalefet ederek şirketten ayrılması gerekir.

¹⁰¹ Özlem Arabacı, Feriştah Sönmez, *“6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunundaki Anonim ve Limited Şirketlerin Tasfiyesine İlişkin Düzenlemeler, Getirilen Yenilikler ile Örnek Muhasebe Uygulaması”*, **İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası (İSMMMO) Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 124, Temmuz-Ağustos 2014, s. 42.

TTK’da limited şirketin tasfiyesi için ayrı hükümler öngörülmemiş, anonim şirketin tasfiyesine ilişkin hükümlere atıfta bulunulmuştur. Zira bu konuda, TTK m. 636/5’te, “sona ermenin sonuçlarına anonim şirketlere ilişkin hükümler uygulanır”, TTK m. 643’de ise, “tasfiye usulü ile tasfiyede şirket organlarının yetkileri hakkında anonim şirketlere ilişkin hükümler uygulanır” hükümlerine yer verilmiştir.¹⁰²

İnfisah eden şirketin tasfiye haline girmesi asıldır (TTK m. 533/1). Ancak TTK, bazı özel hallerde bu ilkeden ayrılmayı uygun görmüştür. TTK m. 533/1’de, “sona eren şirket tasfiye haline girer; kanundaki istisnalar saklıdır” ifadesi ile limited şirketin diğer bir şirketle devralma veya yeni kuruluş yoluyla birleşmesi veya bir anonim şirkete veya kooperatife dönüştürülmesi durumlarında tasfiye gerçekleşmeyecek ve bu nedenle tasfiye hükümleri uygulanmayacaktır. Birleşme ve dönüşme durumlarında bir bütün olarak şirket malvarlığı intikali söz konusu olduğundan bu durum tasfiyesiz sona erme halleri olarak tanımlanmaktadır.¹⁰³

Limited şirketin sona ermesiyle birlikte ortakların ortaklık ilişkisi içine girecekleri bir hukuki varlık kalmadığından ortaklık sıfatı da sona erecektir.¹⁰⁴

1.4. Limited Şirketlerde Münferit ve Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması

Halka açık olmayan şirketler (*close corporation*), payları küçük bir pay sahibi grubunun elinde bulunan ve halka arz edilmeyen, genelde yönetici, çalışan ve pay sahiplerinin aynı kişiler olduğu şirketlerdir.¹⁰⁵ Çoğunluk pay sahipleri, şirket paylarının çoğunluğunu ve genel kurulda oy haklarını elinde bulunduran pay sahipleri, azınlık pay sahipleri ise yönetime katılma ve kontrol yetkisi olmayan pay sahipleridir.¹⁰⁶

¹⁰² Arabacı, Sönmez, *a.g.m.*, s. 55.

¹⁰³ Pulaşlı, *a.g.e.*, s. 637.

¹⁰⁴ Gözüyeşil, *a.g.e.*, s. 49.

¹⁰⁵ Miller, *a.g.m.*, p. 383.

¹⁰⁶ Paull P. De Vries, *Exit Rights of Minority Shareholders in a Private Limited Company*, Kluwer, Deventer, 2010, p. 2.

Limited şirkette temel ilke, çoğunluk sistemi ile yönetilmesidir. Bu ilke gereğince, genel kurulda yasal çoğunluk tarafından alınan kararlar, oy verme işlemine katılmayan veya katılıp da olumsuz veya çekimser oy kullanan ortakları da bağlar. Şirketin ekonomik ve diğer faaliyetleri çoğunluk tarafından alınacak kararlar ile belirlenir.¹⁰⁷

Oy hakkı kontrolü, bir şirkette payların çoğunu elde tutmanın bir sonucuysa da, bazı durumlarda bir pay sahibinin sermayenin % 50'sinden fazlasına sahip olmasını gerektirmez.¹⁰⁸ Çoğunluk paysahipliği, orantısız (*imtiyazlı*) oy hakkı bulunan paylar ya da kendisine daha fazla kontrol hakkı veren pay sahipliği anlaşmaları ile de sağlanabilir.¹⁰⁹

Bir veya birden fazla ortağın bir araya gelerek şirket sermayesinin % 50'sinden fazlasına sahip olması ile ortaklık bazında nispeten fazla paya sahip ortak veya ortaklara göre yönetimi ele geçirme imkânı da sağlanabilir.

Halka açık olmayan şirketlerde genelde azınlık pay sahipleri daha savunmasız olup daha çok suiistimale uğramaktadır.¹¹⁰ Bunun bir nedeni azınlık pay sahibi ortakların işletme

¹⁰⁷ Özge Ayan, **Limited Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Genel Kurulu Toplantıya Çağırma, Gündeme Madde Eklenmesini İsteme ve Sorumluluk Davası Açma Hakları**, Güncel Hukuk Yayınları, İzmir, 2004, s. 3.

¹⁰⁸ De Vries, **a.g.e.**, p. 2.

¹⁰⁹ Elena Vassileva, "Should There Be A Single Rule For Withdrawal Of Shareholders In The SPE Statute To Secure The Establishment Of A Uniform European Instrument?", (Çevrimiçi: <http://arno.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=498469>, Erişim Tarihi: 06.05.2017), 2013, p. 4. Limited şirkette oy hakkı kural olarak TTK m. 618/f.1'e göre belirlenmektedir. Buna göre, "Ortakların oy hakkı esas sermaye paylarının itibarî değerine göre hesaplanır. Şirket sözleşmesinde daha yüksek bir tutar öngörülmemişse her yirmibeş Türk Lirası bir oy hakkı verir. Ancak şirket sözleşmesi ile birden fazla paya sahip ortaklara tanınacak oy hakkı sınırlandırılabilir. Ortak en az bir oy hakkını haizdir. Şirket sözleşmesinde açıkça düzenlenmişse yazılı oy da verilebilir". Bu hükümde, oy hakkının itibarî değere göre hesaplanması öngörülmüştür. Ancak her ortağın en az bir oy hakkına sahip olması şartıyla, birden çok paya sahip ortak ya da ortakların oy hakkının sınırlandırılmasına izin verilmiştir. Hülya Coştan, "Limited Şirkette Oyda İmtiyazlı (!) Paylar ve İmtiyazlı Paylar", **Ankara Barosu Dergisi**, Sayı: 4, 2012, s. 80.

¹¹⁰ De Vries, **a.g.e.**, p. 3. Suiistimale uğramanın temel sebebi, azınlıkta yer alan pay sahiplerinin şirket faaliyetleri hakkındaki yetersiz bilgiye sahip olmalarından kaynaklanabilir. Yönetim gücünü elinde bulunduran ortaklar tarafından şirket kaynaklarını kendi çıkarları için kullanmaları ve bu durumun muhasebe sistemi dışına çıkartılması durumunda, azınlık pay sahiplerinin bu durumu bilmeleri için ayrıca bir denetçiye ihtiyaç duymalarını da beraberinde getirecektir. Çoğunluk pay sahipleri tarafından şirket aktifine bulunan varlıkların özel işlerde kullanılması, şirkete mal ve hizmet satın alınmasında veya şirket çıktılarının satışında emsallere uygunluk açısından düşük veya yüksek tutarlı fiyatlandırmalar ile kârın şirket dışına aktarılması durumları ancak azınlık pay sahiplerinin bilgi edinme hakkı kapsamında şirkete yapılacak özel bir denetim sonucunda ortaya çıkabilecektir.

yönetiminde yer almamaları, diğeri de halka açık olmayan şirketlerde payların devredilememesi özelliklerinden kaynaklanmaktadır.¹¹¹ Özellikle diğerk ortak ve yöneticiler ile aralarında ihtilaf bulunan azınlık pay sahipleri, paylarını devredemedikleri için, şirkette sıkışıp kalmakta -şirketteki yatırımları kilitlenmekte- ve çoğunluk pay sahiplerinin olumsuz tutumlarına maruz kalmaktadırlar.¹¹²

Azınlık pay sahiplerinin korunmasının, oy hakları ve şirketteki sermayeleri ile orantılı olması yönünde kuramsal bir varsayım vardır. Azınlık pay sahiplerini daha zayıf bir duruma sokan ve nispeten daha fazla oy hakkı olan pay sahipleri için potansiyel suiistimale uğratma eğilimi yaratan oransal korumanın temeli bu varsayımdır.¹¹³

Azınlık pay sahiplerinin paylarının, karar almaya yetmeyecek nitelikteki oy hakları nedeniyle şirket dışındaki yatırımcılara cazip gelmemektedir. Dolayısıyla azınlık pay sahiplerine ait paylarının potansiyel alıcıları, genelde şirketin kendisi ya da diğerk pay sahipleri olmaktadır. Azınlık pay sahiplerinin şirket ve şirketin faaliyetleri hakkında çoğunluk pay sahipleri kadar bilgileri¹¹⁴ ve bu pay sahiplerinin paylarını elden çıkartmada pazarlık güçleri olmadığından, paylarının gerçek değeri üzerinden bir fiyat elde etme imkânları bulunmayacaktır. Azınlık pay sahiplerinin daha etkin bir şekilde korunması, halka açık olmayan şirketlere sermaye yatırımını çekmeye, şirket için finansman maliyetini düşürmeye ve şirketin ekonomik gelişimine yardımcı olacaktır.¹¹⁵

Sermaye şirketlerinde, sermayenin çoğunluğuna sahip ortakların, şirketi diledikleri gibi yönetmelerinin ve bu gücü kötüye kullanmalarının önüne geçmek için daha az paya sahip olan ortaklara bazı haklar tanınmıştır. Azınlık olarak nitelenen pay sahipleri, kendilerine tanınan bu haklarla şirketin denetim ve yönetiminde önemli etkiye sahip

¹¹¹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 4.

¹¹² Miller, *a.g.m.*, p. 383.

¹¹³ Jan Andersson, “*Minority Shareholder Protection In SMEs: A Question Ex Postand Bargaining Power Ex Ante?*”, in Neville & Karsten Engsin Sorensen, eds, *Company Law and SMEs*, Thomson Reuters, 2010, p. 192, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/so3/papers.cfm?abstract_id=1716828., Erişim Tarihi: 04.05.2017).

¹¹⁴ Yönetici çoğunluk pay sahipleri, azınlık pay sahipleri bilgisi dışında, şirket varlık ve kârlarını şirket dışına transfer edebildiği durumlar alanyazınında “*tunelling*” olarak ifade edilmektedir. De Vries, *a.g.e.*, p. 4.

¹¹⁵ Vassileva, *a.g.m.*, p. 5.

olabilmektedir.¹¹⁶ Şirketler hukukunda pay sahiplerini korumayı amaçlayan çeşitli kurallar bulunmaktadır. Bunlar, suiistimali önlemek ve yönetim maliyetlerini (*agency costs*) düşürmek için kullanılan önleyici yöntemler ile zarar gören tarafı gözeten ve zarar vereni sorumlu tutan olay sonrası yaptırımları olarak ikiye ayrılabilir. Çıkma hakları ikinci gruba girmektedir. Çıkma haklarını etkili bir koruma kaynağı yapan, bu hakların genişliği yani, eğer verilirse pay sahibinin şirketi terk edebilmesi ve şirketle ilgili bütün bağları koparabilmesidir. Çıkma hakkının, pay sahiplerine tanınması, pay sahibinin içinde bulunduğu şirketteki sıkışmışlık (*kilitlenme*) durumdan kurtulabilmesine yardımcı olacaktır. Çıkma hakları ile ilgili diğer olay sonrası yaptırımlar ile kıyaslandığında, olay sonrası yaptırımların zayıf noktası, cezalandırma isteyen pay sahibinin durumunun hemen hemen aynı kalması ve aynı suiistimallerin tekrarlanmaması için bu yaptırımların yeteri kadar güven verici olmamasıdır.¹¹⁷

Teoride çıkma haklarından bütün pay sahipleri yararlanabilir. Bununla beraber daha zayıf pazarlık güçleri nedeniyle azınlık pay sahipleri, bu hakkı kullanmaya daha çok gerek duymaktadırlar. Çıkma hakları genellikle bir kontrol suiistimali olduğunda yürürlüğe girmektedir. Şirkette, oy gücünü elde tutmanın çeşitli yolları bulunmasına rağmen, payların çoğunluğunu elde tutmak bir ön gerekliliktir.¹¹⁸

Çoğunluk pay sahibi, karar alma sürecinde etkisiz kalabileceği bir duruma düşmesi oldukça düşük ihtimal olduğundan ayrılma/terk hakları genelde azınlık pay sahiplerini koruma amaçlıdır.

Menfaat ihlalleri en yoğun olarak pay sahipleri arasında gerçekleşmektedir. Pay sahiplerinin korunan menfaatleri, diğer bir ifade ile hak sahibi kriteri bakımından ortaksal

¹¹⁶ Yıldız, **a.g.e.**, s. 183.

¹¹⁷ Vassileva, *a.g.m.*, p. 5; De Vries, **a.g.e.**, p. 3.

¹¹⁸ De Vries, **a.g.e.**, p. 197.

haklar; münferit pay sahibi, azınlık (azlık)¹¹⁹ hakları ve çoğunluk pay sahipleri olmak üzere üçe ayrılır.¹²⁰

Her pay sahibi grubuna, menfaatlerini korumak amacıyla çeşitli haklar tanınmıştır. Bu kapsamda münferit pay sahiplerine bireysel haklar, azınlık pay sahiplerine azınlık hakları, çoğunluk pay sahiplerine ise çoğunluk ilkesinin getirmiş olduğu haklar verilmiştir. Bu sayede pay sahiplerinin menfaatlerinin hem birbirlerine hem de diğer menfaat sahiplerine karşı korunmaları amaçlanmıştır.¹²¹

1.4.1. Limited Şirketlerde Münferit Pay Sahipliği Hakları

Bir sermaye ortaklığı olan limited şirkette, diğer sermaye şirketlerinde olduğu gibi çoğunluk ilkesi geçerlidir. Hem malvarlıksal hem de yönetsel hakların ölçüsü, ortağın şirkete getirmiş olduğu katılma payıyla doğru orantılıdır. Bu çerçevede, bir ortak ne kadar çok şirket sermayesine katılmışsa, o oranda şirket kazancından pay alabileceği gibi, şirket genel kurulunda daha fazla oy hakkına sahip olur.¹²² Ayrıca şirket yönetici ve denetçileri de genel kurulda çoğunluğu oluşturan ortaklar tarafından belirlenir.¹²³

¹¹⁹ TTK'da azlık ve azınlık kavramları birbirinin yerine kullanılmıştır. TTK'da azlık kavramını belirtmek üzere, bazı maddelerde (TTK m. 208, 360, 411, 486) "azlık", bazı maddelerde ise (TTK m. 155) "azınlık" kavramı kullanılmıştır. Alanyazınında bazı yazarlar "azlık", bazı yazarlar ise "azınlık" kavramını kullanmışlardır. Yılmaz Yördem, "Anonim Ortaklıklarda Ticaret Kanunundan Kaynaklanan Azınlık Hakları", **Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı: 8-11, Kasım-Aralık 2003, s. 176-177; Selin Sert Canpolat, "Anonim Ortaklıklarda Azınlık Haklarının İncelenmesi", **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, Sayı: 74, 2008, s. 159; Halime Barut, "6762 ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunlarında Anonim Ortaklıklarda Azınlık Hakları", **Türkiye Adalet Akademisi Dergisi**, Cilt: 1, Yıl: 3, Sayı: 8, Ocak 2012, s. 145.

¹²⁰ Aytekin Çelik, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, 4. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2016, s. 42. Diğer bir ayrıma göre "hakkın sahibi kriteri"ne göre ortaklık hakları; bireysel haklar, azınlık hakları ve grup hakları olmak üzere üçe ayrılır. Grup hakları, limited şirkette ortakların bir kısmına şirket içerisinde özel konum sağlayan haklardır. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 48. Çoğunluk haklarından farklı olarak, çoğunluğu elinde bulundurmasa dahi belirli pay sahipliğine farklı imtiyazlar da tanınabilir.

¹²¹ Çelik, **a.g.e.**, s. 42.

¹²² TTK m. 618 gerekçesine göre, "bir ortak=bir pay düzenlemesinin geçerli olup olmayacağı, somut olayın özelliklerine göre belirlenir. Oransallık (pro rata) yönteminden sapılması halinde birinci fıkranın son cümlesi, oyda imtiyazı sınırlayan bir kuralı koymuştur. Hüküm, payların itibarı değerleri farklılaştırılarak imtiyaz tanınması varsayımını düzenlemektedir. Buna göre, en küçük itibarı değere sahip esas sermaye paylarının itibarı değeri, diğer esas sermaye paylarının itibarı değerlerinin en az onda biri kadar olabilir."

¹²³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 37. Diğer taraftan 6102 sayılı TTK ile esas sermaye payına anonim şirketlere benzer imtiyazlar tanınmıştır. Esas sermaye payının oransal haklarının yanında imtiyazlı paylara diğer paylara göre üstün bir hak tanınmıştır. "İmtiyaz; kâr payı, tasfiye payı ve oy hakkı gibi haklarda paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır." TTK m. 621/f.1/b'de "oyda

Limited şirketlerde ortak amacı gerçekleştirmek üzere sermayeleri ile bir araya gelen ortakların, menfaatlerinin korunması gerekmektedir. Şirketin ulaşmak istediği ortak amaç çerçevesinde ortakların da menfaatlerinin ihlal edildiği durumlarda, bu menfaat ihlallerinin çözüm yoluna gidilmesi gerekir. Ancak menfaat dengesinin sağlanması anlayışı, bir hakkın diğerine üstünlüğü veya yeğ tutulması yahut bir tarafın menfaatinin diğerinden daha önemli olması anlamına gelmemektedir.¹²⁴

Bireysel haklar (*münferit pay sahipliği hakları*) ortaklık sıfatından kaynaklanan haklardır. Bu hakları, her ortak tek başına kullanabilir. Ortaklar, bu haklarını çoğunluğun kararlarına bağlı kalmaksızın serbestçe kullanabilirler.¹²⁵ Bireysel haklar için, belirli bir sermaye payına sahip olmaya gerek olmadığı gibi, belirli bir itibari değerdeki paya sahip olma zorunluluğu da bulunmamaktadır. Bireysel haklar ve bununla bağlantılı her ortağın dava hakkına sahip olması, bir taraftan ortaklara güçlü bir koruma sağlarken diğer taraftan dava açma hakkının kötüye kullanılması riskini beraberinde getirmektedir.¹²⁶

Çoğunluk gücü karşısında münferit pay sahiplerinin korunması amacıyla pay sahiplerine sırf bu sıfatlarından kaynaklanan birtakım haklar tanınmıştır. Bireysel haklar olarak ifade edilen bu hakların kullanılabilmesi için hiçbir organın veya kişinin onayı gerekmediği gibi pay sahiplerinin azlık veya çoğunluk oluşturmaları da gerekli değildir. Pay sahiplerinin çoğunluk gücü karşısında bireysel haklarla korunabilmesi için, bu hakların kolay kullanılabilir ve sonuç alınabilecek bir şekilde düzenlenmiş olması gerekmektedir.¹²⁷

imtiyazlı esas sermaye paylarının öngörülmesi, önemli karar” olarak nitelendirilmiştir. TTK m. 618’in gerekçesinde de “... oy hakkı ve oy hakkının hesaplanması itibari değer bağlamında düzenlenmiştir. Ayrıca oy hakkının esas sözleşme ile sınırlandırılmasına, dolayısıyla oyda imtiyaza da müsaade edilmiştir. Limited şirkette imtiyazların kapsamı, sınırı ve imtiyazlı pay çıkarılmasının hangi kurallara tabi olacağı ayrı bir başlık altında düzenlenmemiştir. Limited şirkete uygulanacak anonim şirket hükümlerine yapılan atıflar arasında da anonim şirkette imtiyazlı payları ve imtiyazlı paysahipleri özel kurulunu düzenleyen hükümlere” yer verilmemiştir. Coştan, a.g.m., s. 87.

¹²⁴ Serdar Karababa, **Anonim Ortaklıkta Satın Alma ve Çıkarma Hakları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, Nisan 2016, s. 68.

¹²⁵ Ayan, **Limited Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Genel Kurulu Toplantıya Çağırma, Gündeme Madde Eklenmesini İsteme ve Sorumluluk Davası Açma Hakları**, s. 6-7.

¹²⁶ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 48.

¹²⁷ Çelik, **a.g.e.**, s. 48-49.

Münferit pay sahiplerine tanınan hakların büyük bir kısmı müktesep haklar niteliğindedir. Bu hakların kullanılabilmesi için de genel kurul veya yönetim kurulu kararına ihtiyaç yoktur. Müktesep hak niteliğindeki bireysel hakların en önemli özelliği pay sahibinin rızası dışında değiştirilebilmesinin mümkün olmamasıdır. Ancak pay sahipleri müktesep hakların değiştirilmesine açık veya örtülü bir şekillerde rıza gösterebilirler. Kural olarak pay sahipleri müktesep haklarından vazgeçmeleri mümkündür. Kanunda sayılan müktesep haklar sınırlı değildir. Esas sözleşme ile pay sahiplerine birtakım müktesep hakların tanınması mümkündür. Bireysel hakların başlıca örnekleri şunlardır:¹²⁸

- Genel kurula katılma hakkı,
- Genel kurulda oy kullanma hakkı,
- Genel kurul kararlarına karşı iptal davası açma hakkı,
- Yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler aleyhine sorumluluk davası açma hakkı,
- Bilgi alma ve inceleme hakkı (TTK m. 614),
- Kâr payı talep etme hakkı,
- Tasfiye payına katılma hakkıdır.

Pay sahiplerine 6102 sayılı TTK ile 6762 sayılı TTK’da düzenlenmeyen birtakım haklar da tanınmıştır. Bu haklar şu şekilde sıralanabilir:

- Pay sahipliğinden çıkma hakkı (TTK m. 141, 155/2-a, 202/2)
- Özel denetim isteme hakkı (TTK m.438),
- Eşit işlemi isteme hakkı (TTK m.357),
- Birleşme, bölünme, tür değiştirmede ortaklık payının ve haklarının veya ayrılma karşılığının uygun olmaması halinde denkleştirme talebi davası açma hakkı (TTK m. 191),
- Birleşme, bölünme, tür değiştirmenin iptali davası açma hakkı (TTK m.192),
- Birleşme, bölünme, tür değiştirmede sorumluluk davası açma hakkı (TTK m. 193),

¹²⁸ Çelik, a.g.e., s. 49-52.

- Hâkimiyetin kötüye kullanılması halinde yönetim kuruluna sorumluluk davası ve alacaklıların davasına müdahale hakkı (TTK m. 202),
- Tam hâkimiyette uyulması gereken talimatlara uyan pay sahibine sorumluluk davası (TTK m. 204, 205),
- Denetçi atanması davası açma hakkı (TTK m. 399/6),
- Kâr payı avansı talep etme hakkı (TTK m. 644/1-b ve m. 509),
- Kanuni şartlara uygun tasfiye memuru seçimi talebini içeren dava açma hakkı (TTK m. 537).

Yukarıda yer alan hakların bir kısmı TTK’da yer alan tüm şirket türlerini kapsamakta, bir kısmı ise sermaye şirketleri için ortak bazı düzenlemelerden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan limited şirket ortaklarına münhasır bireysel haklar ise şu şekilde sıralanabilir:

- Haklı sebeple şirketin feshi davası (TTK m. 636/3),
- Çıkma hakkı (TTK m. 638/1),
- Haklı sebeple çıkma (TTK m. 638/2),
- Çıkmaya katılma (TTK m. 639/2-a),
- Haklı sebepler dolayısıyla çıkma davasına katılma (TTK m. 639/2-b),
- Çıkarma kararına karşı iptal davası açma (TTK m. 640/2).

1.4.2. Limited Şirketlerde Azınlık Pay Sahipliği Hakları

TTK’da limited şirketlerde azınlık haklarını düzenleyen genel bir hüküm yoktur. Kanun’un çeşitli hükümlerinde doğrudan doğruya ya da atıf yoluyla bazı azınlık hakları düzenlenmiştir.¹²⁹ Şahıs ortaklıklarında, “ortaklardan her biri, ayrı ayrı şirketi yönetme hakkına ve görevine sahiptir. Ancak, şirket sözleşmesiyle veya ortakların çoğunluğunun kararıyla yönetim işleri ortaklardan birine, birkaçına veya tümüne verilebilir” (TTK m. 218). TTK m. 220’de ise, “yönetim işleri, şirket sözleşmesi yapıldıktan sonra alınan bir kararla bir ortağa verilmişse o ortak, ortakların çoğunluğunun kararıyla görevden alınabilir. Çoğunluk elde edilemediği takdirde, yönetim işlerine bakan ortağın şirket

¹²⁹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, N 1690a.

sözleşmesini ihlal ettiği veya olayda haklı sebep bulunduğu iddiasıyla, her ortak ilgili yönetici ortağın görevden alınması için mahkemeye başvurabilir”.

Şahıs ortaklıklarında, ortakların kullanabileceği diğer bir hak ise, denetim hakkıdır. TTK m. 225 gereğince yönetim hakkına haiz olsun olmasın bütün ortaklar denetim hakkına sahiptirler. Denetleme hakkı, ortakların, ortaklık işlemlerini ve yöneticilerin faaliyetleri hakkında bilgi edinmelerini sağlamaktadır. Bu hak sözleşme ile sınırlandırılmaz.¹³⁰ Şahıs ortaklıklarında, sermaye şirketlerinde azınlık pay sahiplerine tanınan haklar bulunmamaktadır.

Sermaye şirketlerinde çoğunluk yönetim kurulunda kişi sayısına, genel kurulda ise sermaye miktarına göre oluşmaktadır. Ticari faaliyetler, kararların süratle alınmasını ve uygulanmasını gerektirdiğinden, çoğunluk ilkesinden vazgeçilerek, genel kurul kararlarının alınmasının oybirliğine bağlanması, şirket işlemlerinin kilitlenmesine yol açacaktır. Bu nedenle hemen her hukuk sisteminde, genel kurulda karar alınması için mutlak çoğunluk yeterli görülmuş, ağırlaştırılmış toplantı ve karar yeter sayısı ya da oybirliği, ancak çok özel ve ayrık durumlarda söz konusu olmuştur.¹³¹

Azınlık hakları kavramı, azınlığın haklarını korumak ve azınlık ile çoğunluk arasında çıkabilecek menfaat anlaşmazlıklarını bağdaştırmak amacı ile azınlığın tek yanlı irade açıklaması ile ve kural gereği yöneltildiği organın onayına gerek olmaksızın kullanılabilen ve hakkın kötüye kullanılmaması denetimine bağlı olarak kullanılabilen talep hakları şeklinde tanımlanmaktadır.¹³² Azınlık, şirket sözleşmesinde aksi öngörülmediği sürece,¹³³ TTK m. 411/1’e göre, “*sermayenin en az onda birini, halka açık şirketlerde yirmide birini oluşturan pay sahipleri*” olarak tanımlanmıştır. Madde’de halka açık olup olmama açısından farklı azınlık oranları belirlenmiştir. Bu oranlardaki

¹³⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 262.

¹³¹ Barut, *a.g.m.*, s. 142-143.

¹³² Yördem, *a.g.m.*, s. 176-177; Canpolat, *a.g.m.*, s. 160.

¹³³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 48. Şirket esas sözleşmesi ile sermayenin onda birinden daha az sermayeye sahip ortakların azınlık haklarını kullanabileceği düzenlenebilir. Ayan, **Limited Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Genel Kurulu Toplantıya Çağırma, Gündeme Madde Eklenmesini İsteme ve Sorumluluk Davası Açma Hakları**, s. 9.

paya tek başına sahip olan pay sahibi, azınlık haklarını da tek başına kullanabilmektedir.¹³⁴

Azınlık hakları, münferit pay sahiplerinin haklarının korunmasında tamamlayıcı bir rol oynamaktadır. Azınlık hakları konusunda tek paya sahip değil de belirli bir oranı temsil eden pay sahiplerinin iradesine üstünlük tanınmasının sebebi, bazı hakların kullanılmasının tek bir pay sahibinin iradesine bırakılmasının uygun görülmemesidir. Esas sermaye payının belirli bir oranını temsil eden pay sahiplerinin bazı konularda sahip oldukları bu haklar, azınlık hakları olarak ifade edilmektedir.

Azınlık haklarına ilişkin düzenleme yapılmasının en önemli amacı, çoğunluk ilkesinin büyük pay sahipleri tarafından sınırsız bir şekilde kullanılarak pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesini engellemektir. Azınlık hakları, sermaye şirketlerinde pay sahiplerine tanınan koruyucu haklar olarak tanımlanan haklar içerisinde yer almaktadır. Azınlık hakları bazen bir karar şeklinde genel kurulda, bazen de şirkete veya mahkemeye başvurularak kullanılabilir.¹³⁵

Çoğunluğa karar alma ve uygulama yetkisinin tanınmış olması, bu yetkinin iyiniyet kurallarına aykırı bir biçimde, çoğunluk menfaatleri doğrultusunda kullanılacağı anlamına gelmemektedir. Ancak, her hal ve şartta çoğunluğun bu kurala kendiliğinden uyacağını düşünmek yanlış olabilir. Aksine, genel kurulda çoğunluğu ve dolayısıyla ortaklık yönetimini ele geçirenlerin, topluluk menfaatlerini ihlâl ettikleri veya bu menfaatleri kendilerine paravan ederek şahsi menfaatlerini ön planda tuttıkları görülebilmektedir. Özellikle, halka açık anonim şirketlerde kâr etme amacı güden küçük yatırımcıların mağdur olmamaları bakımından, çoğunluk ilkesi söz konusu sakıncaları önleyici birtakım tedbirler ile uygulanmalıdır.¹³⁶

¹³⁴ Şener, **a.g.e.**, s. 537-538; Barut, *a.g.m.*, s. 145; Yördem, *a.g.m.*, s. 17.

¹³⁵ Çelik, **a.g.e.**, s. 56.

¹³⁶ Barut, *a.g.m.*, s. 142-143.

TTK'nın limited şirket ile ilgili maddelerinden bir kısmında, anonim şirket hükümlerine doğrudan atıf yapılmaktadır.¹³⁷ Anonim şirket genel kuruluna ilişkin hükümlere atfın yapıldığı, TTK m. 617/3'te, *“toplantıya çağrı, azlığın çağrı ve öneri hakkı, gündem, öneriler, çağrısız genel kurul, hazırlık önlemleri, tutanak, yetkisiz katılma gibi konularda”* anonim şirketlere ilişkin hükümlerin uygulanacağı¹³⁸ yer almaktadır.

Azınlıkta bulunan pay sahiplerinin şirketin yatırım, yönetim ve diğer karar alma mekanizmalarında göreceli etkinsizlikleri bulunmaktadır. Mesela, olumlu azınlık hakları içerisinde yer alan gündeme madde konulması, toplantıya davet ve özel denetçi atanması hallerinde son kararı verecek olan genel kurul, çoğunluğu oluşturan pay sahiplerinin görüşleri doğrultusunda karar verebilecektir.

1.5. Ortaklar Arasındaki Anlaşmazlıklar ve Ortağın Şirketten Ayrılma Hakkı

Çoğunluk kuralları ve merkezi denetim etrafında toplanan geleneksel şirketler hukuku normları, halka açık olmayan şirketlerde azınlık pay sahipleri için ciddi sorunlara yol açabilir. Geleneksel olarak, çoğu şirket gücü bir yönetim kurulunun elinde

¹³⁷ Bu maddeler ise *“aynı sermaye (TTK m. 578), intifa senetlerine (TTK m. 584), esas sermayenin azaltılmasına (TTK m. 592), şirket sözleşmesiyle hazırlık dönemi faizi ödenmesi öngörülmesi durumuna (TTK m. 609), finansal tablolar ve yedek akçelere (TTK m. 610), genel kurul kurulun toplantıya çağrılmasına (TTK m. 617 f.3), genel kurul kararlarının iptal ve hükümsüzlüğüne (TTK m. 622), müdürlerin temsil yetkilerinin kapsamına (TTK m. 629 f. 1-3), esas sermayenin kaybı ve borca batık olma haline (TTK m. 633), iflasın bildirilmesi ve ertelenmesine (TTK m. 634), denetime (TTK m. 635), sona ermenin sonuçlarına (TTK m. 636 f. 5), tasfiyeye (TTK m. 643), kurucuların, yöneticilerin ve denetçilerin sorumluluğuna (TTK m. 644), limited şirketin kuruluş eksikliği nedeni ile feshine (TTK m. 644), şirkete karşı borçlanma yasağına (TTK m. 644), yönetim kurulu kararlarının butlanı, müdürlerin bilgi alma hakkına (TTK m. 644) ilişkin hükümlere doğrudan atıf yapılmıştır”*. Şükrü Yıldız, *“6102 sayılı TTK'nın Limited Şirketlere İlişkin Hükümleri”*, **Türkiye Adalet Akademisi**, (Çevrimiçi: <http://www.taa.gov.tr/indir/prof-dr-sukru-yildiz-anonim-sirketler-ZG9zeWF8c> HJvZi1kci1zdWtydS 15a., Erişim Tarihi.27.05.2017), s. 9-10. Diğer taraftan TTK m. 644'e göre bu maddede, madde numaraları bildirilen anonim şirketlere ilişkin hükümler, limited şirketlere de uygulanacaktır. Uygulanacak anonim şirket hükümleri ise, *“a) Belgelerin ve beyanların kanuna aykırılığına ilişkin TTK m.549; sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinin bilinmesi hakkında TTK m.550; değer biçilmesinde yolsuzluğa dair TTK m. 551; kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve tasfiye memurlarının sorumluluğunu düzenleyen TTK m. 553; denetçilerin sorumluluğuna ilişkin TTK 554 ilâ 561 maddeler. b) Feshe ilişkin TTK m. 353, şirkete karşı borçlanma yasağına ilişkin TTK m. 358, müdürlerin yakınlarının şirkete borçlanmasına ilişkin TTK m. 395 ikinci fıkrasının birinci ve ikinci cümlesi hükümleri, kâr payı avansına ilişkin TTK m. 509/3 c) Yönetim kurulu kararlarının butlanı hakkındaki TTK m. 391 ve müdürlerin bilgi alma haklarına kıyas yolu ile uygulanmak üzere TTK m. 392. d) Limited şirketlere de uygulanan TTK'nın 549 ilâ 551. maddelerine aykırı hareket edenler, TTK m. 562 sekizinci ilâ onuncu fıkralarında öngörülen cezalarla cezalandırılırlar.”* şeklinde sıralanmıştır.

¹³⁸ Yördem, a.g.m., s. 23.

merkezileşmiştir. Halka açık olmayan şirketlerde, yönetim kurulu normalde “oy hakkının çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahipleri” tarafından kontrol edilir. Yönetim yetkisinin elinde bulunması ile çoğunluk pay sahipleri, azınlık pay sahiplerinin çıkarlarına zarar verecek şirket kararları alma yetkisine sahip olurlar.¹³⁹

Limited şirketlerde, pay sahipleri arasında çeşitli anlaşmazlıklar ortaya çıkabilir. En yaygın durumlardan biri, şirket kurulduğu zaman, pay sahipleri arasında bulunan kişisel ilişkilerin sonradan bozulmasıdır. Çoğunluk pay sahipleri, azınlık pay sahiplerini “düşmanca davranarak dışlama (freeze out)” ya da “satın alma yoluyla dışlama (squeeze out)” teknikleri ile şirketten çıkarma yollarını kullanabilirler.¹⁴⁰ Satın alma yoluyla dışlama yöntemlerinin yanında, azınlık pay sahiplerinin kâr paylarının açıklanmaması veya kâr paylarının dağıtılmaması, şirkette çalışan pay sahiplerinin işlerine son verilmesi, yönetimden uzaklaştırılmaları, şirket varlıkları ile kârlarının çoğunluk pay sahipleri yararına hortumlanması (*tunnelling*) gibi yöntemler ile azınlık pay sahipleri baskı altına alınabilmektedir.¹⁴¹ Çoğunluk pay sahipleri tarafından uygulanan yöntemler birlikte kullanıldığında azınlık pay sahipleri, yalnızca şirket yönetimine katılma hakkından dışlanmakla kalmamakta, aynı zamanda yaptığı yatırımdan getiri elde etme olasılığı da azalmaktadır.

Halka açık olmayan şirketler genellikle yakın arkadaşlar ve taraflar arasındaki akrabalık ilişkisi bulunan kişiler tarafından kurulmaktadır. Bu durum, şirketin ortaklar arasında işbirliği ile yakın ve güven dolu ilişkiler üzerine kurulduğu anlamına gelmektedir. Bu nedenle kişisel ilişkiler arasındaki herhangi bir bozulmanın, şirket üzerinde olumsuz

¹³⁹ Douglas K. Moll, “Shareholder Oppression and Fair Value: of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in The Close Corporation”, **Duke Law Journal**, Volume: 54, Number: 2, November 2004, p. 300-301.

¹⁴⁰ Moll, *a.g.m.*, p. 301; Vassileva, *a.g.m.*, p. 6. Yapılan bir araştırmaya göre, pay sahipleri arasında kilitlenen ilişkilerde en yaygın anlaşmazlıklar pay sahiplerinin kişisel karakterlerinden (kişisel anlaşmazlıklar % 31, aile arası anlaşmazlıklar % 11 ve pay sahipleri arasındaki güvensizlik % 42), diğer bir neden ise günlük iş faaliyetlerinin yürütülmesinde ortaya çıkan anlaşmazlıklar ve % 28 şirketin stratejik yönetimi ile ilgili anlaşmazlıklar) ve son olarak da şirketin yeterli performansla yönetilmemesi (% 35 çalışma performansına dayalı anlaşmazlıklar) olarak saptanmıştır. Mette Neville, “A Statutory Buy-Out Right in SMEs – An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?”, Neville & Karsten Engsig Sorensen, *Company Law and SMEs*, Thomson Reuters, 2010, **Nordic & European Company Law Paper**, No. 10-03, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709954., Erişim Tarihi: 22.05.2017), p. 252.

¹⁴¹ De Vries, *a.g.e.*, p. 4.

etkisinin olması kaçınılmazdır. Pay sahiplerinin aynı zamanda yönetici olması durumunda, aralarında işbirliği olasılığının azalması, şirket üzerinde çok kötü sonuçlar doğuracaktır.¹⁴²

Diğer bir önemli anlaşmazlık, şirketin yönetimi ve stratejik gelişimi ile ilgili sorunlardır. Şirketin yönetimi ve izleyeceği yön hakkındaki kararlar genellikle başlangıç aşamalarında verilir.¹⁴³ Araştırmalar, küçük ve orta ölçekli şirketlerin büyüme arzusunun büyük ve halka açık şirketlerdeki kadar fazla olmadığını göstermektedir. Bunun nedeni, küçük girişimcilerin finansal kârı artırmaya ve şirketi büyültmeye, bağımsızlıklarına ve yönetimi elde bulundurmaya verdikleri kadar önem vermemeleridir. Şirketin büyümesi, genişlemesi beraberinde yeni ortakların katılımı veya profesyonel yöneticilerin işe alınması anlamına gelebilecek ve bu durum yöneticilerin şirketteki var olan kontrolünün zayıflaması gibi algılanabilecektir.¹⁴⁴

Halka açık şirketlerde pay sahipleri ile yönetici ve çalışan kesim birbirinden ayrı olmasına rağmen hakla açık olmayan şirketlerde sermaye ve emek arasında daha samimi ve yoğun bir ilişki bulunmaktadır. Halka açık olmayan şirketlerin pay sahipleri, şirkette çalışmak ve yatırımlarını yönlendirebilmek için yönetimde önemli bir görev üstlenmek isterler. Pay sahipleri aynı zamanda yönetici olduğunda, yalnızca şirket faaliyetleri değil, şirket faaliyetleri ve yönetimi ile ilgili her türlü karar da suiistimale maruz alanlar olacaktır. Diğer taraftan çoğunluk pay sahipleri aynı zamanda çalışan olarak ücret şeklinde mali çıkar elde ederler.¹⁴⁵ Şirketin günlük işleyişi, şirketin gelişimini ve hedeflerini ilgilendiren kararlar, pay sahipleri tarafından oylama yoluyla verilir. Özellikle oy hakkının pay sayısı ile orantılı olduğu durumlarda, azınlık pay sahiplerinin oyları genellikle onları zarar görebilecek -suiistimale uğratacak- durumda bırakacak kadar yetersizdir. Dolayısıyla bu güç dağılımı çoğunluk pay sahiplerinin, azınlık pay sahiplerinin yönetimde söz sahibi olmalarının engellemesine yol açabilecektir.

¹⁴² Vassileva, *a.g.m.*, p. 6.

¹⁴³ Neville, *a.g.m.*, p. 251.

¹⁴⁴ Neville, *a.g.m.*, p. 253.

¹⁴⁵ Moll, *a.g.m.*, p. 301.

Şirketteki çözüm ve alınacak karar gereksinimlerinin izin verdiği ölçüde, azınlıkların vereceği bir teklif, şirket yararına da olsa, eğer çoğunluğun isteği dışındaysa geri çevrilebilecektir. Azınlığın, bazı kararlara karşı gelmesi durumunda da muhalefetleri görmezden gelinebilir. Bu mutlaka bir baskı veya güç suiistimali olması demek değildir. Azınlıkların düşüncelerinin rutin olarak göz ardı edilmesi veya alınacak kararların yalnızca çoğunluğun yararına olması durumlarında şirketin ya da suiistimale uğramış pay sahiplerinin çıkarları hiçe sayılabilmektedir. Bu gibi durumlarda azınlığın oy hakları şirket yönetimindeki etkinliğini yitirse de, azınlık ortaklar payları nedeniyle şirkette kalmak ve sonuçlara katlanmak zorundadır.¹⁴⁶

Pay sahipleri arasındaki anlaşmazlıklar, her şeyden önce şirkette sürekli bir yönetim açısından tıkanıklık riski yaratmaktadır. Bu durum, özellikle karar almada statü veya ortaklık şartları belli bir çoğunluğu gerektirdiğinde, anlaşmazlıklar ve birlikte karar alma olanaksızlığı pay sahipleri tarafından çözülemez bir noktaya gelecektir. Pay sahipleri arasındaki kişisel ilişkilerde ortaya çıkan bir anlaşmazlık bunun nedeni olabilir. Bu durumun sonucunda pay sahiplerinden birinin şirketten çıkarılması gerekmez, ancak şirket yönetiminde sorunlar yaşanabilir. Pay sahipleri arasındaki anlaşmazlıklar, şirket yönetiminin karar alamamasına neden olacak ve böylece hem pay sahibinin, hem de şirketin ekonomik çıkarları zedeleneyecektir.

İkinci ve daha çok rastlanan bir sonuç ise azınlık pay sahiplerinin dışlanması veya baskı altına alınmasıdır. Bu da yukarıda açıklanan, pay satın alımı yoluyla şirketten çıkarılma yönteminin sonucudur. Geleneksel yaklaşım, oybirliği gerektiren durumlar dışındaki bütün durumlarda, çoğunluk pay sahiplerinin oy kontrolü nedeniyle kararları çoğunluk pay sahiplerinin almasının yolunu açmıştır. Belli bir konuda bir çatışma veya anlaşmazlık olması durumunda bile şirket, eğer çoğunluk oyları yeterliyse, işlerine devam edebilir ve kararlar alınabilir. Bu durumun devamı ile azınlık pay sahiplerini menfaatlerinin gözetilmemesi sonucunda azınlık pay sahiplerine baskı uygulandığı sonucu doğacaktır.

¹⁴⁶ Neville, *a.g.m.*, p. 254-255.

Yönetim kurulunun yalnızca çoğunluk pay sahiplerinden oluşması halinde de aynı durum söz konusu olacaktır.¹⁴⁷

1.5.1. Limited Şirkette Ayrılma Hakkı Türleri

Halka açık olmayan şirketlerde ortakların payları için olası bir pazar bulunmaması, pay sahibinin şirketten adil bir şekilde ayrılamama riskini ve hatta potansiyel olarak bu durumun imkânsızlığını da beraberinde getirmektedir. Eğer ortak, yukarıda açıklanan durumlardan biriyle sonuçlanan bir suiistimale maruz kalırsa tek çıkar yol paylarını çoğunluğa satmak olacaktır. Bu durumda en olağan şey, payların çok düşük bir fiyattan satılarak ayrılan ortağın büyük finansal kayba, hatta zarara uğramasıdır. Finansal kayba veya zarar uğrama tehlikesi, pay sahibinin şirketle olan bağı koparmamasına neden olabilir. Eğer ortaklar arası anlaşmazlık açmaza girerse, anlaşmazlık halini sürdürmek şirket üzerinde olumsuz etki yapabilecektir. Başka bir çözüm bulunmadığı durumda, şirketten adil bir şekilde ayrılma olasılığı, şirket kaynaklarının israfına engel olabilecektir.¹⁴⁸

Halka açık olmayan şirketlerde, azınlık pay sahipleri aynı zamanda şirkette farklı pozisyonlarda istihdam edilmekte olduklarından, ayrılma hali ortağa sadece yatırımlarını kaybetme değil, aynı zamanda istihdamlarını ve bu istihdamdan sağladıkları maaşlarını/gelirlerini de kaybetme riskini beraberinde getirmektedir. Çoğunluk pay sahipleri bu şekilde sadece azınlık pay sahiplerinin yatırımlarını sonlandırmak değil, aynı zamanda istihdam edilmelerini de kaybetmelerine yol açarak, azınlığın yatırımlarına ve istihdamlarına karar verebilmektedirler.¹⁴⁹

Ayrılma hakları açısından öne sürülen tez, azınlık pay sahiplerinin ancak pazarlık güçleri kuvvetlendirilerek etkin bir şekilde korunabileceğidir.¹⁵⁰ Ayrılma hakları, azınlık pay

¹⁴⁷ Vassileva, *a.g.m.*, p. 7.

¹⁴⁸ Vassileva, *a.g.m.*, p. 8.

¹⁴⁹ Carol L. Kline, “*Protecting Minority Shareholders in Close Corporations: Modeling Czech Investor Protections on German and United States Law*”, **Boston College International and Comparative Law Review**, Volume: 23, Issue: 2, Article: 4, 2000, p. 243.

¹⁵⁰ Neville, *a.g.m.*, p. 287.

sahiplerinin korunması ve paylarının gerçek değeri üzerinden değerlendirilmesi güvencesini sağlar. Bu nedenle diğer olay sonrası yaptırımlara göre daha güçlü koruma sağlarlar. Ayrılma haklarının gücü iki yönlüdür; birincisi, ayrılma durumunda pay sahibinin yaptığı yatırımı geri alabilmesini sağlaması ve ikincisi ise, suiistimal davranışında bulunan pay sahiplerini, bütün ortakların yararına olabilecek daha pratik çözümler bulmaya zorlar.¹⁵¹

Ayrılma hakları dört ana başlıkta toplanabilir. Bunlar tasfiye davası açma hakkı (şirketin feshini isteme hakkı “*winding up*”), ortaklık hakları ile ilgili dava açma hakkı (çıkma ve çıkarılma ve haksız tutum ve zarar davası gibi “*unfair predujuice ve oppression remedy*”), ayrılma hakları (birleşme, bölünme, hâkimiyetin kötüye kullanılması vs. durumlarda gerçek bedel isteme veya denkleştirme davaları gibi “*appraisal rights*”) ve isteğe bağlı ayrılma haklarıdır (“*exit at will*”).¹⁵²

Şirketin feshini isteme hakkı, ortağa şirketin feshi için mahkemeye başvurma ve karar alma hakkını kullanabilme imkânı sağlamaktadır. Bu istem ile şirketin feshine ve dolayısıyla tasfiyesine yol açılabilecektir. Bunun için ortağın bu isteminin, genellikle hile, yasa dışılık, şirket ilişkilerinin açmaza girmesi veya suiistimal gibi nedenlerin varlığının kanıtlanarak desteklenmesi gerekir. Bu yasal çözüm, çoğu ülke yasal mevzuatlarında bulunmasına rağmen radikal doğası ve şirket varlığını sona erdirmesi nedeniyle yalnızca mahkemelerde dava yolu ile uygulanmaktadır.¹⁵³

Ortaklık hakkı davası mahkemeden, pay sahibinin söz konusu paylarını şirkete, diğer pay sahipleri veya üçüncü şahıslara satılarak el değiştirme kararı ile çıkmasını gerektirir. Anglo-Sakson hukuk sistemi ile Kıta Avrupası hukuk sistemi uygulamaları arasında büyük farklar bulunmasına rağmen, amaç aynı olup ayrılan ortağın ortaklık haklarının korunmasıdır. Anglo-Sakson hukuk sisteminde pay sahibine karşı baskıcı veya haksız önyargılı bir davranışın olması gerekirken, Kıta Avrupası hukuk sistemindeki

¹⁵¹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 8.

¹⁵² De Vries, *a.g.e.*, p. 7.

¹⁵³ De Vries, *a.g.e.*, p. 8; Vassileva, *a.g.m.*, p. 9.

uygulamalar ülkeden ülkeye değişmektedir.¹⁵⁴ Ayrıca Kıta Avrupası hukuk sistemi uygulamalarında duruma çözüm getirebilecek değişik mahkeme kararları (payların diğer ortaklar tarafından satın alınması, şirket kullanılabilir özkaynaklarından ödenmesi veya sermaye azaltımı gibi) varken, Anglo-Sakson hukuk sisteminde yalnızca payların potansiyel alıcılardan birine devrinden söz edilmektedir.¹⁵⁵

Şirket birleşmelerinde ve yeniden yapılandırma durumlarında ortağa sunulan ayrılma hakkı, yasalarla belirlenmiş durumlar için yine belirlenen şartlarda kullanılabilen çıkma haklarıdır. Genellikle şirket yeniden yapılanmaları veya şirket birleşmeleri gibi durumlarda uygulanmaktadır. Bu durumlara genel kurul kararına muhalefet eden pay sahibi, paylarını şirkete veya diğer pay sahiplerine satarak şirketten ayrılmaktadır. Burada amaç, şirketin piyasa koşulları gereğince yapısal veya temel değişim gereksinimleri ile azınlık pay sahiplerini başlangıçtaki yatırım beklentileri arasında dengeyi sağlamaktır. Ayrılma hakkı ile ortaklık hakkı davası arasındaki fark, ayrılma hakkının yalnızca yasada belirlenen özel durumlarda kullanılabilmesidir. Eğer pay sahibi önerilen yeniden yapılanma veya birleşmeyle ilgili itirazını gerekçelerse, paylarının satın alınması gerekir.¹⁵⁶

İsteğe bağlı çıkma hakkı, pay sahibinin herhangi bir özel durum olmadan ortaklık paylarının şirket veya diğer ortaklar tarafından değerince nakit karşılığı satın alınmasını istemesi anlamına gelmektedir. Bu hak pay sahibine geniş bir hareket imkânı sağlamaktadır. Teoride tartışılmasına rağmen isteğe bağlı çıkma hakkı çoğu ülke mevzuatında yer almamaktadır. Pay sahibi, istediğinde herhangi bir hatalı işlemi, önemli bir nedeni kanıtlaması gerekmeden paylarının gerçek değeri üzerinden nakden ödeme isteyerek şirketten ayrılabilir.¹⁵⁷

¹⁵⁴ De Vries, **a.g.e.**, p. 8-9.

¹⁵⁵ Vassileva, *a.g.m.*, p. 9.

¹⁵⁶ De Vries, **a.g.e.**, p. 10; Vassileva, *a.g.m.*, p. 9-10.

¹⁵⁷ Neville, *a.g.m.*, p. 289; De Vries, **a.g.e.**, p. 10-11; Vassileva, *a.g.m.*, p. 10.

1.5.2. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Ortakların Ayrılma Hakkı

Şirketler hukukunda, şirketle ortak arasındaki hukuki ilişkiyi sona erdiren çeşitli sebepler düzenlenmiştir. Bu sebeplerin bir kısmı şirketle ortak arasındaki hukuki ilişkiyi tamamen sona erdirirken, diğer bir kısmı ise bu ilişkiyi sadece belirli ortaklar açısından sona erdirmektedir. Hiçbir ortaklık ilişkisi, ortakla şirket arasında ilelebet sürecek bir hukuki bağ oluşturmaz. Buna karşılık bazı şirket türlerinde ortakla şirket arasındaki hukuki ilişkinin sona ermesi, diğer şirketlere nazaran bazı zorluklar taşıyabilmektedir.¹⁵⁸

TTK'da yer alan münferit pay sahipleri ve azınlık pay sahipleri ile ilgili haklar, talep ve dava hakları olup, bu hakların kullanılması veya dava açılması ortağın şirketteki ortaklık mevkisini değiştirmemekte, ortağın ayrılmasına neden olmamakta ve ortağın şirketteki ortaklık ilişkileri devam etmektedir. Ancak ayrılma hakkının kullanılması, yenilik doğuran bir hak olarak inşai etki doğurur. Dolayısıyla bu hak bir defa kullanılmakla tükenir ve geri alınamaz. Bu hakkın şarta bağlanılarak kullanılma imkânı da yoktur.¹⁵⁹

Bir ortağın şirketle olan ilişkisinin sona ermesine neden olan çıkma, çıkarılma veya şirketin feshi konuları her şirket türü için farklı şekillerde düzenlenmiştir. Şirketler hukukunda, bir kimsenin ortaklık sıfatının sona ermesi ayrılma kavramı ile ifade edilir. Ayrılma kavramı, ortaklığa ilişkin bütün hak ve yükümlüklerin çeşitli şekillerde sona ermesi anlamına gelmektedir.¹⁶⁰ Bu kapsamda şirketten ayrılmanın doğal yolu ise payın devridir.¹⁶¹

Şirketten ayrılma bir üst kavram olarak, şirketin fesih veya infisahına meydan vermeksizin,¹⁶² ortağın şirketle ilişkisinin kesildiği tüm halleri ifade etmektedir.¹⁶³ Üst kavram olarak ele alınan ayrılma kavramı içerisinde, ortağın payını devretmesinde olduğu

¹⁵⁸ Çelik, a.g.e., s. 67.

¹⁵⁹ Bilge Develi, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, s. 453.

¹⁶⁰ Çelik, a.g.e., s. 67.

¹⁶¹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1675.

¹⁶² Yusuf Z. Sönmez, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009, s. 1.

¹⁶³ Şener, a.g.e., s. 923; Gözüyeşil, a.g.e., s. 53. TTK m. 641 gerekçesinde ayrılmanın, "her çeşidi ile çıkma ve çıkarılma ile doğal çıkma hali olan ölümü de kapsadığına" yer verilmiştir.

gibi taraflar arasında bir uzlaşmanın sağlanması (dar anlamda ayrılma) yanında, yasa veya sözleşme hükümleri çerçevesinde şirketten çıkma, çıkarılma ve ölümü de içerecek biçimde ortaklık sıfatının sona ermesini (geniş anlamda ayrılma) ifade etmektedir.¹⁶⁴

Ayrılma hakkı, ortaklığa girme hak ve özgürlüğünü tamamlayan ve kaynağını sürekli borç ilişkilerinden alan bir haktır. Sürekli borç ilişkilerinde, taraflardan her birinin ilişkiyi tek taraflı olarak sona erdirme hakkı bulunmaktadır. Bu çerçevede bütün tüzel kişilik ilişkilerinde tüzel kişiye (ticaret ortaklığı veya medeni hukuk tüzel kişisi) üye olan kişinin üye olduğu tüzel kişi ile arasındaki ilişkiyi sona erdirmesi, tüzel kişilikten ayrılma iradesini izhar etmesi ile gerçekleşir. Ayrılma hakkını karakterize eden husus, ayrılmanın bireysel nitelik taşımasıdır. Diğer bir deyişle, bir üyenin tüzel kişiden ayrılması, tüzel kişinin sona ermesini gerektirmez.¹⁶⁵

Ayrılma kavramı bir yönüyle ortaklık mevkisi baki kalmak kaydıyla ortaklık sıfatına sahip kişilerin şahıslarında meydana gelen değişikliği (ortaklararası değişiklik), bir yönüyle de ortaklık mevkisinin hem ortak hem de şirket açısından sona ermesini ifade eder. Birinci halde ortaklığa ilişkin hak ve yükümlülükler, bir kişi açısından sona ermekle beraber başka bir kişinin şahsında devam etmektedir. Oysa ikinci halde, ortaklığa ilişkin hak ve yükümlülükler tamamen sona ermektedir. Şirketten çıkma ve çıkarılma kavramları ayrılma kavramının ikinci yönüyle ilgilidir.¹⁶⁶ Ayrılma, ortağın iradesiyle gerçekleşmişse ortaklıktan çıkma, iradesi dışında gerçekleşmişse ortaklıktan çıkarılma söz konusu olur.¹⁶⁷

Ortağın iradesinin önem arz etmediği cebri icra, ölüm gibi istisnai hâllerle birlikte haklı sebeple ya da şirket sözleşmesinde düzenlenmek suretiyle ortağa tanınabilecek çıkma hakkının ve payın devri dâhil şirketle ortak arasındaki bağın sona ermesine neden olan tüm hâller “ayrılma”; buna karşılık Kanun’da belirli hâllerde ya da şirket sözleşmesiyle

¹⁶⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 17-18. Diğer bir ayrılma durumu ise “*payın tam olarak itfa edilmesi*” durumunda ortağın şirkette payının kalmaması sonucunda şirketten ayrılmasıdır. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 17.

¹⁶⁵ Sönmez, **a.g.e.**, s. 1.

¹⁶⁶ Baştuğ, **a.g.e.**, s. 6; Çelik, **a.g.e.**, s. 67-68.

¹⁶⁷ Çelik, **a.g.e.**, s. 68.

bağlayıcılık kazanan ortağın iradesinin ön planda olduğu şirketten ayrılma hâllerinin ise “çıkma” kavramı altında incelenmesi, kavram karışıklığına engel olacaktır.¹⁶⁸

1.5.2.1. Şahıs Ortaklıklarında Ortağın Ayrılma Hakkı

Şahıs ortaklıklarında, ortaklık borçlarından dolayı sınırsız ve müteselsil sorumluluğa sahip olan ortaklar arasındaki “güven ilişkisinin”, şirketin devam etmesindeki ve amacına ulaşmasındaki önemi açıktır. Ortakların aynı amacı gerçekleştirmek için müşterek gayret ve birbirlerine karşı güven ilişkisi içerisinde bulunmaları şirketin devamı için zorunludur. Ortaklıklarda olmazsa olmaz bu unsurların zedelenmesi, ortaklığın devamını ve kuruluş amacının gerçekleşmesini imkânsız hale getirebilir. Ortaklar arasında özünde, aynı amaç için çalışma azminin olmaması ortaklıklarda güvensizliğe neden olacaktır. Böyle bir durumun varlığına rağmen, ortakları ortaklık sözleşmesi ile bağlı tutmaya çalışmak kişilik haklarına aykırıdır. Böyle bir durumda ortak, ortaklıktaki payını başkasına devrederek ortaklıktan ayrılabilir. Fakat ortağın payını devrederek ortaklıktan ayrılmasının zor veya imkânsız olduğu şirket tiplerinde, ortağın kendisini, çekilmez bir hal alan ortaklık ilişkisinden kurtarabilmesi amacıyla,¹⁶⁹ çıkma hakkının kullanılması veya haklı sebeple fesih hükümlerinin işletilmesi için mahkemeye başvurma ya da ortaklık amacının gerçekleşmesine olanak tanımayan ortakların çıkarılması için diğer ortakların mahkemeye başvurma hakkı TTK’da düzenlenmiştir.

TTK m. 253 ila 263 arasında düzenlenen kollektif ortaklıktan çıkma ve çıkarılma hallerinin üst başlığı, ortakların şirketten ayrılması şeklinde düzenlenmiş, ayrılma, ortak tarafından talep edildiğinde çıkma, ortaklık tarafından talep edildiğinde ise çıkarılma olarak kollektif ortaklık hükümlerinde yer almıştır.¹⁷⁰ Ortaklık ilişkisinin bireysel olarak sona erdirilmesi, şahıs ortaklıklarında, ortağın şahsi sorumluluğu söz konusu olduğunda büyük önem arz etmektedir. Çıkma ve çıkarılma, esas itibariyle şahıs ortaklıklarına özgü bir kavramdır. Bu nedenle bir ortağın ortaklıktan ayrılması, alacaklıların menfaati ile

¹⁶⁸ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 78.

¹⁶⁹ Giray, *a.g.m.*, s. 196.

¹⁷⁰ TTK m. 328’e göre, “kollektif şirketlerin sona ermesine, tasfiyesine ve ortakların şirketten çıkma ve çıkarılmasına ilişkin 243 ilâ 303 üncü madde hükümleri komandit şirketlerde de uygulanır.”

yakından ilgili olduğu kadar geride kalan ortakların da menfaatini ilgilendirir. Nitekim ayrılma hakkı, esas itibarıyla şahıs ortaklıklarına ilişkin hükümlerde düzenlenmiş bir konudur. Çıkmanın diğer ortakların onayına bağlı olması, çıkarılmanın da belirli sebeplerle sınırlandırılması şahıs ortaklıklarına özgü menfaatlerin gözetilmesinin sonucudur.¹⁷¹

TTK'da yer almamakla birlikte adi ortaklıklar için de 6098 sayılı TBK ile adi ortaklıktan ayrılma konusunda kanuni olarak çıkma ve çıkarma imkânlarını düzenlemiştir. Çıkma ve çıkarma sebeplerini düzenleyen TBK m. 633 gerekçesine göre maddenin amacının, *“ortaklardan birinin ortaklıktan ayrılmak istediği veya ortaklıktan ayrılmasını gerektirecek yasal bir durum ortaya çıktığı takdirde, diğer ortaklara, ortaklığın sürdürülmesi konusunda, henüz ortaklığın kurulması aşamasında irade açıklamasında bulunma olanağını vermek ve bu suretle işleyen bir ortaklık sisteminin sona ermesini önlemektir. Ayrıca bu düzenleme, ölen ortağın mirasçılarıyla ortaklığı sürdürmek istemeyen diğer ortakları, ortaklığı tasfiye edip yeni bir ortaklık kurma zahmetinden kurtarmak”* olduğu anlaşılmaktadır.¹⁷²

Sermaye şirketlerine kıyasla şahıs ortaklıklarında, bir ortağın ortaklıktan ayrılması, sermayenin azalması bakımından ve sermaye belirli olmadığından diğer ortaklar tarafından nispeten kabul edilebilir bir durumdur. Buna karşın sermaye şirketlerinde ortaklara sözleşme ile çıkma hakkı tanımak çok arzu edilebilir bir durum değildir.

1.5.2.2. Sermaye Şirketlerinde Ortağın Ayrılma Hakkı

Limited şirketin hukuki yapısı ve iç ilişkide şahıs ortaklıkları, dış ilişkide ise sermaye şirketlerine özgü nitelikleri taşıması, ortağın şirketten ayrılması konusunda da kendini göstermektedir. Limited şirketin iç ve dış ilişki yönünden, kişi ve sermaye şirketlerine

¹⁷¹ Sönmez, a.g.e., s. 2.

¹⁷² Kerem Çelikboya, “Adi Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarmanın Koşulları”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı: 2, 2015, s. 203-204. 818 sayılı TBK'da ise çıkma veya çıkarma konusunda herhangi bir hüküm içermemekteydi. Çelikboya, a.g.m., s. 202.

özgü niteliklere sahip olan karma yapısı nedeniyle, üçüncü kişilerle ilişkiler emredici hükümlerle düzenlenmişken, iç ilişkide ortaklara geniş bir özgürlük tanınmıştır.¹⁷³

Ortak ile limited şirket arasındaki ortaklık ilişkisi temelde çıkma, çıkarılma ve şirketin feshine karar verilmesi şeklinde son bulur. Ancak, limited şirkette ortaklar arasındaki irtibat, işbirliği ve güven ilişkisi anonim şirket ortaklarına kıyasla daha fazla önem arz ettiğinden, kural olarak bir anonim şirkette ortak ancak payını devrederek şirketten ayrılabilirken limited şirket ortağı için belirli durumlar söz konusu olduğunda ancak şirketle arasındaki ilişkiye son vermesine imkân tanınmıştır.¹⁷⁴

Kural olarak anonim şirketlerde bir ortağın, şirketten kendi iradesiyle ayrılması, bazı istisnalar dışında payın devri ile gerçekleşmektedir. Bunun dışındaki durumlar ise, özel bazı sebeplere bağlı olarak kanunla tanınmaktadır. Zaten anonim şirkette payı devrederek şirketten ayrılma hali, bir özellik taşımamakta ve bu nedenle de ayrı bir müessese olarak ele alınmaktadır. Çünkü anonim şirkette payın serbestçe devredilmesi esas olup, istisnalar haricinde, bir şirket organı veya pay sahiplerinin iznine veya onayına tabi değildir. Ortağın istediğinde çıkma hakkı, anonim şirketlerle limited şirketler arasındaki temel farklılıklardan biridir.¹⁷⁵

Limited şirketlerde ortaklar, kendilerine tanınmış olan sözleşme özgürlüğü çerçevesinde, emredici hükümler saklı kalmak kaydı ile şirketin iç işleyişini diledikleri gibi düzenleyebilir; sermaye şirketlerine veya şahıs ortaklıklarına daha yakın bir yapının iç ilişkide de geçerli olmasını sağlayabilirler. Bu özellikler, ortakların şirket iç ilişkisindeki hak ve yükümlülükleri yönünden de kendisini göstermekte; dolayısıyla ortaklık sıfatının sona ermesi, diğer bir deyişle limited şirketten ayrılma, bir yandan sermaye şirketlerinde olduğu gibi payın devri, diğer yandan ise şahıs ortaklıklarında olduğu gibi haklı nedenle çıkma ve çıkarılma şeklinde gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca limited şirketin iç ilişkide

¹⁷³ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 25.

¹⁷⁴ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 76.

¹⁷⁵ Sönmez, **a.g.e.**, s. 2. Anonim şirkette pay devri, pay sahibinin çıkma veya çıkarılmasına ilişkin bir düzenlemenin bulunmamasından kaynaklanan bir eksikliği gidermekten ziyade, ayrılmanın anonim şirketteki görünüm şeklidir. Çıkma ve çıkarılma, şahıs ortaklıklarının kendine özgü menfaatler dengesinin kurulması ihtiyacının bir sonucu olarak düzenlenmiştir. Anonim şirkette ise böyle bir ihtiyaç bulunmamaktadır. Sönmez, **a.g.e.**, s. 2.

şahıs ortaklıklarına özgü özellikler göstermesi nedeniyle haklı sebepler bulunduğu takdirde; tarafların kişiliklerinin önemli olduğu bütün sürekli hukuki ilişkilerde olduğu gibi, çıkma ve çıkarılma olanağının yanında, şirketin haklı nedenle feshinin mümkün olduğu da kabul edilmiştir.¹⁷⁶

TTK m. 135'e göre ortaklık payı, limited şirketteki esas sermaye payını ifade etmektedir. Esas sermaye payının devri ve intikaller, üyelik olarak nitelendirilen ve esas sermaye payına bağlı olarak elde edilen hak ve yükümlülüklerin devrini sağlayan bir işlemdir. Limited şirketteki esas sermaye payının el değiştirmesi durumu pay sahipliğindeki değişikliği¹⁷⁷ gerektirirken esas sermaye payı devredilen ortak, şirketteki bu devredilen paydan kaynaklanan hak ve yükümlülükleri kullanmaya devam eder. Şirketten çıkma ve çıkarılma durumunda ise ortağın şirketteki esas sermaye payı ve paya bağlı tüm hak ve yükümlülükler son bulmaktadır.¹⁷⁸

1.6. Almanya ve İngiltere Uygulamalarında Ortağın Şirketten Ayrılma Hakkı

Alman ticaret hukukunda limited şirket (GmbH),¹⁷⁹ pay sahiplerinin ihtiyaçları doğrultusunda uygulanabilen esnek yapıları nedeniyle anonim şirketlere ("*Akteingesetz*" - AG) kıyasla daha az formaliteye sahiptirler. Limited şirket, Alman ticaret hukukunun şahıs ortaklıkları ile anonim şirket arasında bir şirket türü ihdas etme tarihi tercihine dayanmaktadır. GmbH, sınırlı sorumlu, esas sermayesi paylara bölünmüş ve tüzel kişiliğe sahip şirket olarak tanımlanabilir. İngiltere'de ise, şahıs ortaklıkları ile anonim şirketler arasında bir şirket kurma ihtiyacı, tarihi süreç içerisinde önemsenmemiştir. Bu nedenle İngiltere'deki şirketlerin yasal formları da geniş ölçüde birbirine benzemektedir.¹⁸⁰

¹⁷⁶ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 25-27.

¹⁷⁷ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 90.

¹⁷⁸ Limited şirketlerde payın itfası veya sermayenin azaltılması yolu ile ayrılan ortağın payının şirket esas sermayesinden bütün olarak çıkartılmadığı sürece, ortağın payı diğer bir ortağın esas sermaye payı olarak şirkette devam edecektir.

¹⁷⁹ Almanya'da ticaret şirketleri farklı kanunlarda yer almaktadır. Limited şirketler (GmbH) Limited Şirketler Kanunu'nda ("*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*" - GmbHG), Anonim Şirketler Kanunu'nda ("*Akteingesetz*", AG), ticari ortaklıklar Ticaret Kanunu'nda ("*Handelsgesetzbuch*" - HGB) ve adi ortaklıklar ise Medeni Kanu'nda ("*Bürgerliches Gesetzbuch*" - BGB) yer almaktadır.

¹⁸⁰ De Vries, **a.g.e.**, p. 147.

Çalışmamızın izleyen bölümlerinde, İngiltere için tüm şirket ortaklarına tanınan geniş anlamdaki ayrılma hakları ele alınırken, Almanya için sadece limited şirket ortakları için tanınan ayrılma hakları ele alınacaktır.

1.6.1. Alman Hukukunda Ortağın Şirketten Ayrılma Hakları

Alman GmbH'deki paylar devredilebilmekte ve devir için noterden onaylı sözleşme gerekmektedir (GmbHG m. 15/1).¹⁸¹ Bununla beraber pay devri özgürlüğü genelde kısıtlanmaktadır. Almanya'daki limited şirketlerin büyük kısmı ana sözleşmelerinde pay devrinin kısıtlanması ile ilgili hükümler içermektedir. Bu kısıtlama, diğer pay sahiplerinin devir öncesinde, payın devrini onaylaması gerektiği anlamına gelmektedir.¹⁸² Ayrılma hakları -özellikle de azınlık pay sahiplerinin-, şirket sözleşmesindeki kısıtlamaların pay devrini olanaksız hale getirdiği durumlarda, şirketten ayrılma imkânına ve yatırımlarını farklı şekilde değerlendirmelerine olanak sağlamaktadır.¹⁸³

Alman ticaret hukuku, limited şirkette ortaklar arası anlaşmazlıklar için bazı dava yolları ile ayrılma hakları sunmaktadır.¹⁸⁴ GmbHG, limited şirket ortaklarına iki tür ayrılma hakkı sunmaktadır. Bu haklar, haklı sebeple fesih ve ortaklık hakkı davasıdır. Haklı sebeple fesih yöntemi ("*Auflösung*"), mahkemenin haklı bir nedenin bulunması halinde şirketin tasfiyesine karar vermesidir. Ortaklık hakkı davası ("*Austritt*") ise, yasal mevzuatta bulunmamasına rağmen, mahkeme içtihatlarıyla uygulanmaktadır.¹⁸⁵ Ortakların, şirket yeniden yapılandırma (birleşme, bölünme vs.) durumlarında da (Yeniden Örgütlenme Yasası - "*Umwandlungsgesetz*"- UmwG) ayrılma hakları

¹⁸¹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 25.

¹⁸² De Vries, *a.g.e.*, p. 148.

¹⁸³ Vassileva, *a.g.m.*, p. 25.

¹⁸⁴ Miller, *a.g.m.*, p. 396.

¹⁸⁵ Alman hukukunda çıkma ve çıkarılma ve ayrılma akçesi hususunda kanuni bir düzenleme yer almamaktadır. Buna rağmen, Alman alanyazınında çıkma ve çıkarılmanın olanaklı olduğu mahkeme kararları ve alanyazın tarafından kabul edilmiştir. Baştuğ, *a.g.e.*, s.90 (-dipnot 274-); Şener, *a.g.e.*, s. 922. Alman alanyazınında ise çıkma ve çıkarılma durumunda ortakların ayrılma akçesinin tutarının, şirket sözleşmesinde başka bir kural yoksa ilgili ortağın esas sermaye payının tam ekonomik değeri üzerinden belirlenmesi gerektiği belirtilmektedir. Şener, *a.g.e.*, s. 922-923.

bulunmaktadır.¹⁸⁶ İngiltere’de olduğu gibi Alman şirketler hukukunda da isteğe bağlı ayrılma hakkı bulunmamaktadır.¹⁸⁷

1.6.1.1. Haklı Sebeple Fesih Yöntemi

Haklı sebeple fesih, GmbHG’nin 1892 yılında yasalaşmasından bu yana, kanunda varlığını sürdürmektedir.¹⁸⁸ Bu dava yolu şirket ortaklarına, şirketin kuruluş amacının gerçekleştirilmesinin imkânsız hale gelmesi veya şirketteki ortaklık ilişkilerinden kaynaklanan “önemli bir neden-haklı sebep” (“*wichtiger Grund*”) varlığında, limited şirketin mahkeme tarafından tasfiyesine olanak sağlamaktadır (GmbHG m. 61/1).¹⁸⁹ Bu dava, şirkete karşı açılmakta (GmbHG m. 62/2) ve dava yoluna başvurulması için bir ya da birden fazla ortağın, tek başına veya birlikte % 10 veya daha fazla esas sermaye payına sahip olması gerekmektedir (GmbHG m. 60/3 ve 61/2). Bu dava yoluna ayrıca, ortaklar genel kurulunda 2/3 oranında çoğunluk kararı ile de başvurulabilmektedir. Ancak yine de bu yöntem çoğunlukla, azınlık pay sahipleri tarafından başvuru bir yöntemdir.¹⁹⁰

Haklı sebeple fesih yöntemi zorlayıcı nitelikte olup, kapsamı genişletilebilir fakat daraltılamaz ve şirket sözleşmesi ile bu yola başvurma hakkı da kısıtlanamaz. Bu durum için Bavyera Temyiz Mahkemesi bir kararında, “*şüphesiz, bu yöntemi bir azınlık hakkını güvence altına almaktadır ve şirket sözleşmesi de yalnızca azınlığın yararına olmak üzere değiştirilebilir. ... Şirket sözleşmesi ile tasfiye olanağı ne daraltılabilir ne de kaldırılabilir.*”¹⁹¹

¹⁸⁶ Almanya ve İngiltere uygulamalarında şirket yeniden yapılandırma ve birleşmelerinde ortakların ayrılma hakları bulunmaktadır. Ancak söz konusu uygulamalara çalışma kapsamı ile ilgili olmadığından ayrıca yer verilmemiştir.

¹⁸⁷ Vassileva, *a.g.m.*, p. 25; De Vries, *a.g.e.*, p.148-149.

¹⁸⁸ De Vries, *a.g.e.*, p. 150.

¹⁸⁹ Dagnaw G. Walegn, “*Exit Rights Of Minority Shareholders In Closely Held Corporations: A Comparative Study of English, Germany And Ethiopian Laws*”, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2395902, Erişim Tarihi: 23.04.2017), p. 39; Miller, *a.g.m.*, p. 396; De Vries, *a.g.e.*, p. 151; Vassileva, *a.g.m.*, p. 26.

¹⁹⁰ Emmanuel T. Reeves, “*Statutory Protections Of Minority Shareholders In Close Company. Recipe For Business Failure: A Study Of Germany, France, UK And US*”, Tilburg University, Department of Business Law Tilburg Law School, **Yayınlanmamış Tez**, 2014, (Çevrimiçi: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135848>, Erişim Tarihi: 14.04.2018), p. 21; De Vries, *a.g.e.*, p. 151; Vassileva, *a.g.m.*, p. 26.

¹⁹¹ De Vries, *a.g.e.*, p. 151.

Haklı sebeple fesih yönteminde; davanın kapsamı, haklı sebep ölçütü ve mahkemeye başvuru gerekçeleri aşağıda açıklanmıştır.

Davanın kapsamı: Haklı sebeple fesih için başvuran ortağın veya ortakların, tek başına veya diğerleriyle birlikte, şirketin esas sermayesinin en az % 10'una sahip olması gerekmektedir. Oy haklarının ortaklar arasındaki dağılımının önemi bulunmamaktadır.¹⁹² Bu yöntemde payların yalnızca nicel dağılımı önemlidir. Süreç boyunca azınlık pay sahipleri, şirket sermayesinin kanunda gerekli olan oranını elinde bulundurmaları yeterlidir.¹⁹³

Haklı sebep ölçütü (wichtiger Grund): Haklı sebep, ucu açık bir ölçüt olmasına rağmen, mahkeme kararları ile şekillendirilmektedir. GmbHG m. 61/1'e göre, bir şirketin tasfiyesine karar verilebilecek koşullar ikiye ayrılır: İlki, şirketin amaçlarına ulaşmasının olanaksız hale gelmesi, ikincisi de bu kararı haklı gösterecek başka haklı sebeplerin olmasıdır. Haklı sebep, mahkemenin önüne gelen durumlara göre yöntemin kapsamını belirleyebilmesi için açık kapı bırakmaktadır.¹⁹⁴

Tek başına haklı sebep yeterli değildir. Pay sahip/sahipleri haklı sebebin, diğer pay sahiplerinin özel işleri ile değil, şirket işleri ile ilgili olduğunu kanıtlamalıdır. Haklı sebeple fesih yöntemi, eğer ortaklar arasında daha fazla işbirliği yapma olanağı kalmamışsa, kişisel anlaşmazlıklarının çözümü için de istisnai olarak uygulanabilmektedir.¹⁹⁵

Haklı sebeple fesih yöntemi için mahkemeye başvuru gerekçeleri: Yukarıda yer aldığı üzere, haklı sebeple fesih yöntemi için mahkemeye başvurma gerekçelerinden ilki şirket amacını gerçekleştirmenin imkânsız hale gelmesidir. Tasfiye kararını haklı kılacak diğer bir önemli neden de taraflar arasında ciddi ve çözülemez anlaşmazlıkların oluşmasıdır.

¹⁹² De Vries, **a.g.e.**, p. 156.

¹⁹³ Vassileva, *a.g.m.*, p. 26.

¹⁹⁴ Reeves, **a.g.e.**, p. 21-22.

¹⁹⁵ Vassileva, *a.g.m.*, p. 26; De Vries, **a.g.e.**, p. 151.

Mahkeme, söz konusu anlaşmazlığın şirketin başarısına zarar vermesi (gelir elde etme gücü) ya da kısa dönemde veya gelecekte bunun olma olasılığının bulunmaması şartını koymuştur.¹⁹⁶

Ciddi ve geri getirilemez sonuçları dolayısıyla, haklı sebeple fesih yöntemi Almanya’da nadiren uygulanmaktadır. Bu nedenle bu yöntem Alman ticaret hukukunda önemsiz bir rol oynamaktadır. Her şeyden önce mahkemeler her durumda, ortakların çıkarılması ya da ortaklık hakkı davası gibi diğer daha az kapsamlı çözümleri tercih etmektedirler. Ortakların çıkarılması ya da ortaklık hakkı davası gibi yöntemler başarılı olmadığı veya uygun bir çözüm sağlayamayacağı durumlarda haklı sebeple fesih yöntemi uygulanmaktadır.¹⁹⁷ Tasfiye yöntemi son çare (“*ultima ratio*”) olarak görülmektedir. Ekonomik bakış açısı ile her ne kadar azınlık pay sahiplerinin çıkarlarının korunması gerekli ise de şirketlerin varlıklarını sürdürmeleri en az diğeri kadar önemlidir.¹⁹⁸

1.6.1.2. Ortağın Şirketten Çıkması ve Çıkarılması

GmbHG’de çıkma ve çıkarılmada içtihatlarla göre karar verilmektedir. Yasa koyucu, pay sahiplerinin yeteri kadar ayrılma hakkı bulunduğu gerekçesi ile böyle bir yöntemi tercih etmemiştir. Alman hukukçuları bu durumu, yanlış bir hüküm olarak ve GmbHG’nin bir eksikliği olarak görmektedirler. Alman mahkemeleri, ortaklık hakkı davasını mevzuat dışı olarak kabul etmekle birlikte, bir ortağın haklı bir sebebi (“*wichtiger Grund*”)¹⁹⁹ var ise bu yola başvurabileceğini kabul etmektedirler. Alman yüksek mahkemesi konu hakkında;

¹⁹⁶ Münih Temyiz Mahkemesi BGH NJW 1985, 1901 sayılı kararı. De Vries, **a.g.e.**, p. 154. Bir davada ise “ortak olan kardeşler, aynı zamanda şirket yöneticisi olup ortaklardan biri, bir çalışanla evlenmiş, bu da ortaklar arasında gerilim yaratmıştır. Diğer pay sahipleri, kadının (eşin) istifa etmesini istemişlerdir. Bunun reddedilmesi hukuksal sürecin başlamasına neden olmuş ve daha sonra da ‘esaslı ve çözülemez’ bir anlaşmazlık oluştuğu ve ilişkinin sürdürülmesinin olanaksız hale geldiği gerekçesiyle tasfiye talebinde bulunulmuştur. Mahkeme bu durumda ancak bir ortağın bu sorundan büyük ölçüde sorumlu olması halinde pay sahibi ihracının mümkün olacağı kararına varmıştır. Bu durum oluşmadığı için şirketin tasfiyesine karar verilmiştir.” De Vries, **a.g.e.**, p. 154-155.

¹⁹⁷ De Vries, **a.g.e.**, p. 154.

¹⁹⁸ Daniel Szentkuti, “*Minority Shareholder Protection: Germany, France, and the United Kingdom: A Comparative Overview*”, Central European University, 2007, (Çevrimiçi: www.etd.ceu.hu/2007/.szentkuti_daniel.pdf, Erişim Tarihi: 24.03.2018), p. 15.

¹⁹⁹ Kavram Türk hukukunda “haklı sebep” olarak kullanıldığından, çalışmamızda da haklı sebep olarak yer alacaktır. Ancak belirtmek gerekir ki “önemli neden” her zaman “haklı sebep” olmayabilir.

*“Prensipte bir GmbH’nin ortaklarına önemli bir neden olduğu zaman şirketten ayrılma hakkı verilmiştir (...) Şirketler hukukunun temel bir prensibi olarak bu hak, zorunlu ve vazgeçilemez ortaklık hakları arasındadır.(...)”*²⁰⁰ şeklinde hüküm vermiştir.

Ciddi ve geri getirilemez sonuçları dolayısıyla tasfiye yöntemine alternatif olarak Alman yargısı, GmbHG’de bulunmayan iki farklı dava yolu geliştirmiştir. Bu dava yolları şirketten çıkma (*Austritt*) ve çıkarılma (*Ausschließung*)’dır. Çıkma ve çıkarılma davasına temel dayanak ise “önemli neden-haklı sebep”in varlığıdır.²⁰¹ Şirketten çıkmada, şirket ile ilişkileri zarar gören, mağdur edilen ortak şirkette olan hukuki ilişkisini sonlandırmak ve paylarının gerçek değeri üzerinden ödenmesini talep etmektedir. Çıkarılma durumunda ise, ortak veya ortaklar haklı sebebe dayanarak bir veya birden fazla ortağın şirketten çıkarılmasını talep etmektedirler.²⁰²

Şirketten çıkarılma, çıkmanın tam tersi bir uygulama olup çoğunluk pay sahipleri (veya baskı uygulayan taraf) tarafından azınlık pay sahiplerinin paylarının gerçek değerini ödeyerek şirketten çıkartılmaktadır. Çıkmanın aksine bu kanun yolunda haklı sebep, pay sahibinin kişisel karakteri ve davranışları ile sınırlandırılmıştır. Haklı sebep kriterlerine ek olarak çıkma ve çıkarılmanın uygun olup olmadığının belirlenmesinde ortaklar arası güven kaybı ve çatışmaların çözümsüz olması da gerekir.²⁰³

Haklı sebep: Çıkma ve çıkarılma dava yoluna başvurmayla ilgili “*haklı sebep*” ve “*ortaklığın devamının çekilmez hale gelmesi*” davayı şekillendiren gerekçelerdir. Şirketten ayrılmayı haklı göstermek için ortak iddiasını destekleyecek “*haklı bir sebep*” bulmalı ve şirketteki durum ortakların birlikte çalışmalarını çekilmez hale getirmelidir.²⁰⁴ Her iki kavram da açık uçlu olup, her davanın özel durumlarına göre kapsamı

²⁰⁰ De Vries, **a.g.e.**, p. 158.

²⁰¹ Walelgn, **a.g.e.**, p. 40; Miller, *a.g.m.*, p. 396; Szentkuti, *a.g.m.*, p. 15.

Alman hukukunda, ortağın haklı sebeplerin varlığı halinde şirketten çıkabileceği kabul edilmektedir. Alman hukukunda haklı sebeple çıkma için Türk hukukunda olduğu gibi dava açılmasına gerek yoktur. Çıkma, şirkete çıkma beyanının ulaştırılması ile icra edilir. Şener, **a.g.e.**, s. 878-879.

²⁰² Miller, *a.g.m.*, p. 396.

²⁰³ Neville, *a.g.m.*, p. 262; Walelgn, **a.g.e.**, p. 40.

Alman hukukunda ortaklara, ortaklardan birisini objektif bir sebep olmaksızın şirketten çıkarmaya ilişkin olarak şirket sözleşmesindeki kayıtlar, ahlaka aykırı kabul edilmekte ve geçersiz olduğu belirtilmektedir. Şener, **a.g.e.**, s. 899 –53 nolu dipnot-

²⁰⁴ Reeves, **a.g.e.**, p. 22; De Vries, **a.g.e.**, p. 124.

belirlenmektedir. Şirketten ayrılma durumunda dava yoluna başvurulmadan önce, taraflar arasında makul çözüm yoluna gidilmesi, anlaşmazlık durumunun devamı halinde ise mahkemeye başvurulması gerekmektedir.²⁰⁵ Mahkeme yalnızca çözüm arayan ortakların değil şirket ve diğer ortakların çıkarlarını da dengelemeli ve ona göre karar vermelidir.²⁰⁶

İngiltere'deki ortaklık hakkı davasının aksine, çıkma ve çıkarılma davası Almanya'da son çare olarak düşünülür. Ortağın, şirket sözleşmesinden doğan bazı yasal haklarında kullanması, genel kurul tarafından yeni çözümler üretilmesi, bilgi alma hakkı gibi haklarını kullanarak daha ılımlı bir çözüm her zaman tercih edilebilir.²⁰⁷

Haklı sebep kategorileri: Alman hukukunda, haklı sebep olarak kabul edilebilecek pek çok kategori bulunmakta, bu nedenler daha çok içtihatlar yerine kanunda yer alan düzenlemelere dayanmaktadır. Haklı sebeple ortağın çıkarılması ile ilgili kategorilerinden biri, şirket esas sözleşmesi ile getirilen ek yükümlülüklerin ortak tarafından yerine getirilmemesidir.²⁰⁸

Çıkma ve çıkarılma davası, sermaye artışı veya şirket sözleşmesinin değişmesi gibi, şirket yapısını temelden değiştiren durumlar olduğunda da kullanılabilir.²⁰⁹ Her iki durumda da ortak söz konusu değişime muhalif olduğunu şirkete bildirmelidir. Diğer bir haklı sebep ise, ortaklık paylarının devredilmesinin şirket sözleşmesi ile yasaklanması durumudur.

Yönetimi elinde bulunduran ortakların diğer ortaklara “*düşmanca davranış*” sergilemeleri durumunda (özellikle kâr paylarının dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılması gibi) yönetim gücü bulunmayan pay sahiplerinin ortaklık hakkı davası açma hakları vardır. Ortağın çıkmasına izin verilebilmesi için, haklı sebebe temel oluşturacak olan dağıtılmayan aşırı kâr birikiminin olduğu kanıtlanmalıdır.²¹⁰

²⁰⁵ Walelgn, **a.g.e.**, p. 40.

²⁰⁶ Vassileva, *a.g.m.*, p. 28; De Vries, **a.g.e.**, p. 162.

²⁰⁷ De Vries, **a.g.e.**, p.163; Vassileva, *a.g.m.*, p. 28.

²⁰⁸ Bir davada ortaklardan, şeker üreten şirketlerine pancar tedarik etmeleri istenmiştir. Mahkeme, ortaklara yüklenen ilave sorumluluğun, mali durumlarını sarsacak kadar ağır olması halinde bu davayı açma hakları bulunduğu yönünde karar vermiştir. Buradaki önemli nokta, bu sorumluluğun ortağın paylarından ayırt edilemez olmasıdır. Aksi halde ortak başka çözümler aramalıdır. De Vries, **a.g.e.**, p. 164.

²⁰⁹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 29; De Vries, **a.g.e.**, p. 165-169.

²¹⁰ De Vries, **a.g.e.**, p. 171.

Almanya’da, şirket yönetiminden çıkarılan bir pay sahibi, çıkma davasına başvuramaz. Bunu nedeni GmbHG’de, aynı zamanda yönetici olan ortaklar için özel bir madde bulunmasıdır. Bu maddeye göre şirket sözleşmesinde, “*ancak, eğer haklı bir sebep varsa bir yönetici görevden alınabilir*” şeklindeki belirlemedir. Bu maddenin sağladığı koruma ise yönetici ortağın görevden alınmasının haklı bir nedene dayanmasının mahkeme tarafından karar verilene kadar ortağın yönetimde kalmasını sağlayacak yeterlidir.

Haklı sebeple fesih yönteminin tersine, önemli bir neden yalnızca şirketin işlerinden değil, ortakların kişisel durumlarından da doğabilir. Ortağın kişisel para gereksinimi ya da kronik bir hastalığın bulunması bunun örneklerindendir. Ortağın para gereksinimi olması, ortağın icralık olması gibi durumlar, ortağın şirketteki payının haczedilmesi ile sonuçlanabileceği durumlarda, payın haczi şirketin finansal yapısını tehlikeye düşürecek olması nedeniyle ortağın şiketten çıkarılması için dava açılabilir.²¹¹

Anglo Sakson hukuk sistemini uygulayan ülkelerde, mahkemenin verebileceği tek karar, ortağın paylarının diğer ortaklara devredilmesidir. Kıta Avrupası hukukunda şirketten çıkan ortağın payları üç olağan yol ile ödenebilmektedir. Bunlar; ortağın paylarının şirket tarafından satın alınması (GmbHG m. 33), ortağın paylarının şirket sermayesinin azaltılması yolu ile ödenmesi ya da diğer ortak veya üçüncü şahısların çıkan ortağın paylarını satın almasıdır.²¹²

Şirket kendi paylarını satın alma yolu ile ayrılan ortağın payını ödemesi için GmbHG’de yer alan; şirketin sermayesinin tamamının ödenmiş olması, tasarruf edilebilir özkaynağının bulunması gibi bazı şartları yerine getirmek durumundadır.

Diğer taraftan ortağın şirketten çıkması durumunda ise şirket sözleşmesinin bu çıkma işlemine izin vermesi, ortağın paylarının ödenmiş olması, şirketin tasarruf edilebilir özkaynağının bulunması gerekmektedir. GmbHG’ye göre limited şirket esas sermaye tutarı asgari € 25.000 olması gerektiğinden, ortağın çıkması durumunda şirket

²¹¹ De Vries, **a.g.e.**, p. 163.

²¹² Szentkuti, *a.g.m.*, p. 17; De Vries, **a.g.e.**, p. 172.

sermayesinin bu tutarın altına düşmemesi gerekmektedir. Son olarak, ortağın payının diğer bir ortak veya üçüncü kişiler tarafından satın alınması durumunda ise, ayrılan ortağın paylarının değerinin şirket veya mahkeme tarafından belirlenmesi gerekmektedir.²¹³

1.6.2. İngiliz Hukukunda Ortağın Şirketten Ayrılma Hakları

İngiliz hukuk sisteminde, kazanç gayesi güden ve gütmeyen, tüzel kişiliğe sahip olan ve olmayan şirket türleri mevcuttur. Ayrıca şirket türleri arasındaki sınırlar da pek kesin olmayıp Kıta Avrupası sistemine de uygun değildir. İngiliz sisteminde “company”ler, ortakları sermaye payı veya taahhüdü ölçüsünde sınırlı sorumlu (“*limited by shares veya by guarantee*”) veya sınırsız sorumlu (“*unlimited*”) olarak ayrılırlar ki, bu sistem Kıta Avrupa sisteminden farklıdır. Şahıs ortaklıkları 1890 tarihli “*Partnership Act*” ile sermaye şirketleri ise 1844’de başlayan kanunlaştırma hareketi ile 1862, 1908, 1929, 1948 ve 1967 tarihli “*Companies Act*”larla düzenlenmiştir. Bugün 1985 “*Companies Act*”a dayanan “*Companies Act 2006*” yürürlükte.²¹⁴

1980’e kadar İngiltere’de halka açık olmayan şirket ortaklarının tek ayrılma hakkı, tasfiye kararı için mahkemeye başvurmaktır.²¹⁵ Ayrılma haklarının en eskisi olmasına rağmen günümüzde bu çözüm yoluna nadiren başvurulmakta, daha az radikal sonuçları olan çözüm yolları tercih edilmektedir. Ortaklar için diğer olası bir dava yolu da haksız tutum ve zarar davası (*unfair predujuice remedy*)’dır.²¹⁶ Şirketten ayrılma yolu bulmaya

²¹³ De Vries, **a.g.e.**, p. 178; Vassileva, *a.g.m.*, p. 23.

²¹⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 5.

²¹⁵ De Vries, **a.g.e.**, p. 61. Bu dava yoluna başvurmak için şirketin iflas durumunda bulunması gerekmemektedir. De Vries, **a.g.e.**, p. 62.

²¹⁶ Reeves, **a.g.e.**, p. 24; De Vries, **a.g.e.**, p. 82. “*Unfair predujuice*” kavramı Türkçe’ye bir kelime ile çevrilemediği, birden fazla anlam içerdiğinden bu kavram “*haksız tutum ve zarar*” olarak çevrilmiştir. “*Predjuice*” kelimesi “*olumsuz tutum, davranış ve haksızlıktan kaynaklanan zarar*” kavramını da barındırmaktadır. Kavrama en yakın olarak Türk hukukunda TTK m. 195 ila 202 uygulamaları bulunmaktadır.

Hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması başlıklı TTK m. 202’de yer aldığı üzere ortakların sadece zararlarını değil aynı zamanda kayıplarının da telafisi bu dava yolu ile istenilmektedir. “*Kayıp kavramı, fiil ya da işlemin yapıldığı tarihten itibaren ileriye dönük (ex-post) olarak belirlenir. Başka bir ifadeyle kayıp, hâkim şirketin hâkimiyetini hukuka aykırı kullanması sonucu gerçekleşen maddi fiil veya hukuki işlemin yapıldığı tarihten itibaren doğması muhtemel, yani öngörülebilir sonuçlara göre değerlendirilir. Kayıp, fiil ve işlem gerçekleştiği sırada bilinen hususlara göre belirlenir. Buna karşılık zarar, kaybın tam tersi geriye dönük olarak tazminata hükmedildiği andan itibaren, maddi fiilin ya da hukuki işlemin*

elverişli çok değişik mahkeme hükümleri olduğu için bu en çok tercih edilen dava yoludur.²¹⁷ İngiliz hukukunda şirket yeniden yapılandırma ve birleşmelerinde ortaklara tanınan ayrılma haklarının haricinde aşağıdaki iki yöntem ile de ortaklara şirketten ayrılma hakkı tanınmıştır.

1.6.2.1. Adil ve Hakkaniyetli Tasfiye Yöntemi

Adil ve hakkaniyetli tasfiye yolu (*“just and equal winding up”*), İngiliz Hukuku’nda azınlık pay sahiplerine şirketten ayrılabilimleri için tanınan en eski ve 1980 yılında yürürlüğe giren *Şirketler Yasası (Companies Act)*’na kadar da tek haktır.²¹⁸ Bu yöntem için yürürlükte olan hükümler *1986 İflas Kanunu (Insolvency Act)*’nın 122/g paragrafında yer almaktadır. Paragrafa göre, *“mahkemenin görüşü şirketin tasfiyesinin adil ve hakkaniyetli olacağı yönünde ise”* şirket tasfiye edilebilir.²¹⁹

Diğer her şeyin haricinde bu dava yolu, birbirleri ile uzun zamandan beri işbirliği yapmayan ortaklar arasında kilitlenmiş halde bulunan durum için bir çözüm yoludur.²²⁰ Tasfiye yöntemi, İngiltere’de kayıtlı bulunan bütün şirketleri kapsamaktadır (İflas Kanunu- Insolvency Act 1986, IA m. 117/1). Tasfiye istemek için şirketin iflas etmesine gerek yoktur.²²¹ Bununla beraber şirket, dava açıldığı andan itibaren tasfiye edilmiş olarak addedilir (IA m. 129/2). Bu durum, mahkeme karar verene kadar şirketin faaliyetlerinin durması ve iş yapamaması anlamına gelmektedir. Adil ve hakkaniyetli tasfiye yoluna başvurulması ve sonuçlandırılması için aşağıdaki yöntemin takip edilmesi gerekir.

gerçekleştiği zamana kadar ortaya çıkan tüm olayları kapsayacak şekilde değerlendirilir.” Aslı E. Gürbüz Usluel, “Şirketler Topluluğunda Denkleştirme”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Hukuk Araştırmaları Dergisi (MÜHF-HAD)**, Cilt: 18, Sayı: 2, Yıl: 2012 (Özel Sayı), s. 291-292.

Haksız tutum ve zarar davası, kayıp ve zarar yanında ayrıca diğer ortakların ortağa olan *“genelde olumsuz”* tutumlarını da içermektedir.

²¹⁷ Vassileva, *a.g.m.*, p. 23.

²¹⁸ De Vries, *a.g.e.*, p. 62.

²¹⁹ Reeves, *a.g.e.*, p. 25; De Vries, *a.g.e.*, p. 63.

²²⁰ De Vries, *a.g.e.*, p. 63.

²²¹ De Vries, *a.g.e.*, p. 62.

Dilekçe Verilmesi (Dava Açılması): IA 1986'ya göre “*sorumlu ortaklar*” dilekçe verebilir. Sorumlu ortak IA 1986 m. 79'da, “*tasfiye edilmekte olan şirketin varlıklarına katılmakla sorumlu olan kişi*” olarak tanımlanmaktadır. Bu kişi için gereken, tasfiyede “*yeterli çıkarı*” bulunduğunu ispatlamaktır ki bu yalnızca parasal da olmayabilir.²²² Sorumlu ortaklar dışında IA m. 124/1'de ayrıca, şirketin kendisinin, yöneticilerinin veya alacaklılarının da tasfiye için dilekçe verebileceğini belirtir.²²³

Davanın kapsamı: Mahkeme, şirketin tasfiyesinin ancak “*adil ve hakkaniyetli*” olduğuna karar verdiğinde, şirketi tasfiye edecektir.²²⁴ Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd. davasında Lord Wilberforce, yaptığı konuşmada; “*sorun, her zamanki gibi, bir veya iki kişinin yasal haklarını ortağı(ları) hakkında haksız hüküm verdirmek için kullanmasının adil ve hakkaniyetli olup olmadığıdır. Halka açık olmayan bir şirketin taraflar arasında önceden var olan ilişkilerden doğduğu ve tasfiye dilekçesi verilirken bunun akılda bulundurulması*” gerçeğini hatırlatmıştır. Yargıcın, şirketin tasfiyesinin “*adil ve hakkaniyetli*” olduğu kararını verirken, bir ortağın iddiasının yeterli gerekçeleri olduğunu ve başlangıç aşamasında anlaştığı kişilerin sorumluluklarına kolayca saygısızlık edilmeyeceğini sağlama alması gerekmektedir.²²⁵

Şirketin tasfiyesi için, şirket ana sözleşmesine ya da ortaklar arasındaki diğer anlaşmalara dayanan yasal hakların yalnızca bu durumla sınırlı olması, aksi halde hakkaniyetli şekilde üzerinde durulması gereği büyük önem taşır. Verilen bir kararda, mahkemenin her zaman olmasa da ortakların yasal haklarına eşit önem vereceğini şart koşmuş ve dilekçenin işleme alınabilmesi için dilekçe sahibinin bazı hususları kanıtlaması gerektiğini belirtmiştir. İlk olarak, şirket kişisel ilişkiler üzerine kurulmuş olmalıdır. İkincisi, ortaklardan hangilerinin şirket yönetiminde yer alacağı üzerinde anlaşılmış olunmalıdır. Üçüncü ve son olarak, bir ortağın, güven ilişkisi bozulduğunda yatırımını çekmesini önleyecek şekilde, pay devirleri üzerinde bir kısıtlama olmalıdır.²²⁶

²²² Vassileva, *a.g.m.*, p. 13.

²²³ Reeves, *a.g.e.*, p. 25; Vassileva, *a.g.m.*, p. 16.

²²⁴ De Vries, *a.g.e.*, p. 67.

²²⁵ De Vries, *a.g.e.*, p. 67; Vassileva, *a.g.m.*, p. 16.

²²⁶ Vassileva, *a.g.m.*, p. 16.

Mahkemenin adil ve hakkaniyetli tasfiyeye karar vermesi: Şirket yönetiminde ve ortaklar arasında güven sorunu olması, karar almada tarafların uyuşmazlıkları, kâr payı ödemelerinin sebepsiz bir şekilde yapılamaması, şirketin amacının gerçekleşmiş olması gibi nedenlerle şirketlerin tasfiye edilebileceğine mahkeme karar verebilecektir.²²⁷ Loch v John Blackwood Ltd. davasında; aynı zamanda şirket yöneticisi de olan çoğunluk pay sahipleri, yönetime katılmayan azınlık pay sahiplerini hiç dikkate almadan, genel kurullara çağırmadan ve hesapları ibra ettirmeden işleri yürütmüştür. Mahkemeye göre güven eksikliği, yöneticinin şirket işleriyle ilgili olmalı, oy azlığının verdiği tatminsizlikten kaynaklanmamalıdır. Eğer güvensizlik, şirket işlerinin yürütülüşündeki yolsuzluklardan kaynaklanıyorsa, tasfiye kararı adil ve hakkaniyetlidir.²²⁸ Re Yenidje Tobacco Co. Ltd. davasında ise şirketlerin birleştirilmesinden sonra, iki yeni ortak eşit oy hakları olmasında anlaşmışlardır. Fakat aralarındaki ilişki kopmuş, ilişki kurulamaz duruma gelmiştir. Mahkeme, ortaklara sorunu genel kurulda çözememeleri durumunda, bir ortağın diğerine dava açması halinde tasfiyeye izin verileceği kararına varmıştır.²²⁹

Mahkeme, dilekçe vermek için yeterli sebep bulunduğu ve tasfiyenin adil ve hakkaniyetli olup başka uygun çözüm bulunmadığı konusunda tam olarak ikna olmalıdır (IA 1986, m.125/2). Bir uyarı olarak taraflar önce, şirketin tasfiyesini önlemek için sorunu başka türlü çözmeye zorlanırlar.²³⁰ Mahkemeler genellikle tarafları daha uygun başka çözümler bulmaya teşvik ederler. Eğer davalılar, başka bir çözüm olduğu fakat davacının tasfiye için gereksiz yere ısrar ettiğini kanıtlayabilirse, dava reddedilebilir. Başka yeterli ya da elverişli yol bulunamazsa, son çare olarak tasfiye kararı verilebilir.²³¹

1.6.2.2. Haksız Tutum ve Zarar Davası

İngiltere’de azınlık pay sahiplerinin korunması ile ilgili olarak atılan temel adımlardan biri olan haksız tutum ve zarar davası (*“unfair prejudice remedy”*), 1980 yılında yürürlüğe giren Şirketler Yasası (Companies Act, Ca 1948) ile uygulamaya girmiştir. Söz

²²⁷ Reeves, **a.g.e.**, p. 25.

²²⁸ De Vries, **a.g.e.**, p. 73.

²²⁹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 17.

²³⁰ De Vries, **a.g.e.**, p. 63.

²³¹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 17.

konusu haksız tutum ve zarar davası, 1948 tarihli Şirketler Yasası'nda yer alan pay sahibinin şirkete ortaklık hakları ile ilgili dava açma hakkının (*"oppression remedy"*) yerini almıştır. Benzer olarak pay sahibinin şirkete ortaklık hakları ile ilgili dava açma hakkı da, haksız tutum ve zarar davası gibi azınlık pay sahiplerini korumayı amaçlamaktaydı.²³²

Haksız tutum ve zarar davası, şirket işlerinin taraflı yürütülmesi durumunda, özellikle azınlık pay sahiplerinin bu durumun bertaraf edilmesi için açılan bir davadır.²³³ Davacıya değişik mahkeme kararları çerçevesinde bir çözüm bulma olanağı verdiği için, en çok başvuru yolu. Süreç masraflı ve zaman alıcı olsa bile, mahkemenin kararı durumun koşullarını esas alır ve en uygun çözüm seçilir.²³⁴

2006 tarihli Şirketler Yasası (CA 2006)'nın, "*şirket ortaklarının kendilerine karşı olumsuz düşünce ve davranışlara karşı korunması*" (*"Protection of members against unfair prejudice"*) başlıklı CA 2006 m. 994/1'e göre;²³⁵

1) Bir şirketin ortağı ancak şu şartlarda bir dilekçe ile mahkemeye başvurabilir:

- a) Şirketin faaliyetleri ortakların geneline veya bir bölümüne (en azından kendisine) karşı olumsuz düşünce ve davranışlarla yürütülüyorsa veya yürütülmüşse.
- b) Şirketin yürürlükte olan ya da tasarlanan bir eylemi veya ihmali (kendi adına eylem ve ihmaller de dâhil olmak üzere) bu ortağa karşı olumsuz düşünce ve davranış içeriyorsa.

Haksız tutum ve zarar, ortakları şirkete karşı korumayı sağlayan bir dava yoludur. Bu dava ortağa, şirket tarafından haksız bir durum varlığında mahkemeye başvurma olanağı

²³² Arad Reisberg, "*The Derivative Action As A Corporate Governance Tool: A Functional And Focused Approach*", University of Oxford, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, 2005, (Çevrimiçi: https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:d1e73f2c-0d9b-4ece-ba72-52ed555c5d26/download_file?file_format=application/pdf&safe_filename=N13997758.pdf&type_of_work=Thesis, Erişim Tarihi: 09.03.2018), p. 323; De Vries, **a.g.e.**, p. 82. 1948 tarihli Şirketler Yasası'nda yer alan ortaklık hakkı davası (oppression remedy), yasadaki kısıtlamalar ve mahkemelerin dar kapsamlı ele almaları dolayısıyla başarılı bir çözüm yolu olmamıştır. De Vries, **a.g.e.**, p. 82.

²³³ Delang, *a.g.m.*, p. 457.

²³⁴ Vassileva, *a.g.m.*, p. 18.

²³⁵ De Vries, **a.g.e.**, p. 82-83.

sağlamaktadır. Dava yoluna başvurulması için, ortağın belirli bir paya sahip olması gerekmez, her ortak başvurabilir.²³⁶

Mahkemenin vereceği kararlar, mevcut duruma göre değişiklik gösterebilir. En önemli gereklilik, çözümün bulunan önyargı ile orantılı olmasıdır.²³⁷ Şirketler Yasası (CA 2006), m. 996/2’de beş farklı çözüm sunmaktadır. Bunlar;²³⁸

- (a) Mahkeme şirketin gelecekteki işlerini düzenleyebilir,
- (b) Şirketin belirli bir eylemden kaçınmasını isteyebilir,
- (c) Şirket adına genel hukukun uygulanmasına karar verebilir,
- (d) Şirketin sözleşmede mahkeme izni olmadan değişiklik yapılmamasını isteyebilir,
- (e) Ortağın paylarının, şirketin veya şirketin diğer ortaklarından birinin satın alması, ya da şirketin kendi paylarını satın alması yerine şirket sermayesinin uygun bir şekilde azaltılmasını isteyebilir.

Ayrılma hakları kapsamında en çok uygulanan ve azınlık pay sahipleri tarafından talep edilen yöntem maddenin (e) fıkrasında yer alan payların, çoğunluk pay sahipleri tarafından satın alınması yöntemidir.²³⁹ Bununla beraber mahkemenin daha uygun başka kararlar verme yetkisi de vardır. Haksız tutum ve zarar davasında çözümlerin uygulanabilirliği ile ilgili başka seçenekler de bulunmaktadır. Bir davanın sağlam bir gerekçesi olması için davacı aşağıda yer alan hususları da ayrıca kanıtlamalıdır:²⁴⁰

- (i) “Şikâyetçi olduğu eylem ya da ihmaller şirket işlerinin yönetimiyle ilgili olmalıdır”,
- (ii) “Bu işlerin yürütülmesi bir şirket ortağı olarak kendisinin haksız bir tutuma maruz kalması veya zarar verilmesine neden olmalıdır”,
- (iii) “Tutum veya zarar haksız olmalıdır”.

²³⁶ Delang, *a.g.m.*, p. 456; De Vries, *a.g.e.*, p. 83.

²³⁷ Reeves, *a.g.e.*, p. 26; Vassileva, *a.g.m.*, p. 19.

²³⁸ De Vries, *a.g.e.*, p. 84.

²³⁹ De Vries, *a.g.e.*, p. 83-84.

²⁴⁰ Vassileva, *a.g.m.*, p. 19.

Haksız tutum ve zarar davasının uygulanabilirlik gereklilikleri üç kaynağa dayandığı görülmektedir. Birincisi, davacının “*ortak*” olmasıdır. İkincisi, eylemlerin şirket işleriyle ilgili olmasıdır. Üçüncüsü, davranışın hem haksız hem de önyargılı veya zararlı olmasıdır.²⁴¹

Ortak: Ortak, 2006 tarihli Şirketler Yasası (CA 2006)’nın m. 994/1’e göre, dava açma durumunda olan kişidir. Şirketler Yasası (CA 2006)’nın m. 112/1 ve 112/2’ye göre, şirket sözleşmesini imzalayan herkesi (şirket bildirgesi ve şirket ana sözleşmesi) ve paylarının bütün yasal gereklilikler izlenerek devredildiği her kişiyi (paylar bir kişiye veya şirkete devredilmeli ve bu sicile kaydedilmesi halinde) kapsar.

CA 2006 m. 994/1 yalnızca azınlık pay sahipleri için değil, fakat pratikte çoğunluk pay sahiplerinin de belirli durumlarda dava açabileceklerini kabul etmektedir.²⁴² Eşit pay sahibi ortaklar ya da çoğunluk paya sahibi olup da yönetim hakkı bulunmayan çoğunluk pay sahipleri de bu yola başvurabilir.²⁴³

Şirket faaliyetleri: CA 2006 m. 994/1’e göre, bir ortağın dilekçe verebilmesi için şirketin ortağa karşı tutumunun veya şirketin kararlarının önemli bir dayanak olduğuna işaret etmektedir. Şirketin mevcut ve geçmiş bütün işlemleri ile gelecekteki önerilen işlemlerini de kapsamaktadır.²⁴⁴ Ancak haksız tutum ve zararın ne anlama geldiği hakkında net bir açıklama yapılmamıştır. Bu kavram, şirketin bütün işleri ve kararlarını kapsadığı şeklinde yorumlanmıştır.²⁴⁵

²⁴¹ Vassileva, *a.g.m.*, p. 19.

²⁴² De Vries, *a.g.e.*, p. 86-87; Vassileva, *a.g.m.*, p. 19.

²⁴³ Charlie Newington, “*A Practical Guide to Unfair Prejudice Petitions and Their Interaction with Derivative Claims*”, (Çevrimiçi: <http://www.stjohnschambers.co.uk/dashboard/wp-content/uploads/Unfair-prejudice-petitions-and-derivative-actions.pdf>, Erişim Tarihi: 11.03. 2018), p. 2. Zayıf kontrol güçleri nedeniyle önyargılı davranma olasılığı düşük olan prensipte azınlık pay sahipleri tarafından kullanılır. Vassileva, *a.g.m.*, p. 19.

²⁴⁴ TTK m. 202/2’de yer alan haller geçmişe yönelik ve bu durumlara muhalefet edilmesi halinde kullanılacak haklar iken, haksız tutum ve zarar davasında ise TTK m. 202/2’de yer alan hallerin gelecekte yapılacak olması da dava açılması için yeterlidir.

²⁴⁵ De Vries, *a.g.e.*, p. 89;

R v Board of Trade, ex .p. St. Martin Preserving Co, Ltd. davasında mahkeme, “*şirketin faaliyetleri*” kavramının şirketin ticari itibarını, kârını, zararını, sözleşmelerini, varlıklarını, iştiraklerini ve bir alt işletmelerin işlerini kontrol etme yeteneğini içine alan doğal anlamının verilmesi gerektiğini belirtmiştir. Çoğu durumda bir yöneticinin eylemleri şart koşulmamıştır. Ortakların ancak şirkette çalıştıkları ve şirket adına hareket ettikleri durumlarda konuyla ilgili olacağı anlamına gelmektedir. Aksi takdirde herhangi bir şirket anlaşmasının ihlali veya şirketin tarafı olmadığı bir konu haksız tutum ve zarar çözümünün uygulanması için yeterli olmayacaktır. Haksızlığa uğrayan ortak, şirket adına hareket ettiğini veya yapılmakta olan ticari işlemin şirket yararına olduğunu ispat edebilecek durumda olmalıdır. Genel kurulda, bir çoğunluk pay sahibinin oyu, şirketin diğer ortaklara haksız tutumla davranmasını gerektirecek bir öneri-karar veriliyorsa konuyla ilgili olacaktır.²⁴⁶

Haksız tutum veya zarar: Haksızlık ve tutum veya zarar, ayrıntılı bir şekilde tanımlanmamış olup, ucu açıktır. Haksız tutum ve zararın her bir davaya göre değerlendirilmesi gerekir. Çünkü bir pay sahibinin haksız tutum ve zarara maruz kalabileceği bütün durumları tahmin etmek çok zor olacaktır. “*Haksız tutum ve zarar*” kavramı, özel durumun koşullarını karşılaması için esnek bir şekilde ele alınmalıdır. Bir yandan mahkemeye tatmin edici bir karar alması için geniş takdir yetkisi verilirken, diğer yandan da bu takdir yetkisinin yasal kesinlik ilkesiyle dengeli olması gerekmektedir. Davacı, şirketin idaresinin yönetim ve davranışının hem haksız hem de taraflı olduğunu kanıtlamalıdır. Ayrıca sorgulanan tutum ile ortağın uğradığı önyargı arasında illiyet bağı bulunmalıdır.²⁴⁷

Tutum ve zararın haksız olması halinde dava açılabilir. Söz konusu tutum ile ortağa verilen kayıp veya zarar yalnızca duygusal değil, ekonomik olmalıdır. Eylemin (tutumun) haklılığı/haksızlığından önce menfaat ihlali ve/veya zarar kanıtlanmalıdır. Bir durumun haklı veya haksız olması tarafsız bir standart gerektirir; davalının kötü niyetle hareket etmiş olması veya haksızlığın bilincinde olması gerekli değildir. O’Neill v Phillips

²⁴⁶ Vassileva, *a.g.m.*, p. 21.

²⁴⁷ Delang, *a.g.m.*, p. 455; Vassileva, *a.g.m.*, p. 21.

davasında Lord Hoffman, “*haklılık kavramı, adil bir şekilde uygulanmalı ve yargının ona verdiği içerik akılcı ilkelere dayanmalıdır*” demiştir. Lord Hoffman, konuşmasında haksız olarak nitelenebilecek iki durumu kabul etmektedir. Birincisi, pay sahibinin sözleşmeden doğan haklarına zarar verecek şekilde şirket sözleşmesinin ihlal edilmesidir. İkincisi, şirketin işlerini yürütenlerin mutlak yasal güçlerine dayanmalarının hakkaniyetli ivazlarca haksız olması veya bunu yapmanın iyi niyete sığmamasıdır. Mahkemenin hakkaniyetli ivazlar uygulayabilmesi için yerine getirilmesi gereken şartlar, daha önce üzerinde durulan Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd. davasından gelmektedir. Hakkaniyetli ivazlar konusu önemlidir, çünkü bunlar mahkemenin, tarafların daha gayri resmi kaynaklardan (örneğin resmi olmayan anlaşmalar) kaynaklanan niyetlerini göz önüne almasına olanak verir. Bu şekilde tarafların yasal beklentileri de korunmuş olur.²⁴⁸

Haksız tutum ve zarar davasında, mahkeme tarafından haksız olarak kabul edilen durumlar ise;²⁴⁹

- Azınlık pay sahiplerinin yönetimden uzaklaştırılması,²⁵⁰
- Yönetimin pay sahiplerine makul kâr payı dağıtmayarak pay sahiplerinin yatırımlarının şirkette kilitlenmesi (freze-out),
- Pay senetlerinin sayısını artırarak pay başına kârı azaltma ya da pay başına zararın artışı ile azınlık pay sahiplerinin yatırımlarının değerini düşürme,
- Yönetimin şirket varlıklarını ve kârlarını çoğunluk veya yönetici ortakların kontrolleri altındaki firmalara aktarmaları,
- Şirket sözleşmesinin ihlal edilmesi,
- Şirketin kötü veya yanlış yönetimi,
- Ortağın bilgi alma hakkının ihlal edilmesi,

gibi olup yukarıda sayılanlarla sınırlı değildir.

²⁴⁸ Vassileva, *a.g.m.*, p. 21; De Vries, *a.g.e.*, p. 97.

²⁴⁹ De Vries, *a.g.e.*, p. 106-114.

²⁵⁰ Delang, *a.g.m.*, p. 457.

İKİNCİ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE ORTAĞIN ŞİRKETTEN ÇIKMASI VE ÇIKARILMASI

Çalışmamızın önceki bölümünde limited şirketlerde ortaklık hakkının kazanılması ve sona ermesi, münferit ve azınlık pay sahipleri hakları ile genel olarak şirketten ayrılma konuları ele alınmıştır. Bu bölümde ise ortaklık sıfatının sona ermesine neden olan durumlar içerisinde yer alan ortağın şirketten çıkması, çıkmaya katılması ve çıkarılması detaylı olarak ele alınacaktır.

Limited şirketler, ortaklar arası ilişkilerdeki yapısı itibariyle şahıs ortaklıklarına özgü durumlar ile sermaye yapısı bakımından ise sermaye şirketlerine benzerliği dolayısıyla karma bir yapı sergilediğinden, kural olarak -aksi şirket sözleşmesinde düzenlenmedikçe- bu yapı, ortağa ne anonim şirkette olduğu gibi pay devrinin icrası ile ortaklık sıfatını tamamen kendi arzusu yönünde sonlandırma imkânı vermekte, ne de şahıs ortaklıklarında olduğu gibi kendi iradesiyle ortaklıktan ayrılmayı güçleştirecek kadar şirketin mukadderatına sıkı bir bağlılığı zorunlu kılmaktadır. 6102 sayılı TTK'daki düzenleme limited şirketlerde ortağın kendi iradesiyle şirketten ayrılabilmesi, şayet şirket sözleşmesinde tamamen serbest bırakılmışsa, payın devredilmesiyle mümkün hale gelmiştir. Şirket sözleşmesinde ortağın kendi iradesiyle şirketten ayrılabilmesi tamamen serbest bırakılmışsa, çıkmaya ilişkin meşakkatli prosedürün işletilmesine gerek olmaksızın çıkmaya ilişkin arzu edilen sonuç gerçekleşebilecektir.²⁵¹

2.1. Limited Şirketlerde Ortağın Şirketten Çıkması

Ortaklık ilişkisi sürekli nitelikte ve bu ilişkideki ortak amaç, gelir sağlamak ve bu geliri paylaşmak olduğundan bu amacın gerçekleştirilebilmesi, başlangıçta sermaye olarak şirkete getirilen daha sonra şirketin ekonomik etkinlikleri sonrasında malvarlığına dönüşen ayrı bir değer işletilmesi,²⁵² yani bu şirket malvarlığı üzerindeki mülkiyet

²⁵¹ Gözüyeşil, **a.g.e.**, s. 59-60.

²⁵² Tekinalp, **a.g.e.**, s. 80.

hakkının etkin kullanılmasıyla mümkün olabilmektedir. Malvarlığının işletmesi olarak tanımlanabilecek şirket faaliyetlerinin özünde girişim ve mülkiyet hakkı bulunmaktadır.²⁵³

Her şirket türünde olduğu üzere limited şirket sözleşmesi ile de bir araya gelenlerin amacı, kâr elde etmek ve elde edilen kârı paylaşmaktır.²⁵⁴ İrade özgürlüğünün yansıması olarak kabul edilen sözleşme özgürlüğü, hem tarafların kanunda belirtilen şartlar kapsamında özgürce diğer kişilerle, dilediği şekilde, türde ve içerikle akit yapabilmesi, hem de bu bağa mahkûm olmadan, yine kanun hükümleri kapsamında bu ilişkiyi anlaşılarak özgürce sona erdirebilmesi veya içeriğini değiştirebilmesi olarak tanımlanabilir.²⁵⁵

Sürekli bir sözleşme niteliğinde olan limited şirket sözleşmesinde, ortak için ortaklık ilişkisinin sona ermesi anlamına gelen çıkma durumunda, iki menfaat karşı karşıyadır. Ortaklık ilişkisinin devamındaki şirket menfaati ile ortağın temel hak ve özgürlüğü kapsamındaki menfaati (buna bağlı ekonomik gelişimi ve kendisini şirkete bağlayan bağdan kurtulma noktasındaki menfaati) karşı karşıya gelmektedir. Şirketler hukuku uygulamasında, kanun koyucu, şirketten çıkmayı bir ilke olarak kabul etmektedir. Bu durum sürekli borç ilişkisinin haklı nedenlere dayalı olarak sona erdirilebilmesi ilkesinin bir yansımasıdır. Ortaklık ilişkisi, ortak için yürütülemez bir noktaya gelmişse, ortağa çıkma hakkı tanınmalıdır. Ortak için ortaklık ilişkisinin son bulması anlamında olan bu imkânın tanınması, temel hak ve özgürlüklerin gereğidir.²⁵⁶

Limited şirkette ortaklar, kendilerine tanınmış olan sözleşme özgürlüğü çerçevesinde, emredici hükümler saklı kalmak kaydı ile şirketin iç işleyişini diledikleri gibi düzenleyebilir, sermaye şirketlerine veya şahıs ortaklıklarına daha yakın bir yapının iç ilişkide de geçerli olmasını sağlayabilirler.²⁵⁷

²⁵³ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 75; Taşdelen, *a.g.e.*, s. 86-87.

²⁵⁴ Taşdelen, *a.g.e.*, s. 86.

²⁵⁵ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 75.

²⁵⁶ Taşdelen, *a.g.e.*, s. 87.

²⁵⁷ Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 25.

Ortağın şirketten ayrılması, bir üst kavram olarak ortağın şirketle ilişkisinin kesildiği tüm halleri ifade etmektedir.²⁵⁸ Çıkma kavramı ise ortağın kendi iradesiyle şirketle ilişkisini kesmesi ve ortaklık sıfatının sona ermesi olarak tanımlanabilir.²⁵⁹ Ortağın şirketten çıkması, ortağın şirketteki ortaklık ilişkisini ve dolayısıyla esas sermaye payını bir başkasına devrederek çıkması ile ortağın tek taraflı bir irade beyanı ile şirketten çıkması ayrı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Esas sermaye payını devrederek çıkan ortağın yerine yeni bir ortak şirkete girerken, tek taraflı irade beyanı ile şirketten çıkan ortağın yerine yeni bir ortak geçmemektedir.²⁶⁰

Ortağın kendi iradesiyle ortaklık ilişkisinden ayrılması olarak çıkma, bir ortağın şirkete yönelttiği ve şirkete ulaşması gereken tek taraflı bir irade beyanı ile şirketle arasındaki hukuki ilişkiyi sona erdirmeye şeklinde tanımlanmaktadır.²⁶¹ Ancak alanyazınında iradi olmayan çıkma halleri olarak tanımlanan ölüm ve cebri icra gibi nedenler de bu kapsamda değerlendirilmektedir.²⁶²

Çıkma hakkının kullanılmasında, şahıs ortaklıkları ile sermaye şirketleri arasında farklılıklar bulunmaktadır.²⁶³ Sermaye şirketlerinde çıkma hakkının kullanılmasında,

²⁵⁸ Şener, **a.g.e.**, s. 871.

²⁵⁹ Çelik, **a.g.e.**, s. 244; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1675; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 85; Şener, **a.g.e.**, s. 871.

²⁶⁰ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 88.

²⁶¹ Engin Erdil, **Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, 2. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010, s. 34; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 86.

²⁶² Gürpınar, *a.g.m.*, s. 77; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 85. Alanyazınında çıkma kavramı altında temel olarak, “TTK m. 595 hükmü kapsamında esas sermaye payının tamamen devri, limited şirket ortağının kişisel iflası, payının haczi, payın itfası, TTK m. 202/1.f.b. ve m. 202/2 uyarınca hâkim şirketin davacı pay sahiplerinin paylarını satın almasına hâkimin karar vermesi, ortakların oybirliğiyle bir ortağın çıkarılmasına karar vermesi, birleşme, bölünme ve tür değiştirmede ortağın çıkma hakkı, TTK m. 596 uyarınca miras, mal rejimi hükümleri uyarınca esas sermaye payının geçmesi, şirket sözleşmesinde öngörülen sebeplerle çıkma, mahkemece haklı sebeple çıkmaya karar verilmesi ve çıkmaya katılma” hususları incelenmiştir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, yaptığı sınıflandırmada ortağın kendi isteğiyle ayrıldığı hâlleri sayarken ortağın iflası veya payının haczini de bu kapsamda saymıştır. Bkz. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1677. Ancak, “iflas, şahsın kendi talebiyle olabileceği gibi iradesi dışında bir sebeple, örneğin alacaklısının talebiyle de gündeme gelebilir. Aynı şekilde payın haczinde ortağın iradesinden, çıkma isteğinden bahsetmek, dolayısıyla bu iki hâli çıkma sınıflandırmasında zikretmek kanaatimizce doğru değildir. Payın tamamen devri, hâkimiyetin kötüye kullanılmasında davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim şirket tarafından satın alınmasına hükmolunması, ortağın şirketten çıkması sonucunu doğursa da teknik anlamda bu hâllerde bir çıkma hakkının kullanılmasından ziyade sermayenin geçişi hükümleri” gündeme gelecektir. Gürpınar, *a.g.m.*, s. 77.

²⁶³ Anonim şirketlerde çıkma yoktur, çıkma benzeri bazı durumlar vardır. Yine “limited şirkette olduğu gibi (TTK 638/1) anonim şirkette pay sahibine esas sözleşme ile çıkma hakkı da tanınmaz. Böyle bir düzenleme sermayenin muayyenliği ilkesine aykırı” düşmektedir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu,

asgari sermayenin korunması gerekmektedir. Bu nedenle çıkma hakkının kullanılması, ortaklığı bazen zor durumda bırakabilmektedir. Limited şirkette, ortakların sahip olduğu çıkma hakkı, ortağın şirket bünyesinde sahip olduğu haklar düşünüldüğünde kişisel ve koruyucu bir hak niteliğinde olup aynı zamanda bozucu yenilik doğuran bir haktır. Çıkma, ortakların ortaklık sıfatını sona erdirmeye yönelik kullanılabileceği bir hak olarak dikkat çekmektedir. Hakkın kullanılmasında yüklenilen işlev, ortak ile şirket arasındaki hukuki ilişkinin sona ermesi, ortaklık mevkiinin son bulmasıdır.²⁶⁴

Anonim şirketler bakımından önemli olan sermayenin korunması ilkesi, ortağın çıkma yoluyla anılan şirketten ayrılmasına izin vermemektedir.²⁶⁵ Bu ilke limited şirketlerde vazgeçilmez bir prensip değildir. Bu durum, limited şirketlerde şirketten çıkmayı anonim şirkete göre mümkün hale getirmektedir. Ortak ile limited şirket arasındaki ortaklık ilişkisi temelde üç şekilde son bulur. Bunlar; çıkma, çıkarılma ve şirketin feshine karar verilmesidir. Ancak yine de limited şirkette ortaklar arasındaki irtibat, işbirliği ve güven ilişkisi anonim şirket ortaklarına kıyasla daha fazla önem arz ettiğinden, kural olarak bir anonim şirkette ortak ancak payını devrederek şirketten ayrılacakken, limited şirket ortağı için belirli durumlar söz konusu olduğunda ancak şirketle arasındaki ilişkiye son vermesine imkân tanınmıştır.²⁶⁶

Şirketten çıkma başlığındaki TTK m. 638'e göre, limited şirket ortaklarına sözleşme ile bu hakkın tanınabileceği, ikinci fıkrasında ise haklı sebeplerin varlığı halinde şirketten çıkmak için her ortağın dava açabileceğine yer vermiştir. Ayrıca limited şirket ortakları kanunda yer alan ticaret şirketleri için geçerli genel düzenlemelerdeki çıkma hakkını kullanabileceklerdir.²⁶⁷

Ortaklıklar Hukuku I, N 848; Ersin Çamoğlu, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshinde Hakimin Takdir Yetkisi”, **Bankacılık ve Ticaret Hukuku Dergisi**, Cilt: XXXI, Sayı: 1, 2015, s. 11 -12 nolu dipnot.

²⁶⁴ Taşdelen, **a.g.e.**, 85-86.

²⁶⁵ 6012 sayılı TTK ile bütün ticaret şirketleri için düzenlenen çıkma halleri olan TTK m. 141, TTK m. 202 haricinde.

²⁶⁶ Gürpınar, **a.g.m.**, s. 76; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, 23.

²⁶⁷ Ayşe Şahin, “Limited Şirkette Ortağın Ortaklıktan Çıkması ve Çıkarılması”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi (MÜHF-HAD)**, Özel Sayı, Cilt: 18, Sayı: 2, 2012, s. 852.

Ölüm, iflas gibi irade dışı haller ayrı tutulacak olursa, limited şirketlerde ortaklar, kendilerine bu yönde bir olanak tanınmadıkça tek yanlı irade beyanları ile şirketten ayrılamaları mümkün değildir. Bunun için iradi ayrılma olan çıkmanın, ya sözleşmeye ya da kanuna dayanması gerekmektedir.²⁶⁸ Çıkma genel olarak, sözleşme ile çıkma ve kanun hükümlerinden kaynaklanan çıkma şeklinde sınıflandırılabilir. Sözleşmeye dayalı çıkma başlığında, TTK m. 577’de yer alan şirket sözleşmesinde öngörülmesi şartıyla bağlayıcı olan hükümler başlığında yer alan ve şirket sözleşmesinde düzenlenen çıkma hakkının ele alınması, kanuni temele dayalı çıkma başlığında ise TTK’da yer alan diğer tüm düzenlemelerin ele alınması faydalı olacaktır. Nitekim TTK m. 141’de birleşme sözleşmesinde yer alan çıkma hakkının kullanılmasında, sözleşmeye dayalı çıkma hakkı ve kanuni temele dayalı çıkma hakkı olduğu konusunda farklı görüşler olabilecektir. Bu hususta temel alınacak kıstas ise limited şirket esas sözleşmesinde yer alan çıkma ve çıkmaya ilişkin hususlar ile kanunun ortağa tanıdığı diğer durumlar başlığında ele alınmasıdır.²⁶⁹

Şirketten çıkmak isteyen ortak, esas sözleşmede çıkma sebepleri öngörülmemişse veya öngörülmesine karşın başkaca haklı sebepler bulunması durumunda TTK m. 638/2’ye göre, haklı sebeple çıkma davası açma hakkına sahiptir. Davanın maddi hukuka ilişkin koşulu, haklı sebeplerin bulunmasıdır. TTK m. 638/2 hükmü, davanın koşulları ve haklı sebep kavramının temel unsurları ve genel ilkeleri konusunda bir değişiklik getirmemektedir. Haklı sebepler, kollektif ortaklıklarda çıkma kavramını düzenleyen TTK m. 245’de yer alan nedenlere göre belirlenecektir.²⁷⁰

²⁶⁸ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 80.

²⁶⁹ TTK m.145’e göre, “birleşme sözleşmesi, birleşmeye katılan şirketlerin, yönetim organlarınınca imzalanması ve genel kurulları tarafından onaylanması” gerektiğinden, birleşme sözleşmesinde devrolunan şirket ortağına iradi bir yetki ile çıkma hakkının tanınmadığı ve birleşme sözleşmesinde yer almadığı durumlarda böyle bir hakkın ortak tarafından kullanılmayacağı nedeniyle, bu şekilde gerçekleşen çıkma hakkının kanuni temele dayalı çıkma başlığında ele alınmasında daha yerinde olacaktır.

²⁷⁰ Şahin, *a.g.m.*, s. 852.

2.1.1. Şirket Esas Sözleşmesine Dayalı Olarak Ortağın Şirketten Çıkması

Çıkma hakkının şirket sözleşmesinde nasıl düzenleneceği konusu TTK'da açıkça belirtilmemiş, bu hakkın sadece şirket sözleşmesi ile öngörülebileceğine yer verilmiştir.²⁷¹ TTK m. 577/1-k ve TTK m. 638/1'e göre, "*şirket sözleşmesi, ortaklara şirketten çıkma hakkını tanıyabilir*", TTK m. 638/1'e göre de, "*şirket sözleşmesi bu hakkın kullanılmasını belirli şartlara bağlayabilir*". Şirket sözleşmesinde düzenlenen çıkma hakkı, bütün ortaklara tanınabileceği gibi, münferit ortaklara da tanınabilir. Bu hak ayrıca, belirli bir esas sermaye payına da tanınabilir.²⁷² Tarafların esas sözleşmeye koyabilecekleri hükümlerle, çıkma hakkını daha ağır şartlara bağlayabilecekleri öngörülmüştür (TTK m. 638/1). Bu şekilde ortaklara payın devrine ilişkin hükümlerin yalnızca ağırlaştırılması yönünde düzenlemesine imkan verilmektedir.²⁷³

Limited şirket ortağına şirket sözleşmesiyle tanınacak çıkma hakkı, kuruluş sırasında düzenlenebileceği gibi, sonradan şirket sözleşmesinde yapılacak değişiklik ile de düzenlenebilir.²⁷⁴ Esas sözleşmede değişiklik yapmak suretiyle bazı ortaklara çıkma hakkı tanımak için ya objektif nedenler bulunmalı ya da diğer tüm ortakların değişikliğe onay vermesi gerekmektedir.²⁷⁵ Bu şekilde verilen sözleşmeye dayalı bir hakkı kullanarak şirketten ayrılmak, sözleşmeye dayalı çıkma hakkını ifade etmektedir.²⁷⁶

²⁷¹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 75; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 176.

²⁷² Şener, **a.g.e.**, s. 874. Benzer şekilde böyle bir hak, objektif nitelikte olmak ve eşitlik ilkesine uyulmak kaydıyla, ortakların bir kısmına veya ayırım yapılmaksızın ortakların hepsine tanınabilir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 32.

²⁷³ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 49. "*Tek taraflı emredicilik şeklinde oluşturulan bu düzenleme, kanun koyucunun açık iradesini yansıtmaktadır. Bu şekilde ancak kanunla getirilen şartların ağırlaştırılması yönünde düzenleme yapılabilecek olması, kanun koyucunun limited ortaklığın şahıs ortaklığı niteliğini vurguladığını göstermektedir*". Demirkapı, **a.g.e.**, s. 49.

Ancak ana sözleşme, sadece ortaklara kanunla getirilen şartların ağırlaştırılması yönünde düzenleme yapılabilecek olmasını değil, aynı zamanda sözleşme serbestisi ilkesi kapsamında daha kolay şartların varlığı halinde çıkmayı hatta ana sözleşmede yer alması durumunda "*istenildiğinde çıkma*" serbestisini de tanıyabilir. Sadece ağırlaştırma yönünde Kanun hükümleri "*belirli şartlara bağanacağı*" hükmünü içermekte, böylece zikredilen ve ana sözleşmede yer alan "*belirli şartların gerçekleşmesi*" durumunda ortak şirketten ayrılacaktır.

²⁷⁴ Şener, **a.g.e.**, s. 876. Çıkma hakkının kuruluş sözleşmesi haricinde kaldırılması ve değiştirilmesi ile ilgili olarak bkz. Şener, **a.g.e.**, s. 876.

²⁷⁵ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 77.

²⁷⁶ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 88-89.

Ortaklara sözleşmeye dayalı çıkma hakkının tanınması zorunlu değildir. Bununla birlikte ortaklara böyle bir hakkın tanınabilmesi için şirket sözleşmesinde hüküm bulunması şarttır. Bu hakka sahip ortak, şirkete karşı kural olarak herhangi bir şekilde bağlı olmayan tek taraflı bir irade beyanında bulunmak suretiyle şirketten ayrılabilir.²⁷⁷ Şirket sözleşmesi dışında ortaklar kendi aralarında yapacakları sözleşmeler ile ortakların bir kısmına veya tamamına şirketten çıkma hakkı tanınmış olsa da, bu hükmün şirket sözleşmesinde yer almaması nedeniyle böyle bir hak ortak veya ortaklar tarafından ileri sürülemez. Bu durum ancak borçlar hukuku sözleşmelerinin hükümlerini doğuracaktır.²⁷⁸

Sözleşmeye dayalı çıkma hakkının hangi ortaklar tarafından ve hangi şartlara bağlı olarak kullanılacağı hususunda ortaklar geniş bir hareket alanına sahiptirler.²⁷⁹ Ortağa, şirket sözleşmesi ile belirli şartların gerçekleşmesi durumunda veya hiçbir şarta bağlanmayan (olağan ve olağanüstü) çıkma hakkı tanınabilir. Ortağa herhangi bir zamanda hiçbir sebep göstermeksizin ve kural olarak belirli sürelerle riayet etmek şartıyla tek taraflı beyanda bulunarak şirketten ayrılabilmesine olanak sağlayan bir düzenleme yapılabileceği; ancak belirli koşulların gerçekleşmesi halinde ve herhangi bir süre koşulu öngörülmezsizin bu hakkını kullanma imkânı verebilir. Bu durumda ortağın çıkma beyanının şirkete ulaşması ile çıkma işleminin hüküm ve sonuçları ortaya çıkacaktır. Buna karşılık, belirli koşulların gerçekleşmesi durumunda herhangi bir beyana gerek kalmaksızın çıkmanın gerçekleşeceği öngörüldüğü takdirde, şartın gerçekleşmesi ile birlikte ortağın şirketten ayrılmış olduğu kabul edilir.²⁸⁰

Çıkma hakkı ve kullanılması ile ilgili şartlar, bir süreye ilişkin olabileceği gibi, maddi ve içeriksel bazı durumlarla ilgili de olabilir. Mesela çıkma, belli bir sürenin geçmesine, belli bir süre önceden yapılmasına, belli bir sürenin sonunda hüküm ifade edeceğine dair şartlara bağlanabilir. Şirketin bazı projelerinin bitirilmesi, kazancının belli düzeye

²⁷⁷ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 75.

²⁷⁸ TTK m. 577 gerekçesine göre, “Bir limited şirketin kurulabilmesi için şirket sözleşmesinde bulunması gereken kayıtlar TTK m. 576’da gösterilmiştir. Kurucular, şirket sözleşmesine, emredici kurallara aykırı olmamaları şartıyla, istedikleri hükümleri koyabilirler. Ancak, bağlayıcı olabilmeleri için bazı hükümlerin şirket sözleşmesinde öngörülmeleri gerekir; aksi halde, şirketler hukuku yönünden bağlayıcı olmaz. Bu maddede sınırlı sayıda (numerus clausus) olarak yer alan hükümler şirket sözleşmesi dışında öngörülmüşse, ancak bir borçlar hukuku sözleşmesinin hükümlerini doğururlar.”

²⁷⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 76.

²⁸⁰ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 31-32.

ulaşması veya belli bir düzeyin altında kalması çıkma için şart olarak kararlaştırılabilir. Bu tür şartların dışında, çıkma hakkının genel kurul kararına bağlanması şartı da getirilebilir.²⁸¹ Sözleşme ile ortağa tanınan çıkma hakkının belli olayların gerçekleşmesine bağlı kılınması durumunda, bu olayların yasal çıkma hakkının kullanılması için gerekli olan haklı sebep niteliğinde olması zorunluluğu yoktur.²⁸² Sözleşmeye dayalı çıkma hakkının şarta bağlandığı durumlarda, şartın gerçekleşip gerçekleşmediği hususunda ortak ile şirket arasında uyuşmazlık ortaya çıkabilir. Bu durumda şartın gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespiti mahkemece karara bağlanacaktır.²⁸³

Sözleşmeyle belirli bir nedene bağlamaksızın -soyut- çıkma hakkının tanınmasını ayrı bir kategori, sözleşmede belli durumlara/nedenlere dayalı çıkma hakkı tanınmasını “*geçerli nedenler*” adı altında ayrı bir kategori olarak kabul etmek, haklı nedenleri ise başlı başına bir kategori olarak ele almak daha isabetli bir sınıflandırma olacaktır. Ancak, çıkma nedeninin haklı sebep teşkil edip etmediğinin takdiri ise hâkime aittir.²⁸⁴

Şirket sözleşmesinde, hangi hallerin haklı sebep sayılacağı konusunda düzenleme yapılma olanağı da bulunmaktadır. Zira her limited şirket ilişkisinde ortakların diğer limited şirketlerden farklı biçimde özel önem verdiği ve üzerinde anlaşma sağladığı, bunların bulunması veya bulunmaması durumunda şirket veya ortaklık ilişkisinin devam etmeyeceğinin kabul edildiği hususlar bulunabilir. Hatta bazı sebeplerin, sadece bazı ortaklar yönünden çıkma nedeni teşkil edeceği de öngörülebilir.²⁸⁵

Sözleşmeye dayalı çıkma hakkının var olabilmesi için, bu hakkın;²⁸⁶

- Şirket kuruluş sözleşmesinde veya sonradan gerekli çoğunluk ile alınan kararla yapılan değişiklik ile sözleşmede yer alması,

²⁸¹ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 176-177.

²⁸² Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 32.

²⁸³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 76.

²⁸⁴ Ersin Çamoğlu, “*Limited Şirketten Çıkma – I*”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 253, Ocak 2014, s. 257.

²⁸⁵ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 33.

²⁸⁶ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 31-35.

- Hakkın kim veya kimler tarafından kullanılabilceğı,
- Hakkın belirli bir şarta bağlanıp bağlanmadığı, bağlandığı durumlarda ise gerçekleşme koşullarını ve zamanını,
- Haklı sebep olarak şirket sözleşmesinde belirli şartlar öngörölmüşse, bu şartların gerçekleşmesi,

gerekmektedir. Bu şartların bir arada bulunmadığı durumlarda ortak için sözleşmeye dayalı çıkma hakkı nedenlerinin oluştuğı söylenemez.

Şirketten çıkma hakkı tanınmış olan ortak, aksi şirket sözleşmesinde öngörölmemişse tek taraflı olarak hiçbir şekilde bağı olmayan yenilik doğuran irade beyanını şirkete ulaştırdığı anda, şirketten çıkma hakkını kullanmış sayılır.²⁸⁷ Şirket sözleşmesi ile tanınan çıkma hakkının kullanılabilmesi için, sözleşmede düzenlenen çıkma nedenlerinin gerçekleşmesi ve bu hakkı kullanmak isteyen ortağın, şirkete yönelik çıkma bildiriminde bulunması gerekli ve yeterlidir. Bu şartın ayrıca haklı sebep teşkil etmesine gerek bulunmamaktadır.²⁸⁸ Böyle bir hakka sahip olan ortağın kural olarak haklı sebeple fesih davası açma yerine çıkma hakkını kullanması gerekir. Ortağın çıkma hakkını kullanmak yerine fesih davası açma yoluna gitmesi durumunda, mahkeme hukuki yararın bulunmadığı gerekçesi ile davacı ortağın talebini reddedebilir. Şirketten ayrılmak isteyen ortağa, sözleşmeye dayalı çıkma hakkının tanındığı durumlarda, ortağın çıkma ve fesih davası açması hâkim tarafından kabul edilmeyecektir.²⁸⁹

²⁸⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1675c.

²⁸⁸ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 178. TTK 141. maddesinde düzenlenen seçimlik çıkma hakkı için de ortağın iradi olarak bildirimde bulunması yeterli şart olarak görölebilir.

²⁸⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 78. Ancak bazı durumlarda sözleşmeye dayalı çıkma hakkının varlığında dahi çıkma ve fesih davası yoluna gidilebilir. Ayrılmak akçesinin gerçek değeri yerine başka bir değer esas alınarak ödenmesinin ya da “*ödeme zamanı bakımından farklı bir esasın öngörölmesi*”, belirli süreye bağlanan sözleşmeye dayalı çıkma hakkı için ortağın bu süreden önce çıkma hakkını kullanabilmesi gibi durumlarda sözleşmeye dayalı çıkma hakkı yerine ortak çıkma veya fesih yoluna gidebilir. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 78-81.

2.1.2. Ortaklar Genel Kurul Kararı ile Ortağın Şirketten Çıkması

TTK m. 638/1'e göre, esas sözleşmede yer alan haklı sebeplerle çıkma amacıyla olan ortak, şirkete çıkma bildiriminde bulunur.²⁹⁰ Ortaklar genel kurulu, ortağın bu talebini kabul ederse çıkma gerçekleşir. Aksi durumda ortak, sözleşmede yer alan çıkma hakkının kullandırılmamasını, TTK m. 638/2'ye göre haklı sebep sayarak, şirketten çıkmak için dava yoluna gidebilir.

Çıkmaya ilişkin olarak esas sözleşmede bir hüküm yoksa veya mahkeme kararı ile çıkma bakımından haklı sebepler de gerçekleşmişse, ortağın kendi isteği ile şirketten ayrılması, sadece diğer ortakların muvaffaketi ile olanaklıdır.²⁹¹

TTK m. 577/1-k'ya göre esas sözleşmede, "*çıkma hakkının tanınması ile bunun kullanılmasının şartları*" varsa ortak, bu hakkın kullanılmasına dayanak teşkil eden esas sözleşmedeki çıkma ile ilgili sözleşme hükümlerini öne sürerek şirketten çıkabilir. Esas sözleşmede çıkma hakkı ile ilgili düzenlemenin mevcut olmadığı durumlarda, ya esas sözleşmede yapılacak değişiklik ile ya da ortağın çıkması ile ilgili olarak esas sözleşmede değişiklik yapmadan tüm ortakların muvaffakati ile ortak şirketten çıkma hakkını kullanabilir. Esas sözleşmede çıkma hakkı düzenlenmesine rağmen, ortağın çıkma talebinin bağlandığı, esas sözleşmedeki şartların gerçekleşmediği durumlarda da ortağın diğer ortakların onayı ile şirketten çıkabilme hakkı bulunmaktadır.²⁹²

Sözleşmede yer alan nedenler veya ortaklar genel kurulu kararı ile şirketten çıkmanın gerçekleşmesi için, çıkan ortağın esas sermaye payının ödenmesi gerekmektedir. Bu pay değeri, sözleşme hükümleri veya ortaklar genel kurulu tarafından belirlenir. Şirket, çıkan ortağa payını TTK m. 612/2'ye göre, kendi paylarını iktisap ederek veya TTK m. 592'ye göre, esas sermayenin azaltılması yolu ile ödeyebilecektir.

²⁹⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1675c; Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 786.

²⁹¹ Şener, **a.g.e.**, s. 892; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 190.

²⁹² Taşdelen, **a.g.e.**, s. 191.

Ortağın şirketten çıkma ve çıkarılmasında, şirketin kendi paylarını satın alması durumunda, iktisap edilen payların iki yıl içerisinde elden çıkartılması için, iktisap edilen tutarın şirket esas sermayesinin % 10'unu aşması gerekir. İktisap edilen pay değeri, esas sermayenin % 10'ndan fazla olduğu ve iki yıl içinde elden çıkartılmadığı durumlarda ise şirketin sermaye azaltılması yoluyla iktisap ettiği pay bedellerini itfa etmesi gerekir.²⁹³

Şirket, çıkan veya çıkarılan ortağın pay bedellerini, kendi paylarını satın almadan, doğrudan esas sermayenin azaltılması yolu ile çıkan veya çıkarılan ortağın pay bedellerini ödeme yoluna da gidebilir. Bu durumda şirketin TTK m. 592 ve bu maddede atıf yapılan TTK m. 473 ve diğer madde hükümleri çerçevesinde esas sermayenin azaltılması yoluna gitmesi gerekmektedir.

2.1.3. TTK'nın Genel Hükümlerinden Kaynaklanan Özel Durumlarda Ortağın Şirketten Çıkması

TTK'da yer alan çıkma sebepleri, sadece limited şirketlere özgü hükümlerden değil, ticaret şirketlerine dair genel hükümlerden de kaynaklanabilmektedir. TTK'nın birleşme (TTK m. 136 vd.) ve hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması (TTK m. 202) maddelerinde yer alan durumlarda ortağa doğrudan şirketten çıkma hakkı tanınmıştır.

Şirket paylarının ve ortaklık haklarının incelenmesi başlıklı TTK m. 191/1'e göre, *"birleşmede, bölünmede ve tür değiştirmede²⁹⁴ şirket paylarının ve ortaklık haklarının gereğince korunmamış veya ayrılma karşılığının uygun belirlenmemiş olması hâlinde, her ortak, birleşme, bölünme veya tür değiştirme kararının Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilanından itibaren iki ay içinde, söz konusu işlemlere katılan şirketlerden birinin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden, uygun bir denkleştirme akçesinin saptanmasını isteyebilir"* şeklindeki düzenlemeden anlaşılaçağı

²⁹³ Şener, a.g.e., s. 920.

²⁹⁴ 6102 sayılı TTK'nın yeniden yapılandırmaya ilişkin düzenlemelerinde, *"İsviçre'nin Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devrine İlişkin Federal Kanunu (İBirK)"*, AB'nin birleşme işlemlerine ilişkin *"78/855/EEC sayılı Üçüncü Yönergesi"* ve bölünme işlemlerine ilişkin *"82/891/EEC sayılı Altıncı Yönergesi"* temel alınmıştır. Ercüment Erdem, *"Birleşme Bölünme ve Tür Değiştirmede Yeni Davalar"*, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN'e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı: 2, 2013, s. 113.

üzere, maddede sayılı hallerden dolayı, ilandan itibaren iki ay içerisinde denkleştirme akçesinin talep edilebileceği hallerden biri “*ayrılma karşılığının uygun belirlenmemiş*” olmasıdır. Bundan çıkarılacak sonuç, ayrılma karşılığının ayrılmayı ifade eden iki durum olan çıkma ve çıkarılma durumunda söz konusu olabileceğidir.²⁹⁵

Bölünme bahsinde yer alan ayrılma durumlarından biri ise, “*oranın korunmadığı bölünmede bazı ortaklar, devralan veya yeni kurulan şirkette pay iktisap ederek bölünen (devreden) şirketten tamamen ayrılabilirler*” (TTK m. 161 gerekçe) hükmüdür. Bu hükümle ortak, devreden şirketten tamamen ayrılma hakkına sahip olduğu sonucu çıkmaktadır. Bu şekilde devreden şirketten ortaklık ilişkisini bölünmenin gerçekleşmesi ile sonlandırmakta, ortak açısından devreden şirketten çıkma hali teknik olarak gerçekleşmektedir.

Yukarıda yer alan TTK hükümlerinden bölünme ve tür değiştirme halleri için Kanun doğrudan çıkma hakkı tanımamış olsa da, sözleşmede yer alması durumunda TTK m. 638/1’e göre, sözleşmede yer almaması, bölünme ve tür değiştirme kararlarında muhalif olarak yer alması durumunda ise TTK m. 638/2’ye göre, haklı sebep varlığı dolayısıyla ortak çıkma hakkını kullanabilecektir.

2.1.3.1. Birleşme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkması

TTK m. 136 ila 141’de ticaret şirketlerinin birleşme hükümlerine yer verilmiştir. Birleşme, birleşmeye katılan şirketlerin yazılı bir sözleşme düzenlemek suretiyle bir veya birden fazla devrolunan şirketin tüm malvarlığının külli halefiyet yoluyla devralan şirkete geçeceği, karşılığında devrolunan şirketin veya şirketlerin ortaklarına devralan şirketin paylarının veya haklarının tahsis edileceği ya da ayrılma akçesi verileceği ve devrolunan şirket veya şirketlerin tasfiyesiz sona erecekleri hususunda anlaştıkları ve bahse konu sözleşmenin birleşmeye katılan şirketlerin yetkili kurullarında onaylandığı bir yeniden yapılandırma işlemi olarak tanımlanabilir.²⁹⁶

²⁹⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 137; Erdem, *a.g.m.*, s. 114.

²⁹⁶ Fena İpek Kayalı, **Türk Ticaret Kanunu’nda Birleşmeler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014, s. 9.

Birleşme durumunda devrolunan şirket ortaklarına, devredilen malvarlığının karşılığı olarak, devralan şirket ortaklığında belirlenen bir değişim ölçüsüne göre ortaklık payı verilecektir. Bu durum, birleşmede ortaklık haklarının devamlılığı ilkesinin sonucudur. Ortaklık haklarının devamlılığı ilkesinin istisnası ise, birleşme sözleşmesinde devrolunan şirketin ortaklarına, devralan şirketin ortaklık payları yerine seçimlik veya zorunlu ayrılma akçesinin verilmesinin kararlaştırılmasıdır.²⁹⁷

TTK m. 136 ila 141’de yer alan bu hükümler sadece birleşme durumunda ve TTK m. 151’de yer alan nisaplarla birleşme sözleşmesinin onaylanmış olması gerekir. Birleşme kararı başlıklı TTK m. 151/1-c’de ise, *“limited şirketlerde, sermayenin en az dörtte üçünü temsil eden paylara sahip bulunmaları şartıyla, tüm ortakların dörtte üçünün oylarıyla” birleşme kararının alınabileceği*” şeklinde limited şirket genel kurulunda yapılacak oylama için özel bir belirleme yapılmıştır.²⁹⁸

TTK m. 151/1-c’de yer alan nisapla oylanan birleşme sözleşmesinde, *“birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanınabileceği (TTK m. 141/1)”*, böylece birleşme işlemine muhalif olan ortaklara ya birleşmeye rıza göstermesi ya da birleşilecek şirketteki paylarına isabet eden paylarının gerçek değerine denk gelen ayrılma akçesi olarak - birleşme öncesinde- şirketten ayrılma arasında seçimlik hak tanınmıştır. Bu durumda ortağa, kendi rızası ile yeni kurulan veya devralan şirkette pay sahipliği sıfatlarını devam ettirme veya birleşme sözleşmesinde yer alan ayrılma akçesini alarak şirketten ayrılma konusunda tercih yapma imkânı tanınmaktadır. Seçimlik ayrılma akçesinin düzenlenme amacı, birleşmeye katılmak istemeyen, birleşmeyi kendi menfaatine aykırı gören devrolunan şirketin ortaklarını devralan veya yeni kurulan şirkette zorla tutmanın haklı olmadığı temeline dayanmaktadır.²⁹⁹

²⁹⁷ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 235-250.

²⁹⁸ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1675f.

²⁹⁹ TTK m. 141 gerekçesi.

TTK m. 141/2’de ise, “*birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörülebileceği*”, madde gerekçesinde ise sözleşmede sadece ayrılma akçesinin ödenmesine yer verildiği durumlarda, birleşme sözleşmesinin devreden şirketin oy hakkını haiz ortaklarının % 90’ı tarafından onaylanması gerektiğini belirtmiştir. TTK 141/2’de belirlenen durumda ortağa devrolunan şirkette pay sahipliğine devam etme hakkı tanınmamış, zorunlu olarak sözleşmede öngörülen ayrılma akçesini alarak şirketten ayrılma, şirkete de azlıkta kalan ortağı çıkarma hakkı tanınmıştır.

Birleşme nedeniyle ortağa pay sahipliğine devam etme veya ayrılma akçesini alarak şirketten ayrılma hakkı tanınması ile şahıs ortaklıkları ile limited şirketlerde ortakların şirketten çıkması durumları birbirinden farklıdır. Ortağın, birleşme haricinde, şirketten çıkması için TTK’da öngörülen veya haklı bir nedeninin olması gerekir.

Benzer şekilde birleşme sözleşmesinde sadece ortağa ayrılma akçesinin verilmesini öngörerek, % 10 ve daha azınlıktaki ortakların şirketten çıkarılması, şahıs ortaklıklarında ortağın ortaklıktan çıkarılmasına ilişkin hükümlerle kıyaslandığında temel fark, azınlığa itaf edilebilecek bir kusurun olup olmadığı araştırılmadan, azınlık hakkında şirketten çıkarma kararı verilebilmektedir. Şahıs ortaklıklarında ise genellikle ayrılan ortağın bu duruma kusuruyla sebebiyet vermesi gerekmektedir.³⁰⁰

Diğer taraftan şirketten zorla çıkarılan ortakların menfaatleri, gerek TTK m. 151/5’de yer alan ağırlaştırılmış karar nisabı, gerek Kanun’da öngörülen birleşme raporunda, ayrılma akçesinin tutarının hukuki ve ekonomik yönden açıklanmasının zorunlu olması (TTK m. 147), ortaklara inceleme hakkı tanınmış olması (TTK m. 149), ayrılma akçesinin uygun belirlenmiş olması halinde mahkemeden uygun bir denkleştirme akçesinin saptanmasını isteme hakkı tanınmış olması (TTK m. 191), birleşme kararına karşı iptal davası açma (TTK m. 191) ve/veya birleşen şirketlerin yönetim organları aleyhine sorumluluk davası açma (TTK m. 193) hakkının tanınmış olması gibi mekanizmalarla çıkarılan ortakların hakkının korunması amaçlanmıştır.³⁰¹

³⁰⁰ Develi, *a.g.m.*, s. 461.

³⁰¹ İpek Kayalı, *a.g.e.*, s. 265-266.

Birleşme, kanunun izin verdiği iki veya daha fazla şirketin mal varlıklarının tasfiye edilmeksizin, içlerinden birine veya yeni kurulan bir şirkete kendiliğinden bir bütün olarak geçmesi ve bu suretle mal varlıklarının birleşmesi sonucu intikal eden mal varlığının karşılığı olarak, infisah eden şirketin veya şirketlerin ortaklarının, hesaplanan değiştirme birimi ölçüsüne göre bünyesinde birleşilen veya yeni kurulan şirkete ait yeni payları kendiliğinden kazanmasıdır.³⁰²

TTK m. 141/1'in amacı, birleşmeye katılmak istemeyen, birleşmeyi kendi menfaatine aykırı gören devrolunan şirketin ortaklarını devralan veya yeni kurulan şirkette zorla tutmanın doğru olmadığı düşüncesine dayanmaktadır.³⁰³

Birleşmede ilke, ortak olma durumunun devamlılığıdır.³⁰⁴ Ortakların istemeleri durumunda, ortaklıklarının devamını ilke gereği devralan ya da yeni kurulan şirkette devam ettirebilirler, isterlerse de birleşme sözleşmesinde öngörülen ayrılma akçesini alarak şirketten ayrılabilirler (TTK m. 141/1 gerekçe). Birleşme sözleşmesinde çıkmanın seçimlik hak olarak tanınması, ortağa şirketin birleşmeye katılması durumunda şirketten çıkma imkânı sağlamaktadır. Seçimlik ayrılma akçesi, devrolunan şirketin ortakları bakımından seçimlik hak niteliğindedir. Seçim hakkı, tek taraflı bir beyanla kullanılır. Beyan, birleşme sözleşmesinde seçim hakkının kullanım süresi içinde seçim hakkını içeren beyanda değişiklik yapılmasına dair bir hüküm yoksa, devralan şirkete ulaştığında hüküm ifade eder.³⁰⁵

TTK m.151/5'e göre, seçim hakkı sadece devrolunan şirket ortaklarına tanınmaktadır. Madde'ye göre, *"birleşme sözleşmesi ayrılma akçesi öngörüyorsa buna ilişkin kararın, devreden şirket şahıs ortaklığı ise oy hakkına haiz ortakların, sermaye şirketi ise şirketteki mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oyları ile alınması"* zorunludur.³⁰⁶

³⁰² Taşdelen, **a.g.e.**, s. 137.

³⁰³ TTK m. 141 gerekçe.

³⁰⁴ Erdem, *a.g.m.*, s. 114- 115; İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 251.

³⁰⁵ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 251.

³⁰⁶ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 252. Bu nisap birleşmeye katılan tüm (devrolunan) şirketler bakımından değil, sadece seçimlik ayrılma akçesi verilmesini öngören (devrolunan) şirket veya şirketler bakımından geçerlidir. İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 256.

2.1.3.2. Bölünme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkması

TTK m. 159 gerekçesine göre, “bölünme, sermaye şirketlerinin ve kooperatiflerin malvarlıklarını tamamen veya kısmen kendilerinden ayırarak tasfiyesiz olarak ve kısmî küllî halefiyet yoluyla başka sermaye şirketlerine veya kooperatiflere devretmeleri ve bunun karşılığında bölünen şirketin ortaklarının devralan şirketlerde ortak konumunu ipso iure (kendiliğinden) elde etmeleridir”.³⁰⁷ Kanun hükmüne göre sermaye şirketleri ile kooperatifler bölünebilirken, sermaye şirketleri ile kooperatiflerin şahıs ortaklıkları şeklinde bölünmesi ise yasaklanmıştır. TTK m. 160 gerekçesine göre, “çünkü anılan caiz olmayan, bölünme türlerinde alacaklıların korunması ancak tasfiye hükümlerinin uygulanmasıyla mümkündür. Caiz olmayan bölünmeler yasağı, tür değiştirme yoluyla aşılabilir”.

TTK m. 161 gerekçesine göre de, “bölünen (devreden) şirketin ortakları; birleşmeye katılan şirketlerde oranlarını koruyarak veya korumayarak pay iktisap edebilirler; bölünen şirketten çıkabilirler; devralan veya yeni kurulan şirketlerin bazılarında ve tümüne katılmayabilirler; bölünen şirketteki paylarını artırabilirler”.

TTK m. 141’de düzenlenen ayrılma akçesi, ticaret şirketlerinin birleşmesine bağlı bir düzenlemedir. Tür değiştirme ve bölünmeye ilişkin maddeler içerisinde ayrılma akçesi ile ilgili herhangi bir hüküm bulunmamasına rağmen, birleşme hakkında öngörülmüş bulunan ayrılma akçesi hükümleri, bölünmeye ve tür değiştirmeye kıyas yoluyla uygulanamayacaktır. Ancak bu Kanun boşluğu, olumsuz nitelik taşımamakta ve bazı istisnai haller hariç TTK m. 141/1’de seçimlik olarak düzenlenen ayrılma akçesinin bölünmeye uygulanmasının kabul edilmesi gerekecektir.³⁰⁸

³⁰⁷ “Birleşmede devrolunan ortaklığın malvarlığı devralan veya yeniden kurulan ortaklığa, belirlenecek değişim oranına göre kendiliğinden (ipso iure) geçer. Dolayısıyla ortaklar, devralan ya da yeni kurulan ortaklıkta kendiliğinden ortak haline gelir. Bu kural birleşmede olduğu gibi bölünme ve tür değiştirmede de geçerlidir. Ancak eşdeğer olmayan bölünmede mevcut pay sahipliği oranı esas alınmaksızın pay sahipliğinin devamı söz konusudur. Bu şekilde bölünen ortaklığın ortağı dilerse paylarını ayarlayarak eski ortaklıkta kalabilir, yeni ortaklığa geçebilir veya yeni ortaklıktan hiç pay almayabilir; yani ortaklıktan ayrılabilir (TTK m. 159 gerekçesi).” Erdem, a.g.m., s. 115.

³⁰⁸ Ünal Tekinalp, “Birleşmede Ayrılma Akçesi”, **Regesta**, Cilt: II, Sayı: 1, 2012, s. 23. TTK m. 141’de düzenlenen, “ayrılma akçesi dışında ortaklar yeniden yapılandırma işlemi sonucunda ihraç edilemez; ortaklık haklarının devralan, yeni kurulan veya tür değiştiren ortaklıkta sürdürülmesi sağlanmalıdır.

Birleşme gibi bölünmenin de azınlık pay sahiplerinin zararına olması mümkündür. Bu durumda özellikle bölünen şirketin azınlık pay sahiplerine paylarının gerçek değerini karşılayacak olan bir ayrılma akçesi ile şirketten çıkabilme seçeneğinin tanınması ve ayrıca bölünen ve devralan şirketlere TTK m. 141/2 ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)’nun m. 38 hükümlerine paralel olarak nakden ödenerek şirketten çıkarma hakkı tanınması gerekmektedir.³⁰⁹

TTK’nın bölüme düzenleyen hükümlerinde ortaklara tanınmış yasal bir çıkma hakkı bulunmamakla birlikte, alanyazınında menfaatlerin korunması amacıyla ortaklara çıkma hakkının tanınması gerektiği savunulmaktadır.³¹⁰

2.1.3.3. Tür Değiştirme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkması

TTK m. 180’e göre, “*bir şirket hukuki şeklini değiştirebilir. Yeni türe dönüştürülen şirket eskisinin devamıdır*”. Tür değiştirme, bir ticaret şirketinin malvarlığında herhangi bir değişiklik olmaksızın veya yapılmaksızın, malvarlığı başkasına devredilmeksizin, tasfiye yapılmaksızın, ortaklığın ekonomik bütünlüğü ve ortaklarının paylarının ve haklarının sürekliliği korunarak bir başka ticaret şirketine dönüşmesi olarak tanımlanmaktadır.³¹¹ TTK’nın tür değiştirmeye özgü hükümleri incelendiğinde, da tür değiştirmeye karşı olan ortakların ilgili bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak, birleşme, bölünme, tür değiştirmeye ait ortak hükümleri oluşturan TTK m. 191 bakıldığında ise tür değiştirme durumunda ortaklara çıkma hakkının verildiği anlaşılmaktadır.³¹²

Ortağın, şirket yeniden yapılandırma işlemi sonucunda devralan, yeni kurulan veya tür değiştiren ortaklıkta ortak olmayı sürdürme hakkının korunması gerekir. TTK m. 191 ile düzenlenen dava, ortağa tanınan ortaklık hakları, ayrılma akçesi ve diğer hakların uygun olup olmadığının incelenmesine, denetlenmesine ilişkindir. Bu davayı açan ve ortaklık

TTK, birleşme dışındaki yeniden yapılandırma işlemlerinde (bölünme ve tür değiştirme), ortaklara seçimlik hak olarak ayrılma akçesini alıp çıkma hakkının tanınmasına veya azlığın çıkartılmasına olanak tanımaz”. Erdem, a.g.m., s. 116.

³⁰⁹ Taşdelen, a.g.e., s. 158-159.

³¹⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1675h; Taşdelen, a.g.e., s. 167.

³¹¹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 177.

³¹² Taşdelen, a.g.e., s. 167.

haklarının korunmasında haksızlığa uğrayan ortak katlandığı zararın tazminini değil, hakkaniyete uygun bir denkleştirmenin ödenmesini ister. TTK m. 191’de düzenlenen ortaklık hak ve paylarının incelenmesi davası ile ortakların haklarının gereğince korunup korunmadığı, TTK’nın hakların korunmasına ilişkin hükümlerinin doğru uygulanıp uygulanmadığı denetlenir.³¹³

Tür değiştirme, bir devir işlemi olmayıp bir şekil değiştirmedir. Bazı şirketlerin herhangi bir sebeple tür değiştirmenin dışında kalması, tür değiştiren şirketin kişiliğinin özdeşliğini koruması gerekliliği ilkesi dolayısıyla kabul edilemez. Bu sebeple bazı ortakların bölünmenin dışında tutulmaları halinde ödenecek olan ayrılma akçesi yükünü her halde bölünen şirket ödemek durumundadır. TTK m. 141/2 hükmünün bölünmede de geçerli olması kural olarak doğru değildir. Meğerki yeni kuruluşa somut olayın özellikleri TTK m. 141/2’nin uygulanmasını açıkça haklı gösterebilir. Mevcut bir şirketin devralması yolu ile bölünmede TTK m. 141/1’in uygulanması daha kolay olabilir. Bu halde ayrılma akçesi hükümlerinin kıyas yolu ile uygulanabileceği, yeni kuruluşa ise kıyasa başvurulamayacağı kaynak hukukta savunulur. İncelenmekte olan sorun esasında bölünme bağlamında ele alınmalıdır. TTK m. 194’e göre, bir ticari işletmenin bir ticaret şirketi ile birleşmesinde TTK m. 141 kıyas yolu ile uygulanabilir.³¹⁴

Denkleştirme davası sonucu mahkemenin ödenmesine karar vereceği denkleştirme akçesinin, TTK m. 141/2’ye göre, pay sahiplerine ödenecek denkleştirme akçesi ile aynı değildir. TTK m. 191 ile istenecek denkleştirme akçesi ile ortağa tanınan pay, hak veya ayrılma akçesi uygun olmaması sebebiyle talep edilen bir denkleştirme, ek bir ödeme niteliğindedir. Mahkeme, TTK m. 141/2’de denkleştirme akçesi için öngörülen % 10’luk orana bağlı değildir (TTK m. 191/1).³¹⁵

³¹³ Erdem, *a.g.m.*, s. 116. “Mahkeme zarar hesabı yapmaz, yeniden yapılandırma işlemine ilişkin sözleşmeyi inceleyerek olması gereken karşılığın ödenmesine karar verir. Yani mahkeme bu dava ile yeniden yapılandırma işleminin geçerliliği incelemeyebilir veya değişim oranını değiştirerek yeniden hak tahsis etmez. Yeniden yapılandırma işlemi sözleşmesine göre belirlenen değişim oranındaki düzeltme, denkleştirme akçesinin saptanması yoluyla yapılır.” Erdem, *a.g.m.*, s. 117.

³¹⁴ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, s. 23-24.

³¹⁵ Erdem, *a.g.m.*, s. 117-118.

2.1.3.4. Hâkimiyetin Bağlı Ortaklığı Kayba Uğratacak Şekilde Kullanılması Sonucunda Ortağın Şirketten Çıkması

Hâkim şirket ve bağlı şirket, “*şirketler topluluğu*”³¹⁶ adıyla TTK m. 195 ila 210 arasında düzenlenmiştir.³¹⁷ TTK m. 195/1-a’ya göre şirketler topluluğu, “*Bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketinin doğrudan veya dolaylı olarak, oy haklarının çoğunluğuna sahipse, şirket sözleşmesi uyarınca, yönetim organında karar alabilecek çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilmek hakkını haizse veya kendi oy hakları yanında bir sözleşmeye dayanarak tek başına veya diğer pay sahipleri ya da ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu oluşturuyorsa ya da bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketini, bir sözleşme gereğince veya bir başka yolla hâkimiyeti altında tutuyorsa, birinci şirket hâkim, diğeri bağlı şirkettir*”.³¹⁸

Şirketler topluluğunda hâkim şirket, hâkimiyet gücünü bağlı şirketi kayba uğratacak şekilde kullanamaz. Yasa koyucu, bu ilkenin ihlâli halinde bağlı şirketin ortaklarına ve alacaklılarına, hâkim şirkete ve onun yönetim kurulu üyelerine karşı tazminat davası açma hakkı tanımıştır.³¹⁹ TTK m. 202’ye göre hâkim şirketin, “*bağlı şirketi, iş, varlık, fon, personel, alacak ve borç devri gibi hukuki işlemler yapmaya; kârını azaltmaya ya da aktarmaya; malvarlığını ayni veya kişisel nitelikte haklarla sınırlandırmaya; kefalet, garanti ve aval vermek gibi sorumluluklar yüklenmeye; ödemelerde bulunmaya; haklı bir sebep olmaksızın tesislerini yenilememek, yatırımlarını*

³¹⁶ TTK m. 195 uyarınca şirketler topluluğunun varlığı için, biri hâkim (ana) diğeri de bu hâkim şirkete doğrudan ya da dolaylı olarak bağlı bulunan bir veya birden çok (yavru) şirketin bulunması gerekmektedir. Aralarında hâkimiyet ilişkisi bulunmayan şirketler, şirketler topluluğu oluşturamayacaktır. Karababa, **a.g.e.**, s. 165.

³¹⁷ 6102 sayılı TTK’nın “*Ticaret Şirketleri*” başlıklı ikinci kitabının birinci kısmını oluşturan “*genel hükümler*” arasında düzenlenen TTK m. 195 ila 210, TTK’da yer alan tüm ticaret şirketleri için öngörülmüştür. Ancak, TTK m. 124/1’e göre, ticaret şirketleri arasında yer alan kooperatiflerin kâr amacı gütmemeleri, şahıs ortaklıkları olan kollektif ve komandit ortaklıkların ise uygulamada topluluk hukuku oluşturacak şirketler arasında sık görülmeyen şirketler olması nedeniyle, sermaye şirketleri (özellikle anonim şirket) ve şirketler topluluğu hukukunun uygulanması bakımından hâkimiyetin ve buna bağlı olarak hâkim şirket unsuru ile buna bağlanan hakların ele alınması daha uygundur. Karababa, **a.g.e.**, s. 164-165.

³¹⁸ Ersin Çamoğlu, “*Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları*”, *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Sayı: 2, 2013, s. 20; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 169-170. “*Bu şirketlerden en az birinin merkezi Türkiye’de bulunması halinde Kanundaki şirketler topluluğuna ilişkin hükümler uygulanır*” (TTK m. 195/1-b).

³¹⁹ Çamoğlu, “*Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları*”, s. 19.

kısıtlamak, durdurmak gibi verimliliğini ya da faaliyetini olumsuz etkileyen kararlar veya önlemler almaya yahut gelişmesini sağlayacak önlemleri almaktan kaçınmaya yöneltemeyeceğine” işaret etmektedir. Madde’de sayılan hallere bakılarak hâkimiyetin hukuka aykırı olarak kullanılması hallerinin sınırlı sayıldığı sonucuna varılmamalıdır.³²⁰

Madde’de yer alan hâkim şirketin, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratabilecek şekilde yukarıda sayılan şekillerde kullanımı sonucunda bağlı şirketi zarara uğratması durumunda, bağlı şirketin kayıplarının ilgili hesap yılında fiilen denkleştirilmesi³²¹ veya denkleştirmenin nasıl ve ne zaman yapılacağı konusunda şirkete bir talep hakkı tanınması gerektiğine yer verilmiştir.

TTK m. 202/1-b’ye göre, *“bağlı şirketin pay sahipleri ve alacaklıları, hâkim şirketten ve onun zarara sebep olan yönetim kurulu üyelerinden şirketin zararını tazmin etmelerini dava edebilirler. Hâkim istem üzerine veya resen somut olayda hakkaniyete uygun düşecekse, tazminat yerine bu maddenin ikinci fıkrası hükümlerine göre, davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim şirket tarafından satın alınmasına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verebilir”*.

³²⁰ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 170-171. TTK m. 202/1-a gerekçesinde ayrıca, *“bağlı şirketin bir işinin, bazı varlıklarının veya fonlarının, personelinin başka bir topluluk şirketine aktarılması, alacak temliki veya borç devri gibi işlemlerin yapılması söz konusudur. Örnek olarak gösterilen işlemlerin yapılmasıyla sonucun doğmuş olması şart değildir. İşlemin kayba sebebiyet verebileceğinin ikna edici bulgular ve çıkarımlarla anlaşılması yeterlidir. Meselâ, bir ihaleye girmemek veya ihale şartlarından bazılarını gerçekleştirebilecekken bundan bilinçli olarak kaçınmak “iş”in devridir. İhale konusunun, amaçlanan işletme tarafından kazanılmamış olması önemli değildir. Önemli olan, kaybın şartlarının bağlı şirket tarafından hazırlanmasıdır. Somut olayın özelliklerine göre, “kâr aktarılması”nın aynı zamanda “kâr nakli” olarak da anlaşılması, amaca uygun yorum gereğidir. İkinci grup bağlı şirketin, hâkim şirketin hâkimiyeti kullanması sonucu, kendisine kayıp verecek tarzda aynı ve şahsî yükler üstlenmesidir. Diğer bir grup kayıp hali ise, hâkim şirketin makro planlarına ve politikalarına bağlı şirketin feda edilmesi gibi uygulamalar”* şeklinde diğer bir kısım belirlemeler de yapılmıştır.

³²¹ TTK m. 202/1-a gerekçesine göre, *“denkleştirme bağlı şirkete yarar ve bir avantaj tanınması gibi kaybın giderilmesini sağlayacak bir karşılığa ilişkin olabilir. Mesela verilen garanti veya kefaletin, karşı garanti ve kefalet ya da avale güvence altına alınması, herhangi bir lisans ve marka kullanma hakkı tanınması, herhangi bir ücret talep edilmeden araştırma ve geliştirme hizmeti verilmesi, know-how verilmesi, personele staj ve eğitim imkânları sağlanması, pazarlama açısından yararlandırılması, denk değerde bir taşınmazın devri, bağlı şirketin kayba uğramasının karşılığında yararlandırılmış olan diğer bir bağlı şirketin sermaye artırımında rüçhan hakkı tanınması, şartlı sermaye artırımında kayba uğrayan şirketin hak sahibi kılınması gibi. Denkleştirme, kayba sebebiyet verilen hesap yılı içinde fiilen gerçekleştirilebileceği gibi, o hesap yılı içinde şirkete denkleştirmenin nasıl ve ne zaman yapılacağı konusunda bir talep hakkı kazandırılması da mümkündür”*.

TTK m. 202/1'deki davanın asıl amacı, bağlı şirketin kaybının giderilmesidir. Ortağın paylarının satın alınmasını ve bu yolla şirketten çıkmayı talep etmesi halinde sorun yaşanmayacaktır. Ancak hâkim bu seçeneğe resen karar verecekse, maddenin koyduğu “*somut olayda hakkaniyete uygun düşecekse*” ölçütünü özenle uygulaması gerekir. Bu bağlamda sadece davacının veya davacıların paylarını satın alınarak şirketten çıkarılmasının halin büyük çoğunluğunda bağlı şirketin uğradığı kaybı gidermeyeceği ve bu nedenle de somut olayda hakkaniyete uygun düşmeyeceği gözden uzak tutulmamalıdır. Bu nedenle hâkimin davacının payının satın alınmasına resen karar verme yetkisini çok istisnai hallerde kullanması gerekmektedir. Buna karşılık “*koşulları varsa*” hâkimin bağlı şirketin bütün paylarının satın alınmasına karar vermesi seçeneğinin somut olay adaletine daha uygun düştüğü söylenebilir. Bu takdirde hâkim şirket sebebiyet verdiği tüm zararı üstlenmiş olur.³²²

Hâkim, istem üzerine veya takdir hakkı kapsamında resen davacının paylarının hâkim şirketçe satın alınmasına karar verirse, bu karar yenilik doğuran bir hükümdür. Davacı kararın kesinleştiği tarihte payını devrederek şirketten çıkmış sayılır ve kendisine payının bu tarihteki gerçek değeri ödenir.³²³ Bu değer, payın şirketler topluluğu içindeki yaşayan piyasa değeridir.³²⁴

³²² Çamoğlu, “Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları”, s. 26.

³²³ TTK m. 202/2'ye göre, “ortağın payının satın alınması yoluyla şirketten çıkmayı talep etmesi halinde kendisine ödenecek bedelin ‘karara en yakın tarihteki değer’” olacağı yolunda özel hüküm vardır. Buna karşılık 1. fıkradaki davada hâkimin talep üzerine veya resen payların hâkim şirketçe satın alınmasına karar vermesi halinde sözü geçen özel hükme yer verilmemiştir. Bununla birlikte dava sürecindeki pratik zorunluluk, en yakın tarihteki değeri işaret etmektedir. Nitekim bu gerçeği göz önünde tutan yasa koyucu, TTK m. 531'deki haklı sebeple fesih davasında hâkimin takdir yetkisi kapsamında davacının payını alarak şirketten çıkmasına karar vermesi halinde de bu değer “karar tarihine en yakın tarihteki değer” olacağını açıkça belirtmiştir. Çamoğlu, “Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları”, s. 27 -16 nolu dipnot.

³²⁴ Çamoğlu, “Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları”, s. 27.

2.1.3.5. Haklı Bir Sebep Bulunmaksızın Hâkim Gücün Kullanılması Sonucu Gerçekleştirilen Önemli İşlemlerden Doğan Zararlar Nedeni ile Ortağın Şirketten Çıkması

TTK m. 202/2'e göre, şirketler topluluğunda hâkim gücün hukuka aykırı kullanılması sonucu bağlı şirketin gördüğü zararın tazmini için koşulları ve hukukî sonuçları farklı ikinci bir sorumluluk davası daha öngörmüştür. Kanun koyucu, şirket yaşamında köklü değişiklikler yapan bazı işlem ve kararları bu fıkra düzenlediği davaya temel ittihaz etmiştir. Bunlar TTK m. 202/2'de sayılan birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişiklikleridir. Fıkra sayılan örnekler sınırlayıcı değildir. Bunlara esas sözleşmede yapılan genel kurul toplantı ve karar nisaplarına, imtiyaz verilmesine ve pay devirlerine sınırlama getirilmesine ilişkin değişiklikleri ekleyebiliriz. Sonuçta maddede sayılanlar dışındaki işlem ve kararların çıkma davasına temel olacak önem düzeyinde olup olmadıklarını hâkim takdir edecektir.³²⁵

TTK m. 202/2'de tanınan bu çıkma hakkı, bağlı şirketteki azınlıklara haklı bir sebebi bulunmayan önemli işlemlerde; genel kurul kararına red oyu verip tutanağa geçirtmeleri veya yönetim kurulunun bu ve benzeri konulardaki kararlarına yazılı olarak itiraz etmeleri durumunda, hâkim şirketten *“pay sahipleri tarafından bu işlemlerden doğan zararların tazmini istenmiyorsa”* paylarını satın alması ve dolayısıyla şirketten çıkma hakkının dava yolu ile kullanmasını öngörmektedir.

TTK m. 202/2 hükmü Türk hukukunda yeni olup, bununla, hâkimiyet karşısında azınlıkta kalan ve hâkimiyetin kullanış tarzına muhalif olan pay sahiplerine ortaklıktan çıkma hakkı ve olanağı verilmektedir. Bu konuda talep ve davanın koşulu, karşı çıkılan işlemin bağlı şirket yönünden açıkça anlaşılabilir bir haklı sebebin bulunmamasıdır.³²⁶

³²⁵ Çamoğlu, “Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları”, s. 28; Taşdelen, a.g.e., s. 173.

³²⁶ Pulaşlı, a.g.e., s. 182. TTK m. 202/2 gerekçesine göre, “dava zamanaşımı: Tazminat veya payların satın alınmasını istem davası, genel kurul kararının verildiği veya yönetim kurulu kararının ilân edildiği tarihten başlayarak iki yılda zamanaşımına uğrar. Eğer davaya temel olan yönetim kurulu kararı tescil ve ilâna tâbi değilse zamanaşımı davacının kararı öğrendiği tarihten başlar.” Çamoğlu, “Şirketler

Bu çıkma hakkı, dava yolu ile kullanılacak bir hak olup, söz konusu dava için gerekli olan şartlar aşağıdaki gibidir:³²⁷

- Hâkim gücün kullanılması yoluyla bağlı şirket açısından hayati önem taşıyan bir karar alınması ya da işlem yapılması: TTK m. 202/2, örnek verilen işlem ve kararların (birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişiklikleri) bağlı şirket açısından hayati önem taşıdığını kabul etmiştir. Bu işlemler açılacak sorumluluk davasına temel oluştururlar. Verilen örnekler dışında kalan diğer işlemler ve önemli esas sözleşme değişikliklerinin TTK m. 202/2'deki davaya temel olup olamayacağı ise hâkimin takdirine tâbidir.
- İşlemin bağlı şirket bakımından açıkça anlaşılabilir haklı bir sebebinin bulunmaması: Alınan kararla, amaçlanan işlemin bağlı şirkete hiçbir yarar getirmeyeceği, büyük olasılıkla zarar vereceği ve topluluk açısından da böyle bir işlemin yapılmasında zorunluluk bulunmadığı anlamına gelmektedir.
- Zarar: Ortaklarca açılacak payın satın alınması talepli davada, hâkim gücün kullanılması sonucu bağlı şirketin yaptığı işlem ya da aldığı kararda pay sahiplerine verilen zararın somut olarak kanıtlanmasına gerek yoktur.

Ortak, TTK m. 202/2 uyarınca açtığı davada, payının hâkim teşebbüs tarafından satın alınmasını talep etmiş ve dava mahkemede kabul edilmiş ise hükmün kesinleşmesi ile ortak şirketten çıkmış olur.

2.1.4. Haklı Sebebe Dayalı Olarak Ortağın Şirketten Çıkması

Limited şirket, sürekli bir borç ilişkisidir. Ortağın şirketle arasındaki hukuki bağ, sahip olduğu hak ve yükümlülükler birlikte ele alındığında, sözleşme hükümlerinde çıkma hakkı tanınmadığı sürece ahde vefa ilkesi gereği ortağın nedensiz yere şirketten ayrılması düşünülemez.³²⁸

Topluluğunda Hakimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları", s. 31; Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 182.

³²⁷ Çamoğlu, "Şirketler Topluluğunda Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları", s. 28-29.

³²⁸ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 85; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 42.

Limited şirketlerde kişisel ilişkiler ağırlık taşımakta, ortaklar arasındaki güven ilişkisi, şirketin devamı ve amacını gerçekleştirebilmesinde büyük önem taşımaktadır. Ortaklar arasındaki güven ilişkisinin zedelenmesi halinde ise, ortakların aynı amaç için birlikte çalışma isteği kalmayacaktır. Birlikte çalışma isteğini kaybeden ortakların, şirketi devam ettirmesi ve şirketin kuruluş amacını gerçekleştirmesi imkânsız hale gelmektedir. Ortak amaçları kalmayan ortakları şirket sözleşmesi ile bağlı tutmak, bu ortakların kişilik haklarının ihlali anlamına gelecektir.³²⁹

Haklı sebep kavramı, ortaklık ilişkisinin devamını objektif olarak imkânsızlaştıran veya bu ilişkiyi çekilmez hale getiren durumları ifade etmek için kullanılmaktadır.³³⁰ Diğer bir tanıma göre haklı sebep, *“bir hukuki ilişkinin sürdürülmesini çekilmez hale getiren ve bozucu yenilik doğuran bir bildirim veya dava ile hukuki ilişkiyi sona erdirmek veya değiştirmek yetkisinin kullanılmasını adil gösteren hukuki olgu”* şeklinde tanımlanmıştır.³³¹

TTK’da haklı sebebin tanımı, genel hükümlerde veya limited şirketlere ilişkin hükümlerinde yer almamakla birlikte, kollektif ortaklığın sona ermesi bölümünde kollektif ortaklığın haklı sebeple feshini düzenleyen maddede yapılmış ve haklı sebeple sona erme (fesih) hallerine yer verilmiştir. TTK m. 245’e göre haklı sebep, *“şirketin kuruluşuna yol açan fiili veya kişisel sebeplerin şirketin işletme konusunun elde edilmesini imkânsız kılacak veya güçleştirecek şekilde ortadan kalkmış olması”* şeklinde tanımlanmış, *“bir ortağın yönetimde, hesaplarda şirkete ihanet etmesi, kendisine düşen asli görev ve borçları yerine getirmemesi, şirket unvanını veya mallarını şahsi çıkarları için kötüye kullanması, sürekli hastalık gibi nedenlerle şirket işlerini yapamayacak duruma gelmesi”* gibi durumları haklı sebep örneği olarak sıralamıştır. Bu örnekler haklı sebebin ortaklardan biri ile ilgili olabileceği gibi ortaklar arasındaki ilişkilerden de kaynaklanabildiğini göstermektedir.³³² Madde’de yer alan haklı sebep halleri için sınırlı

³²⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 71; Giray, *a.g.m.*, s. 196.

³³⁰ Çamoğlu, *“Limited Şirketten Çıkma-I”*, s. 257; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 180. Çamoğlu haklı sebebi, *“ortaklık ilişkisini çekilmez hale getiren ve dürüstlük kurallarına göre ortak açısından bu ilişkinin sürdürülmesinin kendisinden istenemeyeceği nedenler”* şeklinde ifade etmektedir. Çamoğlu, *“Limited Şirketten Çıkma-I”*, s. 257.

³³¹ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 85.

³³² Gürpınar, *a.g.m.*, s. 86.

sayıda belirleme yapılmamış, “*gibi haller*” denilmek suretiyle benzer sebeplerin de haklı sebep sayılabileceği vurgulanmıştır.

Limited şirkette ortakların haklı sebeple şirketten çıkma (TTK m. 638), haklı sebeple şirketten çıkarma (TTK m. 640/3) ile yöneticilerin yönetim hakkının ve temsil yetkileri (TTK m. 630/2), tasfiye memurları (TTK m. 643 ve TTK m. 537/2) ve denetçilerin azli (TTK m. 643 ve TTK m. 399/4) bakımından haklı sebep aranmaktadır. Ancak, bu durumlar için geçerli olan haklı sebep gerekçeleri fesih davasına göre daha düşük olacaktır. Zira fesih dışındaki haklı sebebin önem taşıdığı hallerde, ortaklık ilişkisi varlığını devam ettirirken, fesih davası sonucunda ortaklık ilişkisi tasfiye aşamasına girip son bulmaktadır.³³³

Ortağın haklı sebebe dayanarak şirketten çıkma hakkı, emredici nitelikte, mutlak ve vazgeçilmez bir hak olup bütün ortaklara sağlanmıştır.³³⁴ TTK m. 638/2 emredici bir hüküm olduğundan, bu hakkın tamamen veya belirli ortaklar için kaldırılmasına ya da şarta bağlanmasına ilişkin sözleşme hükümleri geçerli değildir. Çıkma hakkının şirket sözleşmesinde daha ayrıntılı düzenlenmesi, çıkma sebeplerinin genişletilmesi, çıkma hakkının doğumu ve kullanılmasına ilişkin yasal düzenlemelerde yer alan koşulların sözleşme ile hafifletilmesi mümkündür. Ancak bu koşulların ağırlaştırılması olanaksızdır.³³⁵

Haklı sebeplerin varlığı halinde çıkma, kanuni çıkma halidir. Bu nedenle şirket sözleşmesinde bu yönde bir hüküm bulunmasına da gerek yoktur. Haklı sebeplerle çıkma, ortağın kişiliğinin korunması gereği mutlak, sözleşme ile ortadan kaldırılamayan bir haktır. Ancak bu hakkın kullanılmasını TTK, limited şirketi korumak amacıyla, tek taraflı irade beyanı ile değil, mahkemenin dava yoluyla talep edip, mahkeme kararıyla sonuçlandırılması gerekecektir.³³⁶

³³³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 125.

³³⁴ Şener, **a.g.e.**, s. 879.

³³⁵ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 38.

³³⁶ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 786.

Haklı sebeple çıkma, haklı sebebin varlığı ile birlikte söz konusu bu sebepten dolayı şirkette kalmanın ortak için katlanılmaz hale gelmesi de aranılmalıdır. Somut olaydaki neden karşısında ortağın, şirketin normal şekilde sona ermesine kadar şirkette kalması beklenilemiyorsa sebep, haklı sebep kabul edilmelidir.³³⁷ Haklı sebebin varlığı, çıkmak isteyen davacı ortak tarafından değil, mahkemece tayin ve tespit edilir.³³⁸ Haklı sebebin gerçekleşip gerçekleşmediğini takdir yetkisi ise hâkime aittir.³³⁹

Haklı sebepler; şirket işlerinde, ortaklar arası ilişkilerde veya çıkmayı isteyen ortağın şahsında meydana gelebilir. Özellikle çıkma isteyen ortağın şahsında meydana gelen haklı sebeplerde, söz konusu haklı sebebin ortağın kusuruyla ortaya çıkmaması zorunludur.³⁴⁰

Haklı sebeplere, ortaklar arasındaki güven ilişkisinin kaybolması, şirketin ticari bir faaliyette bulunmaması, şirketin sürekli zarar etmesi, uzun süre kâr dağıtımını yapmaması, kuruluş amacını gerçekleştirmesinde yasal ya da ekonomik imkânsızlıklar olması şeklindeki örnekler alanyazınında yer almaktadır.³⁴¹

³³⁷ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 180-181.

³³⁸ Çamoğlu, “*Limited Şirketten Çıkma-I*”, s. 257; Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 787. Konu hakkında Şener ise, çıkma için haklı sebebin gerçekleşip gerçekleşmediğini ispat yükünün davacı ortağa ait olduğunu belirtmektedir. Yani haklı sebebin gerçekleştiğini, çıkma davası açan ortak ispat etmelidir. Şener, **a.g.e.**, s. 884.

³³⁹ Gürpınar, **a.g.m.**, s. 87.

³⁴⁰ Şener, **a.g.e.**, s. 886.

³⁴¹ Gürpınar, **a.g.m.**, s. 87. TTK’da yaklaşık 37 ayrı maddede haklı sebebe atfen hüküm yer almakla birlikte sadece ticaret şirketlerini ilgilendiren madde başlıklarına aşağıda yer verilmiştir:

TTK m. 199/4’de “bağlı ve hakim şirket ilişkilerinde bağlı şirketlerin raporun hazırlanması için gerekli bilgi ve belgeleri hakim şirketin uzmanlarına vermelerinin gerektiği aksi için haklı sebep bulunması”, TTK m. 219/1 ve 220’de “kollektif şirket sözleşmesi ile atanan yöneticinin görevden alınması”, TTK m. 235/1’de “kollektif şirkette temsilcinin temsil yetkisinin kaldırılması”, TTK m. 245’te “kollektif şirketin haklı nedenle feshi”, TTK m. 255’te “kollektif ortaklıkta ortağın çıkarılması”, TTK m. 257/1’de “iki kişilik kollektif ortaklıkta bir ortağın çıkarılması”, TTK m. 274/1-275/1-276/1’de “kollektif şirket tasfiye memurunun görevden alınması”, TTK m. 282/1’de “tasfiye memurunun yetkilerinin daraltılması”, TTK m. 310/3’te “komandit şirkette komanditer ortağın denetim hakkının kapsamı”, TTK m. 399/8’de “anonim ortaklıkta denetçinin denetleme sözleşmesinin feshi”, TTK m. 461/2 “anonim ortaklıkta rüçhan haklarının sınırlandırılması”, TTK m. 466/1’de “anonim ortaklıkta önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılması veya sınırlandırılması”, TTK m. 479/2’de “anonim ortaklıkta oyda imtiyaz sınırının genişletilmesi”, TTK m. 531/1’de “anonim ortaklığın feshi”, TTK m. 537/2’de “anonim ortaklıkta tasfiye memurlarının görevden alınması”, TTK m. 591/2’de “limited ortakların rüçhan haklarının sınırlandırılması”, TTK m. 595/5’de “limited şirkette şirket sözleşmesinin ayrılmaya izin vermediği veya genel kurulun onaylamadığı durumlarda ortağın çıkma hakkının saklı tutulması”, TTK m. 600/2’de “limited ortaklık genel kurulunun esas sermaye payı üzerinde rehin hakkı kurulmasına onay vermekten kaçınması”, TTK m. 621/1-h’de “bir ortağın haklı sebepler dolayısıyla şirketten çıkarılması için mahkemeye başvurulması ve bir ortağın şirket sözleşmesinde öngörülen sebepten dolayı şirketten çıkarılmasına ilişkin genel kurul kararının önemli kararlardan olduğu”, TTK m. 630/2-3’de “limited

Haklı sebep, sözleşmenin kuruluş anında var olsaydı tarafların bir araya gelmelerinin imkânsız olduğu durumlar, öğrenildiğinde sözleşmeye ve taraflara duyulan güveni ortadan kaldıran, tamamen şahıs temelli, sözleşmenin tarafı olan kişinin diğer tarafa veya sözleşmeye duyduğu inancın ve güvenin kaybolmasına yol açan sebeplerdir. Haklı sebep, tarafların sözleşmenin amacının gerçekleşmesi için gerekli olan beraber çalışma isteğinin yok olmasıdır. Haklı sebep, her somut olayda farklı şekilde tanımlanabilir. Fakat nasıl tanımlanırsa tanımlansın varlığı halinde taraflar için sözleşmenin devamının çekilmez olması, sözleşmeyi devam ettirmelerinin kendilerinden beklenemeyecek olması şarttır.³⁴²

TTK m. 595/5'e göre, *"payın devri şirket sözleşmesiyle yasaklanmışsa"* veya genel kurul TTK m. 595/7 uyarınca, *"devrin onaylanması için başvurulmasından itibaren üç ay içinde devir başvurusunu reddederse"*, payını devretmek isteyen *"ortağın haklı sebeple ortaklıktan çıkma hakkının saklı"* olduğu belirtilmiştir. Devrin yasaklanması ya da onaylanmaması durumunda kanun koyucu, payını devredemeyen ortak için bu hükümle menfaatler dengesini gözeterek haklı sebeple çıkma imkânı tanımaktadır.³⁴³

TTK m. 638/2'e göre, haklı sebeple çıkma davasını her ortak açabilir. Çıkma davasının ortak tarafından açılabilmesi için, ortağın belirli bir oranda paya sahip olması zorunlu değildir. Haklı sebeple çıkma davası açma hakkı niteliği itibarıyla, vazgeçilmez bir ortaklık hakkıdır. Bunun sonucu olarak dava açma hakkının sınırlandırılması veya kaldırılması olanaksızdır.³⁴⁴

2.2. Çıkmaya Katılma Yolu ile Ortağın Şirketten Çıkması

TTK m. 639'da yer alan *"çıkmaya katılma yoluyla çıkma hakkı"* 6762 sayılı TTK'da yer almayan bir düzenlemedir. Bu olanak sayesinde, bir ortağın sözleşmeye dayalı ya da yasal çıkma hakkını kullanmak suretiyle şirketten çıkmak istemesi durumunda, şirket

ortaklıkta müdürlerin görevden alınması yönetim ve temsil yetkilerinin sınırlandırılması", TTK m. 636/3'te *"limited şirketin feshi"*, TTK m. 638/2'de *"ortaklıktan çıkma"*, TTK m. 639/1-a, b'de *"çıkmaya katılma"*, TTK m. 640/3'te *"limited şirkette ortağın çıkarılması"*. Gürpınar, a.g.m., s. 86-87.

³⁴² Giray, a.g.m., s. 198.

³⁴³ Gürpınar, a.g.m., s. 91.

³⁴⁴ Yıldırım, a.g.e., s. 72.

müdür/müdürlerinin diğer ortakları gecikmeksizin bu talepten haberdar etmeleri ile diğer ortaklar da bu çıkma işlemine veya davasına katılabilir. Madde'nin gerekçesinde, *“hükümün eşit işlem ilkesinin sağlanmasına hizmet edeceği, ayrıca menfaatler dengesi ve dava ekonomisine”* de uygun olduğu belirtilmiştir.³⁴⁵

Bir ortağın çıkma talebi sonrasında, bu talebe bağlı olarak diğer ortaklar da çıkmaya katılabilirler. Çıkmaya katılma hakkı, bir hakkın kötüye kullanılmayacağı, dürüstlük ve eşit işlem ilkeleri ile ilişkilidir.³⁴⁶ Eşit işlem; ortaklara, eşit şartlarda eşit davranılması emri, pay sahiplerinin haklı bir gerekçe olmaksızın keyfî olarak farklı muameleye tâbi tutulması yasağı anlamına gelmektedir.³⁴⁷ TTK m. 627 gerekçesine göre, *“müdürler, ortaklar arası ilişkilerde ve yönetim karar ve eylemleri çerçevesinde eşit işlem yapmakla yükümlüdürler”*.

Eşit işlem ilkesi, çıkmaya katılan ortaklara payları oranında ödenecek ayrılma akçelerinin aynı yaklaşım ve yöntemlerle hesaplanmasını gerektirir. Ayrılma akçelerinin gerçek değerinin hesaplanmasında, şirketin gerçek değerinin esas alınması gerekir. Eşit işlem ilkesi, ödemede de dikkate alınmalıdır. İlke gereğince çıkmaya katılma kapsamında ayrılan ortakların ayrılma akçesi talep hakları, sıralama bakımından eşit olup, ödemede de ortaklardan her hangi birine öncelik verilmemesi gerekir. Eşit işlem ilkesi ile şirketteki diğer ortaklara bir aylık çıkmaya katılma hakkının kullanım süresi dolmadan, ilk olarak çıkma bildirimde bulunan veya çıkma davası açan ortağa ödemede bulunulmasına engel olacaktır.³⁴⁸

Çıkmaya katılma, şirketin işleyişi açısından önemli bir müessesedir. Çıkmaya katılmanın şirketteki işlevi, ortaklar arasında çıkabilecek sorunların çözümüne yardımcı olacaktır. Esas sözleşmede yer alan neden veya haklı bir sebebin varlığı halinde bir ortağın çıkma talep etmesi halinde, bu çıkma sebeplerinin kendileri için geçerli olduğunu ileri süren

³⁴⁵ Şener, **a.g.e.**, s. 893; Gürpınar, *a.g.m.*, s. 91.

³⁴⁶ Ünal Tekinalp, *“Çıkmaya Katılma Hakkı”*, (Çevrimiçi: <http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/UnalTekinalp-CikmayaKatilma.pdf>, Erişim Tarihi: 11.01.2018), s. 1-2.

³⁴⁷ Necla Akdağ Güney, *“Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi”*, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVIII, Sayı: 3-4, 2014, s. 115.

³⁴⁸ Şahin, *a.g.m.*, s. 854.

diğer ortaklar da ilk ortağın çıkma talebinin ardından çıkmaya katılmayı talep edeceklerdir. Ortaklarla şirket arasındaki ilişkiler talep hakkının sonuçlandırılmasına kadar devam edecektir.³⁴⁹

TTK m. 639’a göre, “*bir ortak şirket sözleşmesindeki hükme dayanarak çıkma isteminde bulunmuş veya haklı sebepler*” dolayısıyla çıkma davası (TTK m. 638/2’ye göre) açmışsa, “*aynı konumda bulunan diğer ortakların da çıkma isteminde bulunma ve çıkma davasına katılma hakkı*” vardır. Bu şekilde çıkma talebinde bulunan ya da davaya katılan ortaklar -yasal veya sözleşmeye dayalı şartların gerçekleşmesi halinde- birlikte çıkarlar. İlk çıkma talebinde bulunan ortağın ardından şirketin kalan diğer bütün ortakları da çıkmaya katılma talebinde bulunmuşsa ya da davaya katılmışlarsa şirketin feshedilmesi gerekir.³⁵⁰ Çıkmaya katılma hakkı ile ilk önce çıkma talebinde bulunan ortağın, çıkma hakkını kötüye kullanmasını ve şirket ile diğer ortakların zarar görmesi engellenmek istenmiştir.³⁵¹

Çıkma, bir ortağın şirkette kalmasının dayanılmaz bir hale gelmesi, ortağın şirkette kalmasının kendisine zarar vermesi ya da benzer sorunlara yol açması durumunda, ortağı bu olumsuzluklardan korunmak için Kanun tarafından tanınmış bir haktır. Ancak, bu hak kötü niyetle, şirketten veya diğer ortaklardan menfaat ya da taviz elde etme amacıyla kullanıldığında, şirkete zarar verebileceği gibi ortaklara da zarar verebilecektir. Çıkma talebi herhangi bir zorunluluktan kaynaklanmıyor ancak, bir ortağın şirket ve diğer ortaklara tahakkümle kabul ettirmeye çalıştığı menfaat ve çıkarlarına ulaşmak, şirketin kullanılabilir özkaynaklarını kendi payının ödenmesi amacıyla kullanmak veya şirketin kötü durumdaki finansal durumundan kendi yatırımını bir an önce çekmek gibi bir kötü niyetle yapılıyorsa, şirkette kalan diğer ortak veya bütün ortaklar çıkmaya katılarak ortağın bu kötü niyetli çıkma talebini engelleyebilir.³⁵²

³⁴⁹ Fevzi Fırat Gözüyeşil, “*Limited Şirketlerde Çıkmaya Katılma*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, s. 666.

³⁵⁰ Tekinalp, “*Çıkmaya Katılma Hakkı*”, s. 3.

³⁵¹ Şahin, *a.g.m.*, s. 853.

³⁵² Tekinalp, “*Çıkmaya Katılma Hakkı*”, s. 3.

Çıkmaya katılmanın usule ilişkin koşulu, bir aylık hak düşürücü süre içinde ortaklarca katılma talebinin yapılmasıdır. Çıkmaya katılmak isteyen ortaklar, bir aylık hak düşürücü süre içinde, çıkmaya katılacaklarını müdürlere bildirmeli veya haklı sebeple çıkma davası açmalıdırlar. Şayet ortak bir aylık süreyi geçirdikten sonra çıkmayı talep ederse TTK m. 639/2'ye göre çıkmaya katılamaz.³⁵³

TTK m. 639/1, müdürlerin bir ortağın çıkma beyanında bulunduğunu veya çıkma davasını açtığını diğer ortaklara gecikmeksizin bildirmesini öngörmüştür. Müdürlerin diğer ortakları haberdar etmesi bir şekle bağlanmamıştır. Çıkmaya katılması için diğer ortaklara tanınan süre hak düşürücü niteliktedir. Bir aylık süre müdürler tarafından ispatlanan bildirim tarihinde başlar. Genel kurul ve mahkeme, süresi içinde yapılmış bir çıkmaya katılma talebini reddedemez. Müdürlerin, ortakları haberdar etmemesi halinde süre başlamaz. Diğer ortaklar haberdar edilmedikleri için genel kurul çıkma kararını onaylarsa, bu karar batıldır. Böyle bir varsayımda çıkma kararını mahkeme vermişse, karar kesinleşinceye kadar davaya katılmak mümkündür. Haberdar edilmemiş olmak davanın bozma sebebidir.³⁵⁴

2.2.1. Şirket Sözleşmesinde Öngörülen Haklı Sebep Nedeniyle Ortağın Çıkmaya Katılması

TTK m. 639/1'e göre, *“ortaklardan biri şirket sözleşmesindeki hükme dayanarak çıkma istediği ... takdirde, müdür veya müdürler gecikmeksizin diğer ortakları bundan haberdar ederler.”* TTK m. 639/2'ye göre de, *“sözleşme hükümlerine dayanarak ortağın çıktığının müdürler tarafından diğer ortaklara bildirimde bulundukları tarihten itibaren, diğer ortaklardan her biri haberin kendisine ulaştığı tarihten itibaren bir ay içinde, şirket sözleşmesinde öngörülen haklı sebep kendisi yönünden de geçerli olduğundan bahisle kendisinin de çıkmaya katılacağını müdürlere bildirme”* hakkına sahiptir. Bu tarz bir katılma, katılan ortağa şirketten çıkma imkânı vermektedir. Ancak söz konusu bentteki

³⁵³ Şener, **a.g.e.**, s. 896; Şahin, *a.g.m.*, s. 854.

³⁵⁴ Tekinalp, *“Çıkmaya Katılma Hakkı”*, s. 6.

“haklı sebep” şeklindeki ibareyi, “şirket sözleşmesinde öngörülen sebep” olarak anlamak gerekir.³⁵⁵

Nitekim çıkma bahsinde yer aldığı üzere, sözleşmeye dayalı çıkma hakkının kullanımı için, sözleşmede yer alan çıkma sebeplerinin haklı sebebe dayanması gerekmektedir. Sözleşmede yer alan çıkma hakkına karar verecek olan genel kurul, çıkmaya katılmak isteyen ortak veya ortakların çıkma taleplerini de esas sözleşmede yer alan çıkma sebeplerine göre değerlendirecektir.

Şirket sözleşmesinde çıkmaya katılma hakkında birden fazla çıkma sebebinin yer alması durumunda, çıkma talebinde bulunan veya dava açan ortak bunlardan birine göre çıkma talebinde bulunmuşsa, çıkmaya katılan diğer ortak veya ortakların da aynı sebeple çıkmaya katılması zorunluluğu yoktur. Çıkma davası açıldığı durumda, “diğer ortaklar” aynı davada ancak şirket sözleşmesinde öngörülen diğer sebeplerden birine dayanarak çıkmaya ve açılmışsa çıkma davasına katılması mümkündür.³⁵⁶

Çıkmaya katılan diğer ortaklar, haklı sebeplerden biri veya birkaçını öne sürerek de çıkmaya katılabilirler.³⁵⁷ Hâkim, her ortağın çıkma sebeplerinin gerçekleşip gerçekleşmediğine her davacı ortak açısından ayrı ayrı değerlendirerek karar verecektir.³⁵⁸

³⁵⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 174.

³⁵⁶ Tekinalp, “Çıkmaya Katılma Hakkı”, s. 5.

³⁵⁷ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 790; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 174-175. TTK m. 639 gerekçesine göre, “Bir çıkma davası bağlamında, kendilerini çıkma davasının davacısı ortak ile aynı konumda gören, yani çıkmaya ilişkin şirket sözleşmesi hükmüne dayanacak gerekçeleri veya kendi bakımlarından haklı sebepleri bulunan ortaklara çıkma davasına katılma hakkı tanınmıştır. Bu suretle arzu eden ortak kendisine eşit işlem yapılmasını talep edebilecek, bir diğer söyleyişle aynı olanaktan yararlanabilecektir. Çünkü açılan davadaki haklı sebep sadece davacı ortak değil diğer bazı ortaklar için de geçerli olabilir. Davanın sadece davacı için karara bağlanması aynı durumda bulunan ortakları olumsuz etkileyebilir. Hüküm hem menfaatler dengesine hem de dava ekonomisine de uygundur”.

³⁵⁸ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 790.

2.2.2. Haklı Sebep Davasına Katılma Yolu ile Ortağın Çıkmaya Katılması

TTK m. 639/2-a'ya göre, “*şirket sözleşmesinde öngörülen haklı sebep kendisi yönünden de geçerliyse, kendisinin de çıkmaya katılacağını müdürlere bildirmek*” durumunda olan ortağın şirket sözleşmesindeki hükme dayanarak çıkmaya katılmak istemesi halinde, şirket sözleşmesinde öngörülen sebebin mutlaka haklı sebep niteliği taşıması gerektiği anlamı çıkmaktadır. Hüküm bu haliyle sözleşmeye dayalı çıkma hakkına katılmayı haklı sebepler ile sınırlandırmaktadır. Alanyazınında “*haklı sebep*” ifadesinin “*çıkma sebebi*” olarak anlaşılması gerektiği vurgulanmaktadır. Şirket sözleşmesinde yer alan çıkma sebeplerine bağlı olarak çıkmak için bu sebeplerin ayrıca haklı sebep olarak nitelendirilmesine gerek bulunmamaktadır. Maddede yer alan, “*sözleşmedeki çıkma koşulları kendileri bakımından gerçekleşen diğer ortakların*”, çıkmaya katılmalarına imkân tanınacak şekilde yorumlanmalıdır. Madde’de yer alan katılma hakkını “*haklı sebep*” kavramı ile sınırlandırması ise amaca uygun değildir.³⁵⁹

Çıkmaya katılma konusunda üzerinde durulması gereken hususlardan ilki, çıkmaya katılmak isteyen ortak, çıkan ortağın dayandığı sözleşmede yer alan sebeple ya da mahkemede haklı sebep olarak ileri sürülen çıkma sebepleriyle sınırlandırılmış mıdır? Yani bu sebeplerin birebir aynı olması zorunlu mudur, yoksa farklı bir çıkma sebebine ya da haklı sebebe dayanarak çıkmaya katılmak mümkün müdür? Lafzi yorumla sözleşmede öngörülen çıkma sebebinin “*kendisi yönünden de geçerli*” olması şartı aynı sebebe işaret ediyor gibi görünürken, haklı sebep konusunda ise böyle bir şarta yer verilmeksizin “*haklı sebepler dolayısıyla çıkma davasına katılmak*” açılacak davanın tek şartı olarak hükümde yer almaktadır. Madde gerekçesinde, açılan davadaki haklı sebebin “*diğer bazı ortaklar için de geçerli olması*” hâlimden söz edildikten sonra açıkça katılmanın sözleşmede yer alan aynı çıkma sebebine veya davanın dayandırıldığı haklı sebebe dayandırılmasının şart olup olmadığı tartışmasının yargı kararlarına ve alanyazınında tartışmalara açık olduğu belirtilmiştir. Sözleşmede birden çok çıkma sebebi öngörüldüğü takdirde, çıkma hakkını kullanan ortak hangi sebebe dayanmışsa, diğer ortaklar çıkmaya katılmayı aynı sebebe dayalı olarak kullanabilirler. Sözleşmedeki sebeplerden başka

³⁵⁹ Şahin, a.g.m., s. 854.

birine dayanılması, bağımsız bir çıkma hakkı kullanılmasıdır. Çıkma hakkını kullanan ortak bu talebinden vazgeçerse, çıkmaya katılan ortakların da başvuruları düşer. Ancak aynı sebep ortak açısından da geçerli ise katılan ortak bu başvurusunu bağımsız bir çıkma talebine dönüştürebilir.³⁶⁰

Haklı sebeple ilgili en temel husus, hâkimin takdir yetkisine göre sebebin haklı olup olmadığına karar vermesidir. Çıkma ve çıkmaya katılma kurumunun amaçları dikkate alındığında, ortaklara sözleşme serbestisi çerçevesinde, şirketlerinin yapısını da dikkate alarak, gerekli gördükleri takdirde çeşitli şartlar da öngörmek suretiyle çıkma hakkının kullanımına sınırlamalar veya şartlar getirebileceği, sözleşme serbestisi ile çıkma hakkının yanı sıra uzun süreli bu borç ilişkisinden her ortağın haklı sebeplerin varlığı hâlinde, sözleşmede çıkmaya dair hükümler bulunsun bulunmasın, mahkemeden çıkmasına izin verilmesini talep etme hakkı tanınmıştır. Bu iki husus birbirinden farklı şartlarda incelenmektedir. Sözleşmede yer alan bir hükmün haklı olup olmadığının da hâkimin takdirine bırakmak usul ekonomisine de, ortakların korunması amacına da aykırıdır. Zaten sözleşmede haklı sebep olarak düzenlenmiş bir sebebin takdirinin hâkime ait olduğu kabul edildiği takdirde bu sebep sözleşmede yer almasa da, ortakların mutlak hakkı olan haklı sebeple çıkma hakkı çerçevesinde ilgili hususu mahkemeye taşıyarak sebebin haklılığı konusunda hâkime başvurusu mümkündür.³⁶¹

Açılan bir çıkma davasında, kendilerini çıkma davasının davacısı ortak ile aynı konumda gören, yani çıkmaya ilişkin şirket sözleşmesi hükmüne dayanacak gerekçeleri veya kendi bakımlarından haklı sebepleri bulunan ortaklara çıkma davasına katılma hakkı tanınmıştır. Böylece bir ortağın yararlanacağı imkândan diğer ortaklar da yararlanabilecektir.³⁶²

Bütün ortakların çıkma davası veya çıkma beyanı, bütün ortaklar bakımından çıkmanın koşullarının gerçekleşmesi şartıyla, ortaklar genel kurulunun resmi olmayan bir fesih

³⁶⁰ Ersin Çamoğlu, “*Limited Şirketten Çıkma-II*”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 254, Şubat 2014, s. 247; Gürpınar, *a.g.m.*, s. 92.

³⁶¹ Gürpınar, *a.g.m.*, s. 93.

³⁶² Taşdelen, **a.g.e.**, s. 174-175; TTK m. 639 gerekçesi.

kararıyla şirketin sona erdirilmesi anlamına gelecektir. Dolayısıyla şirketin devamı için en az bir ortağın çıkmaya katılmaması zorunludur.³⁶³

2.3. Limited Şirketten Ortağın Çıkarılması

Limited şirketlerde, ortaklar arasında güçlü güven ilişkisi ve sıkı işbirliği bulunmaktadır. Ortaklardan birinin bu güven ilişkisini sarsması veya işbirliğini bozması, diğer ortaklar açısından katlanılamaz bir durum yaratabilir. Şirketten çıkarma, diğer ortaklara katlanılamaz durumu yaratan ortakla aralarındaki hukuki ilişkiyi ortadan kaldırmalarına imkân vermektedir.³⁶⁴ Çıkarılmada, çıkmadan farklı olarak ortak değil, aksine şirket ya da çoğunluk pay sahipleri korunmaktadır.³⁶⁵

Şirketler hukukunda şirketten çıkarılma, bir ortağın ortaklık haklarının kendi istek ve iradesi dışında elinden alınması anlamına gelmektedir.³⁶⁶ Çıkarılma müeyyidesiyle karşı karşıya kalan ortağın şirketle olan ortaklık ilişkisi tamamen sona ermektedir. Bu aşamadan sonra çıkarılan ortak şirket nazarında artık bir üçüncü kişi haline gelecektir.

TTK'da ortaklıktan/şirketten çıkarılma düzenlemesinde limited şirketlerle, kolektif, komandit ortaklıklara da yer verilmiştir. Buna karşılık adi şirketlerde ortaklıktan çıkarılmanın mümkün olup olmadığı hususu tartışılmaktadır. Anonim şirketlerde ise şahıs ortaklıkları ve limited şirkette düzenlendiği şekilde şirketten çıkarılma düzenlemesine TTK'da doğrudan doğruya yer verilmemiştir.³⁶⁷

Limited şirketlerde ortaklıktan çıkarma konusunda, kolektif ve komandit ortaklıklara benzer bir düzenleme yapılmıştır. Çıkma ve çıkarılma hakları sermaye şirketlerinin yapılarına uygun olmasa da özellikle ortaklar arası ilişkiler açısından kişisel unsurlara yer

³⁶³ Şener, **a.g.e.**, s. 897; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 82.

³⁶⁴ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 82

³⁶⁵ Şener, **a.g.e.**, s. 903.

³⁶⁶ Çamoğlu, "*Limited Şirketten Çıkma-I*", s. 125; Çelik, **a.g.e.**, s. 186-187; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 303.

³⁶⁷ Çelik, **a.g.e.**, s. 52.

verilmiş olmasından dolayı, limited şirketlerde de çıkma ve çıkarılma konularının düzenlenmesi zorunluluğu ortaya çıkmıştır.³⁶⁸

Sözleşme özgürlüğü çerçevesinde, şirket sözleşmesine çıkarmanın hangi hallerde ve ne şekilde gerçekleştirileceğine dair hükümler konulabilir. Özellikle hangi sebeplerin ortağın çıkarılması amacıyla haklı sebep teşkil edeceği sözleşmede belirlenebilir. Sürekli ilişkilerin, haklı sebebin varlığı halinde zamanından önce sonra erdirilmesi, tarafların katlanılamaz ve anlamsız duruma gelen bir ilişkiye devam etmeye zorlanamayacağı düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Esasen Anayasa ile güvence altına alınmış kişi özgürlüğünün gereği olan ortağın haklı sebeple çıkmasına ilişkin hakkı, şirketin bir ortağı haklı nedenle çıkarma hakkının da aynı olduğu, şirket tüzel kişiliği ile diğer ortakların da korunma ihtiyacının bulunduğu tartışmasızdır.³⁶⁹ Bu noktada çıkarılan ortak, mülkiyet hakkına ve anayasal güvencesine dayanmamalıdır, dayansa bile korunmamalıdır. Diğer ortakların menfaatleri düşünülerek, şirkette kalan ortakların tahammül edilemeyen bu durumdan kurtarılması gerekir. Çıkarma bu noktada bir çözüm yoludur. Zaten çıkarma hakkının şirkete tanınmasını zorunlu kılan, ortaklar arasındaki ilişkinin bozulmasına bir çare bulma düşüncesidir.³⁷⁰

Limited şirketlerde ortakların çıkarılmaya ilişkin hükümleri incelendiğinde, bunların bir kısmının kollektif ortaklıklarda olduğu üzere ortaklığın infisahına engel olmak amacıyla düzenlendiği görülmektedir. Buna göre bir ortağın iflas etmesi veya payının haczedilmesi durumunda diğer ortakların bu ortağı şirketten çıkartabilmeleri mümkündür.³⁷¹

Çıkarılma konusu, “*çıkarma*” başlığı altında TTK m. 640’da ayrıca düzenlenmiştir. Maddede, çıkarmanın iki hali hükme bağlanmıştır. İlk hal, ortağın genel kurul kararı ile çıkarılma sebeplerinin şirket sözleşmesinde öngörülmesi, diğeri de Madde’nin üçüncü fıkrasında yer verilen haklı sebeplerin varlığı halinde ortağın mahkeme kararı ile şirketten çıkarılmasıdır.³⁷² TTK m. 640’da yer alan durumların haricinde, TTK’nın diğer

³⁶⁸ Çelik, a.g.e., s. 74.

³⁶⁹ Öztürk Dirikkan, a.g.e., s. 48.

³⁷⁰ Taşdelen, a.g.e., s. 208.

³⁷¹ Çelik, a.g.e., s. 52.

³⁷² Şener, a.g.e., s. 898.

maddelerinde öngörülen çıkarma halleri de mevcuttur. TTK'da yer alan tüm çıkarma halleri aşağıda başlıklar altında ele alınacaktır.

2.3.1. Şirket Sözleşmesinde Öngörülen Sebeplere Dayanılarak Ortaklar Genel Kurul Kararı ile Ortağın Şirketten Çıkarılması

Çıkarma sebepleri ve olayları esas sözleşme ile düzenlenirken, şirketin amacı ve ortaklar arasındaki ilişkiler dikkate alınarak, objektif nitelikte, kabul edilebilir ve eşit işlem ilkesine uygun olması gerekir.³⁷³

Sözleşme serbestisi çerçevesinde, “*şirket sözleşmesine, bir ortağın genel kurul kararı ile şirketten çıkarılması hakkında sebepler konulabilir*” (TTK m. 640/1). Ancak TTK m. 621/3'e göre, “*bir ortağın şirketten çıkarılması sebeplerinin sonradan şirket sözleşmesine konulabilmesine dair sözleşme değişikliği, şirket sermayesini temsil eden tüm ortakların genel kurul toplantısında oybirliği ile karar almasıyla mümkündür.*” Bu hükme göre, kuruluştan sonra şirket sözleşmesine çıkarılma sebeplerinin konulabilmesi, ancak tüm ortakların oybirliği ile alacakları bir genel kurul kararı ile mümkün olabilecektir. Bu durumda sonradan şirket sözleşmesine konulacak çıkarılma sebebinin “*haklı sebep*” olması gerekmemektedir.³⁷⁴

Şirket sözleşmesinde yer alan belirli mükellefiyetlerin ihlali, rekabet yasağının ihlali, ortağın payına haciz konulmuş olmasa dahi sürekli olarak şahsi alacaklıları tarafından hakkında icra takibi yapılması veya dava açılması, şirketin feshi için dava açma gibi durumların haklı sebep oluşturduğunu düzenleyen sözleşme hükümlerinin geçerli olduğu kabul edilmelidir. Esasen bu tür davranışlar, yasal çıkarma açısından da haklı sebep teşkil edebilir. Bununla birlikte ortaklar, belirli olayların doğrudan doğruya çıkarma için haklı sebep teşkil edebileceğini sözleşmede belirtmek suretiyle başka şirketler yönünden derhal

³⁷³ Pulaşlı, a.g.e., s. 791.

³⁷⁴ Pulaşlı, a.g.e., s. 790. TTK m. 621/3, 12.07.2013 tarih 6495 sayılı Kanun'un 52. maddesi ile eklenmiştir.

haklı sebep olarak nitelendirilmeyecek olayların kendileri yönünden önem taşıdığı ve haklı sebep sayılması gerektiği hususunda irade mutabakatına varabilirler.³⁷⁵

Şirket sözleşmesinde, hangi olayların ortağı şirketten çıkarılması için haklı sebep teşkil edebileceği ve ayrılma sebebi olabileceği belirlenir.³⁷⁶ TTK m. 640 gerekçesine göre, “*bir taraftan şirkete, kendisi yönünden önemli sebeplerin varlığında şahsında bu sebepler gerçekleşen ortağı şirketten çıkarma ve istediği ortaklık ilişkisi ortamını meydana getirme hakkı tanımış; diğer taraftan da ortaklar açısından hukuk güvenliği sağlamıştır. Ortaklar hangi hallerde şirketten çıkacaklarını önceden bileceklerinden, bu hallere sebebiyet verecek davranışlardan kaçınacak ve hareketlerini ona göre ayarlayacaklardır.*”

Bu tür esas sözleşme düzenlemeleri, kanuni olarak haklı sebep oluşturma da, ortakların esas sözleşme ile bunları kendileri açısından “*önemli sebep*” haline getirmeleri ve bu hükümlere bağlı oldukları göz önüne alınmalıdır. Dolayısıyla, ortaklar genel kurulu bir ortağı bu sebeplerden birinin gerçekleştiğine dayanarak çıkarması ve çıkarılan ortağın bu karara karşı mahkemeye başvurması halinde, gerek ortaklar genel kurulu gerek mahkeme bu olayın bir haklı sebep olup olmadığını tartışmayacağı için incelemek zorunda değildir. Çünkü söz konusu çıkarma olayının esas sözleşmeye konulmak suretiyle taraflar açısından çıkarma sebebi olduğu ve kendileri yönünden önem taşıdığı konusunda mutabakat sağlanmıştır.³⁷⁷

Çıkarma sebepleri ve çıkarma işlemlerinin ne şekilde gerçekleştirileceğine ilişkin düzenleme yapılmak istendiği takdirde, ortağın şirketten ne zaman çıkarılabileceği ve çıkarma sebebi tam olarak belirtilmelidir. Bu sebeplerin belirlenmesinde, limited şirketin

³⁷⁵ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 49. Sözleşmede yer alan bu tür hükümlerde, genel olarak ortağın kusuru veya çıkarma nedeni olarak öngörülen olayın şirket açısından katlanılabilir olup olmadığı esas alınabileceği gibi, belirli mesleki nitelikler, bir aileye mensup olma, belirli ekonomik örgüte üye olma, vatandaşlık, ehliyet, evlilik gibi belirli özelliklerin kaybı gibi nedenler de gösterilebilir. Keza payın haczi, payın cebri icra takibine uğraması, hastalık, hacir altına alınma gibi belirli olayların gerçekleşmesi durumunda da ortağın çıkarılabileceği sözleşmede yer alabilir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 49-50.

³⁷⁶ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 790-791; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 215-216.

³⁷⁷ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 791. Mahkeme, tarafların söz konusu olayın çıkarılma sebebi olduğu konusunda irade mutabakatı bulunması nedeniyle, sebebin haklı olup olmadığının incelemesini yapmayacak; sadece sözleşmede yer alan hükmün tarafların özgürlüklerini ciddi biçimde sınırlandırıp sınırlandırılmadığı konusunda, genel hukuk ilkeleri çerçevesinde geçerli olup olmadığını tespit etmek durumunda kalacaktır. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 50.

amacı ve taraflar arasındaki ilişkinin de dikkate alınması gerekir.³⁷⁸ Bunun içinde şirket sözleşmesi ile getirilen çıkarılma sebeplerinin objektif nitelikte, tarafların karşılıklı menfaatleri açısından kabul edilebilir, eşit işlem ilkesine uygun ve anlaşılabilir olması gerekir. Genel mahiyette, muğlak ve sınırları belli olmayan bir sebebe sözleşmede yer verilmemesi gerekir.³⁷⁹

Şirket sözleşmesinde, çıkarma sebeplerinin birinin gerçekleşmesi halinde, çıkarma yerine belirli bir süre içinde payın gerçek değeri üzerinden ortaklardan birine, üçüncü bir kişiye veya şirkete devrinin istenebileceği öngörülebilir.³⁸⁰

2.3.2. TTK'nın Genel Hükümlerinden Kaynaklanan Özel Durumlarda Ortağın Şirketten Çıkarılması

6762 sayılı TTK'da yer almayan bazı uygulamalara 6102 sayılı TTK'da yer verilmiştir. Bu uygulamalar sadece tek bir şirket türüne özgü değil, TTK'da yer alan bütün ortaklık/şirket türleri için geçerlidir. Ortağın ortaklıktan/şirketten ayrılması ile sonuçlanan bu uygulamalar aşağıda başlıklar halinde ele alınmıştır.

2.3.2.1. Birleşme Durumunda Ortağın Şirketten Çıkarılması

Şirket/ortaklık birleşmesinde ortakların geleceği ile ilgili temel kural, ortak olma durumunun devam etmesidir. Ancak ortağı olduğu şirketin birleşmesine karşı olanların, TTK m. 141/1'e göre, payların gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi karşılığında şirketten çıkabileceklerdir. TTK m. 141/2'ye göre, *“birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler”* hükmü yer almaktadır. Madde metninden, bir ortağın şirketten çıkarılması durumu açıkça anlaşılmamakla birlikte, buradaki ayrılma akçesinin çıkma ve çıkarılma halinde söz konusu olacağı şüphesizdir.³⁸¹

³⁷⁸ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 50.

³⁷⁹ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 791; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 50; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 216.

³⁸⁰ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 791; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 50-51. Belirli bir süre içinde devrin yapılmaması halinde ortağın şirketten çıkarılabileceği de öngörülebilir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 51.

³⁸¹ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 209.

TTK m. 141/2 gerekçesinde, “arzu edilmeyen, devamlı sorun çıkaran azınlığı ve/veya ortağı, ayrılma akçesini ödeyerek şirketten çıkarma hakkını büyük çoğunluğa vermektedir. Çünkü bu karar sermayenin yüzde doksanının oylarıyla alınacaktır. Daha açık bir ifadeyle denilebilir ki, bu hükmün özelliği, birleşmeye karşı olan ortağın veya ortakların şirketten çıkarılmaları olanağını devredilen şirkete sağlamış olmasıdır”.³⁸²

TTK m. 141 gerekçesinde ayrıca, “birleşme sözleşmesi, sadece ayrılma akçesinin ödenmesini öngörüyorsa, bu sözleşmenin devreden şirketin oy hakkını haiz ortaklarının yüzde doksanı tarafından onaylanması gerekir. Bu nisapla onaylanmak şartıyla birleşme sözleşmesi belirli ortakların, devralan şirkette pay sahibi olmalarına engel olup onların ayrılma akçesi almalarını zorunlu olarak öngörebilir. Bu nisapla alınan bir karara çıkarılmaları birleşme sözleşmesinde ismen belirtilmiş bulunan ortaklar itiraz edemezler. Bu yüksek nisap, adeta onların haklarını kaldırmakta ve yüzde doksanının istemediği bir kişinin şirkette kalmasına izin verilmemektedir. Türk hukukunda yeni olan bu çıkarma yetkisi, şirket iç barışını sağlamaya yöneliktir. Çıkarmaya itiraz edemeyen ortağın, ayrılma akçesinin tutarına itiraz hakkının var olduğu şüphesizdir. Huzuru bozan pay sahiplerinin şirketten çıkarılmaları gerektiği görüşü modern şirketler hukukunda gün geçtikçe ağırlık kazanmakta, şirketin menfaatine olan bir kararın alınmasını kendisine özel menfaat sağlanmasına bağlayan bir ortağın şirketten çıkarılması anonim şirketlerin niteliğine aykırılık olarak değerlendirilmemektedir. Bu fıkra ikinci fıkradaki çıkma hakkı ile de denge sağlamaktadır”.³⁸³

³⁸² “Buna uluslararası birleşme alanyazınında, squeeze-out merger veya cash-out merger ya da freeze out merger, yani ortağı çıkararak birleşme denilmektedir. Bu husus, İsviçre öğretisinde, şirkete tanınmış bir çeşit çıkarma yetkisi olarak nitelendirilmekte ve Amerika Birleşik Devletleri hukukundaki “squeeze out” kurumuna benzetilerek bu adla anılmaktadır. Çıkarma, TTK m. 151/1 ile birlikte değerlendirilmelidir” (TTK m. 141 gerekçesi). TTK m. 151/5’e göre, “Birleşme sözleşmesi bir ayrılma akçesini öngörüyorsa bunun, devreden şirket şahıs şirketiye oy hakkını haiz ortaklarının, sermaye şirketiye şirkette mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oylarıyla onaylanması şarttır”.

³⁸³ TTK m. 151 gerekçesi.

2.3.2.2. Hâkim Pay Sahibi Tarafından Azınlık Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkarılması

Hâkim pay sahibinin azınlık pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkı, şirketin sermaye ve/veya oy hakkının tamamına yakınının ele geçirilmesi ile şirkette kalan azınlık pay sahiplerinin paylarını, onların iradesine bakılmaksızın hâkim pay sahibine devredilmesi sonucunu doğuran bir hak olarak tanımlanmaktadır. Çıkarma hakkının kullanılmasıyla hâkim pay sahibi, geride kalan pay sahiplerini paylarını kendisine satması konusunda zorlamakta ve bunun sonucunda şirket tamamen hâkim pay sahibine ait hale gelmektedir.³⁸⁴

TTK'da şirketten çıkarılma hallerinden birini düzenleyen TTK m. 208 gerekçesine göre bu çıkarılma düzenlemesinin amacı, *“bir şirketin sermayesinin ve oy haklarının yüzde doksanınin uygun gördüğü bir kararın alınıp uygulanmasına çoğu kişisel çeşitli sebeplerle karşı çıkan pay sahiplerinin şirketi bunaltan ve engelleyen davranışlarına son verip şirket içi barışı sağlamaktır”*. Zira şirket içinde ciddi huzursuzluklara neden olan azınlık pay sahipleri, taciz azınlığı durumuna gelerek, şirket içindeki istikrarı bozabilir.³⁸⁵

Hâkim ortağın veya birleşme sürecinde ise çoğunluk pay sahiplerinin, şirketteki azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına karar vermesi, ortaya çıkabilecek menfaat çatışmalarını önleyecektir. Çıkar çatışmaları yaşanmadan azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılması, çıkarılma müessesesini önleyici bir tedbir hüviyetine sokmaktadır. Diğer yandan azınlığın şirket içerisinde mevcut haklarını kendi menfaatleri yönünde ve şirketin çıkarlarına aykırı olarak kullanması durumunda uygulama bulacak çıkarılma ise, daha çok sorunu çözmeye dönük bir uygulamadır. Bu uygulama şekli, azınlığın davranışlarının hangi aşamadan sonra kötü niyetli olarak değerlendirileceği sorusunu da beraberinde getirmektedir. Şirket çalışmasını aksatabilecek şekilde azınlık haklarının kullanılmasının kötü niyetli olarak değerlendirilmesi durumunda, çıkarılmanın ihtilafları

³⁸⁴ Çelik, a.g.e., s. 182.

³⁸⁵ Develi, a.g.m., s. 467.

önleyici etkisi ağırlık kazanmış olacaktır. Ancak çıkarılmanın uygulanabilmesi için daha ağır şartların aranması, azınlığın kötü niyetini ortaya koyar.³⁸⁶

Çıkarma hakkı, bozucu yenilik doğuran bir haktır. Bu nedenle çıkarma hakkına ilişkin prosedürlerin uygulanmasıyla birlikte azınlık pay sahipleri, sahip oldukları paylar üzerindeki tüm haklardan yoksun bırakılmaktadır. Ancak bu hak, hâkim pay sahiplerinin azınlık pay sahiplerine yönelteceği tek taraflı bir irade beyanı ile kullanılamaz. Hâkim pay sahibinin bu iradesini genel kurula veya mahkemeye bildirmesi gerekecektir. Azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılıp çıkarılmayacağına genel kurul veya mahkeme karar verecektir.³⁸⁷

Hâkim ortaklara azınlık pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkının tanınmasında TTK m. 208 gerekçesinde, “çoğu kişisel çeşitli sebeplerle karşı çıkan ortakların/paysahiplerinin şirketi bunaltan ve engelleyen davranışlarına son verme” gibi genel bir ifade kullanılmıştır. Azınlığın, şirketin çalışmasına engel olabileceği durumlarda, hâkim şirketin azınlığı çıkarma hakkı tanınması için aşağıdaki sebepler örnek gösterilebilir.³⁸⁸

- Menfaat ihlallerinin çözülmesi ve potansiyel menfaat ihlallerinin ortaya çıkmasının engellenmesi: Ekonomik yoğunlaşmalar neticesinde ortaya çıkan menfaat ihtilafları, daha çok gelişmek isteyen şirketlerde hâkim pay sahiplerini etkileyecektir. Bu tür şirketlerde, rekabet edebilmeleri için kendi içindeki sorunları çözmüş olmaları gerekir. Bu nedenle hâkim pay sahiplerine tanınan çıkarma hakkı, menfaat ihtilaflarının çözüme kavuşturulması ve şirketin rekabet gücünün düşmesine engel olacaktır.
- Azınlık tehdidi olmaksızın şirketin yönetilmesine imkân tanınması: Bağlı şirketin azınlık pay sahipleri, şirkette fazla etkinlikleri ve beklentileri kalmadığından, kendilerine tanınan hakları şirkete masraf çıkartmak ve hâkim pay sahiplerini huzursuz

³⁸⁶ İrfan, Akın, “TTK m. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, s. 3.

³⁸⁷ Çelik, a.g.e., s. 188.

³⁸⁸ Çelik, a.g.e., s. 193-198.

etmek için bir tehdit vasıtası olarak kullanabilirler. Azınlık pay sahipleri şirketteki huzuru ve istikrarı bozmak için hemen her konuda dava açma yoluna gidebilirler.

- Azınlık pay sahiplerinin varlığından kaynaklanan masraf ve zaman kaybının azaltılması: Bir şirketin paylarının tamamına yakınının ele geçirilmesi veya bazı birleşme işlemlerinde hâkim pay sahiplerine azınlığı şirketten çıkarma hakkı tanınmasının bir diğer sebebi de genel kurul toplantılarından ve azınlık pay sahiplerinin haklarını kullanmalarından kaynaklanan masrafların azaltılmak istenmesidir.
- Azınlık pay sahiplerinin şirkette korunmasız kalmasının önlenmesi: Çıkarma hakkı sadece hâkim pay sahipleri düşünülerek yapılmış bir düzenleme değil, aynı zamanda azınlık pay sahiplerini de koruma amacı bulunmaktadır.

TTK m. 208'e göre, *"hâkim şirket azlığın paylarını varsa borsa değeri, yoksa TTK m. 202/2'de öngörülen şekilde belirlenen değer ile satın alabilir"* şeklinde pay bedellerinin alınması ile ilgili bir belirleme yapmış olmasına rağmen, bu hakkın kullanımı açısından hâkim şirket pay sahiplerinin genel kurul kararı yolu ile mi yoksa mahkeme kararı ile mi kullanacağı yönünde belirleme yapmamıştır. Madde gerekçesinde ise, *"kötüye kullanmalara ve özellikle pay bedelinin ödenmemesi tehlikesine engel olmak amacı ile karar mahkemeye bırakılmış"* denilmek suretiyle, bu çıkarma hakkının hâkim şirket tarafından dava yolu ile kullanılabileceğine yer verilmiştir. Diğer taraftan başka bir bakış açısı ile TTK m. 208'de yer alan bu çıkarma hakkı, hâkim şirketin genel kurulda alacağı karar neticesinde ancak mahkemeye müracaatla (dava yolu ile) kullanılacağından, doğrudan genel kurul kararı ile ihraç (azınlığı çıkarma) kararı verilemeyecektir.³⁸⁹

2.3.3. Miras, Eşler Arasındaki Mal Rejimi ve İcra Hükümlerine Dayalı Esas Sermaye Payının Devrini Reddetmesi Durumunda Ortağın Şirketten Çıkarılması

Esas sermaye payının bir hukuki işlemle devri, tarafların devir noktasında birleşen iradeleri doğrultusunda gerçekleşmektedir. Bu işlemin yazılı olması şarttır. Bunun yanında kanun koyucu, şekil şartına uyulmaksızın esas sermaye payının devrine olanak

³⁸⁹ Karababa, a.g.e., s. 174.

verdiği istisnai bazı haller öngörmüştür.³⁹⁰ TTK m. 596/1'e göre, *“esas sermaye payının, miras, eşler arasındaki mal rejimine ilişkin hükümler veya icra yoluyla geçmesi hâllerinde, tüm haklar ve borçlar, genel kurulun onayına gerek olmaksızın, esas sermaye payını iktisap eden kişiye geçer”*.³⁹¹

Kanun koyucu, söz konusu durumlarda payın intikali için genel kurulun onayını aramamışsa da, payın intikal ettiği kişinin şirket açısından uygun olmayabileceği düşüncesiyle, ortaklığa intikali onaylamama imkânı tanımıştır. Bu nedenle esas sermaye payını edinen şahsın rızası aranmamaktadır. Buna göre, *“şirket esas sermaye payının geçtiği kişiyi onaylamayı reddedebilir”*. Şirket, payın intikaline onay vermek istemiyorsa bu hususu, *“esas sermaye payının iktisabını öğrendiği andan itibaren üç ay içerisinde payın geçtiği kişiye bildirmelidir”*.³⁹² TTK m. 596/2'ye göre, *“şirketin, payları kendi veya ortağı ya da kendisi tarafından gösterilecek üçüncü bir kişi hesabına, gerçek değeri üzerinden devralmayı, payın geçtiği kişiye önermesi şarttır”*.

TTK m. 596/2 gerekçesinde, *“payı, miras veya eşler arasındaki mal rejimlerine ilişkin hükümlere göre veya icra yoluyla ile kazanan kişi, şirket yönünden uygun olmayabilir. Madde bu sebeple, şirkete, payı kazanan kişiyi reddetmek yetkisini tanımış, bu şekilde menfaatler dengesi kurulması amaçlanmıştır. Red, tek başına yapılamaz; başka bir deyişle, şirket sadece payı edinen kişiyi reddederek süreci sona erdiremez. Şirketin söz konusu kişiyi reddedebilmesi, yani ortak olarak kabul etmediğini bildirebilmesi için, ona payı gerçek değerinden almayı önermesi ve alacak kişiyi de göstermesi gerekir. Şirket kendisi alabileceği gibi ortağını veya üçüncü kişiyi de önerebilir. Bu hükümle, şirketin red yetkisini kullanıp payı eski ortağı bakımından iktisaden değersiz bir konuma*

³⁹⁰ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 113.

³⁹¹ TTK m. 596/1 gerekçesinde ayrıca, *“bu yolla geçen paylar, esas sermaye payının devrine nazaran özellik gösterir. Çünkü söz konusu miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra hükümlerine dayalı esas sermaye payının devri varsayımlarda pay bir hukukî işlemle değil, kanun gereği geçmektedir. Kanuni geçişte, genel kurulun onayını aramak, emredici olmayan bir hükmü mirasın, eşler arası mal rejiminin ve icra düzeninin önüne geçirmek olur”* ifadesine yer verilmiştir.

³⁹² Taşdelen, **a.g.e.**, s. 131.

*getirmesine engel olunmuştur. Hüküm nesnel adaleti sağlamakta ve paya ekonomik değer kazandırmaktadır”.*³⁹³

Madde metninde payı edinen kişiyi reddetme yetkisinin yönetim kurulunda mı yoksa ortaklar genel kurulunda alınacağına açıklık getirilmemekle birlikte, payın geçişinde, genel kurulun onayından bahsetmiş, payın geçtiği kişinin reddinin de en azından ortaklar genel kurulu tarafından alınması gerektiği sonucu çıkmaktadır. Ret kararının ise, iktisabın öğrenilmesinden itibaren üç ay içerisinde, ortaklar genel kurulunca alınması gerekmektedir.³⁹⁴

2.3.4. Haklı Sebeple Ortağın Şirketten Çıkarılması

Kanun koyucu, bir ortağın haklı sebeplerle çıkmayı mahkemeden talep etme imkânına karşılık, şirkete de haklı sebeplerin varlığı durumunda ortağı şirketten çıkartma imkânını tanımıştır.³⁹⁵ Bu hak şirket tarafından TTK m. 640/3’de yer alan, “*şirketin istemi üzerine ortağın mahkeme kararıyla haklı sebebe dayanılarak şirketten çıkarılması*” olarak kullanılabilir. Şirket sözleşmesinde yer alan sebeplere dayanılarak genel kurul kararı ile ortağın şirketten çıkarılmasından farklı olarak, sözleşmede yer almayan sebepler veya sonradan ortaya çıkan haklı sebeplerin varlığı nedeniyle ortağın şirketten çıkarılması mahkemeden talep edilmektedir.

Şirketin devamı ve ortaklar arasındaki barışın sağlanması, bir ortağın davranışı veya kişiliği nedeniyle imkânsızlaşmakta veya ciddi biçimde tehlikeye düşmekte ise, diğer ortakların bu duruma yol açan ortağı şirketten çıkarmak suretiyle, huzur içinde faaliyetlerine devam edebilmeleri mümkün olmaktadır. Şirketin haklı sebeplere dayanarak ortağı çıkarma hakkı, ortakların haklı sebeplerle çıkma hakları gibi, sözleşme

³⁹³ “Payın, miras veya eşler arasındaki mal rejimlerine ilişkin hükümlere göre veya icra yoluyla kazanılmasında” sayılan bu haller sınırlayıcı olmayıp, benzer hukuki durumlarda da uygulama alanı bulur. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 778.

³⁹⁴ Üç aylık süre, söz konusu kararın iktisap edene ulaşması için geçerlilik şartı değildir. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 780.

³⁹⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 221; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 66.

ile bertaraf edilemez.³⁹⁶ Çıkarmayı gerektiren haklı sebep, çıkarılması talep edilen ortağın şahsından kaynaklanmalıdır.³⁹⁷

Şahsında haklı sebep oluşmuş bir ortağın şirketten çıkarılması, şirkete tanınmış bir haktır. Dolayısıyla bu hakkın kullanılmasında, özellikle ortağın alacaklıları tarafından şirket veya diğer ortaklar üzerinde bir baskının kurulması, başka bir deyişle, haklı sebeple çıkarılması mümkün olan ortağın çıkarılması için ortağın şahsi alacaklılarının talepte bulunmaları mümkün değildir.³⁹⁸ Eğer meydana gelen haklı sebep, ortağın şahsını ilgilendiriyorsa, çıkarma davası açılması için gerekli olan haklı sebep meydana gelmiş olur. Başka bir ifade ile haklı sebebin ilgili ortağa isnat ediliyor olması gerekir. Örneğin, ortaklardan biri yakalanmış olduğu ağır bir hastalıktan dolayı, şirkete karşı olan yükümlülüklerini yerine getiremediği durumda, diğer ortaklar, bu ortağın çıkarılması için karar alabilirler. Buna karşılık haklı sebep tamamen veya ağırlıklı olarak şirket veya ortaklar arasındaki ilişkide ortaya çıkmışsa, haklı sebeple fesih veya çıkma davası gündeme gelir. Azınlık konumunda olan ortak, TTK m. 621/1-h’de belirtilen toplantı ve karar yeter sayılarını sağlayamayacağından, haklı sebebi şahsında meydana getiren hâkim ortağın çıkarılması için karar alması mümkün olmaz. Böyle bir durumla karşı karşıya kalan azınlık konumundaki ortağın ya TTK m. 636/3’e göre haklı sebeple fesih ya da TTK m. 638’e göre çıkma davası açması gerekecektir.³⁹⁹

Haklı sebeple ortağın şirketten çıkarılabilmesi için, davayı açmaya yetkili olan şirketin uygun bir karar alması şarttır. Bunun için şirket genel kurulu TTK m. 621/1-h’de yer alan toplantı ve karar nisabına uygun şekilde karar almalıdır.⁴⁰⁰

Şirket ilişkisi içerisinde kalmasına tahammül edilmeyen bir ortağın şirketten çıkarılmasını gerektiren haklı sebeplerden bazıları aşağıdaki gibidir:⁴⁰¹ Ortağın;

³⁹⁶ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 795; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 66.

³⁹⁷ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 223; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 70.

³⁹⁸ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 66.

³⁹⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 83-84.

⁴⁰⁰ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 82.

⁴⁰¹ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 224-226.

- Şirkete olan sadakat yükümlülüğünü ihlal etmesi,
- Şirket müşteri ve çalışanları ile olan ilişkilerinin şirketi olumsuz etkilemesi,
- Şirkette nezaket kurallarını sürekli ve kaba bir tarzda ihlal etmesi,
- Yaşının ilerlemesi, hastalığı, iflası ve bir kazaya maruz kalması gibi ortaktan beklenen yükümlülüklerin yerine getirilmesini sürekli veya ciddi anlamda imkânsız kılan durumların olması,
- Hileli ve ahlâka aykırı davranışlarda bulunması,
- Diğer ortaklara karşı onur kırıcı isnatlarda bulunması,
- Karşılıklı güveni ortadan kaldıracak davranışlarda bulunması, suç işlemesi veya ceza hukuku bağlamında ceza alması,
- Ek yükümlülüklerin yerine getirilmesini ihmal ve ihlal etmesi,
- Sistematik bir şekilde şirketin işleyişin engellemesi, genel kurul kararları ve esas sözleşmeye aykırı davranması ve bu durumun süreklilik arz etmesi,

hallerinde şirket, ortağı haklı sebeplere istinaden çıkarabilir. TTK m. 640/3'e göre, "*haklı sebeple ortağın şirketten çıkarılması*" ile TTK m. 636/3'e göre, "*haklı sebeplerin varlığı halinde her ortağın şirketin feshini*" istemesi ile hâkimin "*bu istem yerine, davacı ortağın şirketten çıkarılmasına karar vermesi*" durumları Kanun tarafından farklı olarak düzenlenmiştir. TTK m. 640/3'te ortaklar genel kurulu ile ortak şirketten çıkartılırken, TTK m. 636/3'e göre ise şirketin feshini talep eden ortak mahkeme kararı ile şirketten çıkartılmaktadır.

2.3.5. Haklı Sebeplerle Şirketin Feshinin Dava Edilmesi Halinde Mahkemenin Ortağın Şirketten Çıkarılmasına Karar Vermesi

Haklı sebep kavramına ilişkin Türk hukukunda açık bir tanımlama bulunmamakla birlikte, sürekli borç ilişkileri doğuran sözleşmelerde, taraflara haklı sebeplerin varlığında taahhüt ettikleri sözleşme hükümlerini tamamen veya kısmen feshetme yetkisi tanınmaktadır. Sürekli hukuki ilişkilere son verme imkânı sağlayan haklı sebeple fesih kavramının temelinde, dürüstlük kuralı ve kişilik haklarının korunması ilkesi bulunmaktadır. Zira hiç kimseden kendisi için çekilmez bir hale gelen bir hukuki ilişkiye

devam etmesi beklenemez. Bu nedenle, tarafların şahsını ilgilendiren veya taraflar dışındaki olaylar, sözleşme ilişkisini taraflardan birisi için çekilmez hale getiriyorsa, haklı sebeple fesih hakkı doğmaktadır.⁴⁰²

Yapılan tanımlamalarda haklı sebep, bir hukuki ilişkinin devamını çekilmez hale getiren ve bozucu-yenilik doğuran bir bildirim veya dava ile hukuki ilişkiyi sona erdirmek veya değiştirmek yetkisinin kullanılmasını adil gösteren hukuki olgu, haklı sebeple bunu ileri süren ortağın böyle bir durumla başlangıçta karşılaşsaydı şirkete girmeyi asla istemeyeceği durum şeklinde tanımlamıştır.⁴⁰³

TTK m. 636/3'e göre, "*haklı sebeplerin varlığı halinde her ortağın şirketin feshini*" isteyebileceğini düzenlemektedir.⁴⁰⁴ TTK m. 636/3'e göre, ortağın haklı sebeplere dayanarak şirketin feshini mahkemeden talep etmesi halinde, feshin sonuçlarının ağır olması nedeniyle, mahkemenin istem yerine, davacı ortağa payının gerçek değerinin ödenmesine ve davacı ortağın şirketten çıkarılmasına karar verilebileceği öngörülmektedir.⁴⁰⁵ Hem diğer ortakların menfaati, hem de ekonomik ve sosyal şartlar gerektiriyorsa mahkeme, fesih talebinde bulunan ortağın şirketten çıkarılmasına karar verebilir. Söz konusu kanuni düzenlemenin gerekçesinden de anlaşılacağı üzere hâkime geniş müdahale hakkı verilmektedir.⁴⁰⁶

TTK m. 531'de, TTK m. 636/3'e benzer şekilde "*haklı sebeple fesih*" düzenlenmiş olmasına rağmen, TTK m. 531'e göre dava açılabilmesi için "*sermayenin en az onda birini ve halka açık şirketlerde yirmide birini temsil eden payların sahipliği*" aranmakta iken TTK m. 636/3'e göre ise, "*her ortak*" dava açabilmektedir. Bu iki düzenlemeye göre

⁴⁰² Zeynep Mineliler, "Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Limited Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVI, Sayı: 3, 2012, s. 96; Giray, *a.g.m.*, s. 197.

⁴⁰³ Giray, *a.g.m.*, s. 198.

⁴⁰⁴ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 16. Limited şirketin mahkeme kararı ile feshine sadece TTK m. 636/3'e göre haklı sebeple fesih davası çerçevesinde hükmedilmez. Bunun yanında, hukuka ve ahlâka aykırı amaç güden limited şirketin feshi (TMK m. 54/3 ve TMK m. 89'dan kıyasen), kuruluşun dolaylı eksiklik nedeniyle limited şirketin feshi (TTK m. 644/1-b atfı gereğince TTK m. 353), organ eksikliği veya genel kurulun toplanamaması nedeniyle limited şirketin feshi (TTK m. 636/2) ile TTK m. 210/3'e göre de, "*kamu düzenine veya işletme konusuna aykırı işlemlerde veya bu yönde hazırlıklarda ya da muvazaalı iş ve faaliyetlerde bulunduğu belirlenen*" limited şirket hakkında fesih davası açılabilir. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 16.

⁴⁰⁵ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 793; Mineliler, *a.g.m.*, s. 107.

⁴⁰⁶ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 215; Şener, **a.g.e.**, s. 967.

limited şirkette fesih davası açılabilmesi için azınlık pay sahibi olmaya gerek bulunmamakta, her ortak dava açabilmektedir.⁴⁰⁷

TTK m. 636/3'te haklı sebebe ilişkin örnek ve tanım verilmemiş, haklı sebebin somut olayın özelliğine göre değerlendirilmesi takdirini hâkime bırakılmıştır. Hâkim, haklı sebep olarak ileri sürülen olayları dürüstlük kuralı çerçevesinde değerlendirecek ve kararını buna göre verecektir. Bununla birlikte hâkimin, haklı sebebin var olup olmadığını belirlerken kollektif ortaklığa ilişkin TTK m. 245'te yer alan haklı sebep kavramından yararlanması mümkündür. Nitekim bu düzenleme, haklı sebebin ilişkiye son verme sebebi olarak düzenlendiği sürekli ilişkilerde tanım veren tek hüküm olması sebebiyle tüm sürekli hukuki ilişkiler açısından genel bir nitelik taşımaktadır.⁴⁰⁸

TTK m. 245'te sayılan sebepler, ortakların kendi aralarındaki şahsi ilişkilerini ilgilendiren ve ortaklık sıfatından kaynaklanan yönetim hakkını dikkate alan nedenlerdir. Bu çerçevede TTK m. 245'in anonim şirketlerin feshinde kıyasen uygulanması mümkün değildir.⁴⁰⁹ Ancak ortaklık ilişkilerinin, şahıs ortaklıkları gibi düzenlendiği limited şirketler açısından bu maddede yer alan haklı sebepler, limited şirket ortakları için de geçerlidir.

Şirketin feshini gerektirecek haklı bir sebebin olmasına rağmen, şirketin yaşatılması ekonomik ve rasyonel açıdan daha doğru olabilir. Böyle bir durumda hâkim fesih yerine, fesih talebinde bulunan ortak veya ortakların şirketten çıkarılmalarına karar verebilir. Ancak ortağın çıkarılabilmesi için, ortada feshi gerektiren haklı bir sebep olmalıdır. Diğer

⁴⁰⁷ Şener, **a.g.e.**, s. 967-968.

⁴⁰⁸ Mineliler, **a.g.m.**, s. 97. TTK m. 245: “(1) Haklı sebep, şirketin kuruluşuna yol açan fiili veya kişisel sebeplerin şirketin işletme konusunun elde edilmesini imkânsız kılacak veya güçleştirecek şekilde ortadan kalkmış olmasıdır; özellikle; a) Bir ortağın, şirketin yönetim işlerinde veya hesaplarının çıkarılmasında şirkete ihanet etmiş olması, b) Bir ortağın kendisine düşen asli görevleri ve borçları yerine getirmemesi, c) Bir ortağın kişisel menfaatleri uğruna şirketin ticaret unvanını veya mallarını kötüye kullanması, d) Bir ortağın, uğradığı sürekli bir hastalık veya diğer bir sebepten dolayı, üstüne aldığı şirketin işlerini yapmak için gerekli olan yeteneği ve ehliyetini kaybetmesi, gibi hâller haklı sebeplerdendir. (2) (a), (b) ve (c) bentleri gereğince kendisinde fesih sebebi doğmuş olan ortağın dava hakkı yoktur”.

⁴⁰⁹ Füsün Nomer Ertan, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davası – TTK m. 531 Üzerine Düşünceler”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. LXXIII, 2015, s. 426.

bir deyişle, ileri sürülen sebep şirketin feshi için haklı sebep niteliğinde değilse, davacı ortağın şirketten çıkarılması mümkün değildir.⁴¹⁰

Haklı sebebin gerçekleşip gerçekleşmediğinin, her olayın özelliğine göre mahkemece değerlendirilecek olması, limited şirket ilişkisinin feshine olanak tanıyan haklı sebebin gerçekleşip gerçekleşmediğinin belirlenmesinin bir takdir sonucu olduğunu göstermektedir.⁴¹¹ Ayrıca hâkimin şirketten çıkarma kararı verebilmesi için, davacı ortağın veya ortakların şirketten çıkarılması, şirketin feshini haklı kılacak sebebin ortadan kalkmasını sağlayacak nitelikte olmalısı gerekmektedir. Hâkimin çıkarma kararı verebilmesi için, çıkarma kararını vermeden önce, fesih dışında diğer çözüm yollarıyla ihtilafa bir çözüm araması da gerekmektedir.⁴¹²

Alanyazınında ve mahkeme kararlarında haklı sebep olarak kabul edilen olaylara örnek olarak; “*şirket amacının gerçekleşmesinde ekonomik ve hukuki imkânsızlık, şirketin sürekli olarak kâr getirmemesi*”,⁴¹³ “*kanun, esas sözleşme ve genel kurul kararlarının ihlali veya yerine getirilmemesi, şirkette uzun yıllar ciddi bir faaliyetin olmaması*”,⁴¹⁴ “*ortağın icra takiplerinin şirketi çalışamaz duruma getirmesi*”,⁴¹⁵ “*şirket ortakları arasında anlaşmazlık*” sıralanabilir. Ayrıca Yargıtay, şirketin borçlarını ödemek için ortaklarından borç alıp, bu borçlar dolayısıyla icra takibine uğramasını, icra takiplerinin şirketi çalışamaz duruma sokmasını haklı sebep olarak kabul etmektedir. Ancak şirketin kamu borçlarını ödeyememesi, şirketin feshi için haklı sebep olarak kabul edilmemiştir.⁴¹⁶

⁴¹⁰ Mineliler, *a.g.m.*, s. 111.

⁴¹¹ Şener, *a.g.e.*, s. 981.

⁴¹² Mineliler, *a.g.m.*, s. 111. Ortağın şirketten çıkarılması, tamamen hâkimin takdirindedir. Ayrıca hâkim bu yetkiyi resen uygulayacaktır. Başka bir ifade ile, hâkim ortağın şirketten çıkarılması için, ortakların bu konuda verdiği bir karara ihtiyaç duymamaktadır. Hâkimin davacı ortağa payının gerçek değerinin ödenmesine ve davacı ortağın şirketten çıkarılmasına karar vermesi durumunda, bu miktar şirket tarafından ödeninceye kadar fesih davası duracaktır. Mahkeme, yapılacak ödemeyi belirli bir süreyle sınırlandırarak, belirtilen süre içinde ödemenin yapılmaması durumunda şirketin feshine karar verileceğini belirtmelidir. Belirtilen süre içinde ödeme yapılırsa, fesih davası düşecektir. Ödeme yapılmamışsa, mahkeme limited şirketin haklı sebeple feshine karar vermelidir. Mineliler, *a.g.m.*, s. 111.

⁴¹³ Yargıtay 11 HD. E. 2000 / 55, K. 2000/1242, T. 21.2.2000; Giray, *a.g.m.*, s. 208.

⁴¹⁴ Yargıtay 11 HD. E. 1999 / 3660, K. 1999/5545, T. 21.6.1999; Giray, *a.g.m.*, s. 208.

⁴¹⁵ Yargıtay 11 HD. E. 2000 / 55, K. 2000/ 1242, T. 21.2.2000; Giray, *a.g.m.*, s. 208.

⁴¹⁶ Mineliler, *a.g.m.*, s. 109.

2.3.6. Esas Sermaye Payının Ödenmemesi Durumunda Ortağın Şirketten Çıkarılması

TTK m. 573/2'e göre, *“ortaklar, şirket borçlarından sorumlu olmayıp, sadece taahhüt ettikleri esas sermaye paylarını ödemekle ve şirket sözleşmesinde öngörülen ek ödeme ve yan edim yükümlülüklerini yerine getirmekle yükümlüdürler”* şeklinde düzenlenmiş, ortakların şirket borçlarından sorumlu olmadıkları açıkça ifade edilmiştir. Ayrıca ortaklara, sermaye koyma borcu dışında, şirket sözleşmesinde öngörülmesi koşuluyla ek ödeme ve yan edim yükümleri getirilmesi hükme bağlanmaktadır. TTK m. 128/1'e göre, *“her ortak, usulüne göre düzenlenmiş ve imza edilmiş şirket sözleşmesiyle koymayı taahhüt ettiği sermayeden dolayı şirkete karşı borçludur”*. Ortak, sermaye koyma borcunu yerine getirdiği oranda sorumluluktan kurtulmaktadır.⁴¹⁷

TTK m. 246'ya göre kollektif ortaklığın ortağının sermaye borcunu ödemede temerrüde düşmesi, hem ortağın aynı zamanda ortaklıktan çıkarılmasını gerektiren (TTK m. 255/1) hem de kollektif ortaklığın feshine (TTK m.245/b) haklı bir sebep teşkil etmektedir.⁴¹⁸ 6762 sayılı TTK'da diğer ticaret şirketlerinde olduğu gibi sermaye borcunun yerine getirilmemesi de limited şirketler açısından ortaklıktan çıkarılma sebebi olarak kabul edilmekteydi. TTK'nın ilk yayımlanan metninde TTK m. 585/1'e göre, *“ortakların sermayenin tamamını şartsız taahhüt etmeleri ve nakit kısmı hemen ve tamamen ödemeleri ile şirketin kurulabileceği”*nden bahisle,⁴¹⁹ 6102 sayılı TTK'da, 6762 sayılı TTK'nın m. 529 hükmüne karşılık olabilecek bir hükme ise yer verilmemiştir.⁴²⁰

⁴¹⁷ Can, *a.g.m.*, s. 4-5.

⁴¹⁸ Pulaşlı, *a.g.e.*, s. 211. TTK m. 246, 255, 328, 482 ve 585'e göre, sermaye borcunu ödemede temerrüde düşülmesi, ortaklıktan/şirketten çıkarılma sebebi olarak kabul edilmiştir. Çelik, *a.g.e.*, s. 95. Komandit ortaklığın tasfiyesi ve sona ermesi başlıklı TTK m. 328'e göre, *“kollektif şirketlerin sona ermesine, tasfiyesine ve ortakların şirketten çıkma ve çıkarılmasına ilişkin 243 ilâ 303 üncü madde hükümleri komandit şirketlerde de uygulanır.”*

⁴¹⁹ Çelik, *a.g.e.*, s. 76. Esas sermaye payının ödenmesinde temerrüde düşen ortak, 6762 sayılı TTK m. 529'da yer alan, *“iki defa yapılan ihtar rağmen sermaye koyma borcunu ödemeyen ortak şirketten çıkarılabilir”* hükmü gereği şirketten çıkarılabilmekteydi.

⁴²⁰ Taşdelen, *a.g.e.*, s. 218. Limited şirketlerde ortağın sermaye borcunu ödemede temerrüde düşmesi nedeniyle şirketten çıkarılması ile ilgili olarak 6102 sayılı TTK'da özel bir düzenleme yapılmamasının nedeni, Kanun'un 14.02.2011 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan metnindeki TTK m. 585/1, *“kurucuların limited şirket kurma iradelerini açıklayıp, sermayenin tamamını şartsız taahhüt etmeleri ve nakit kısmı hemen ve tamamen ödemeleriyle kurulur”* hükmü nedeniyle *“ortağın sermaye borcunu ödemede temerrüde düşmesi”* gibi bir durumun ortaya çıkmayacağı gösterilebilir.

TTK m. 585/1’de yapılan deęiřiklik⁴²¹ sonucunda, limited şirket kuruluşunda sermayenin nakit kısmının hemen nakden ve tamamen ödenmesi yerine anonim şirketlerde olduğu gibi TTK m. 344/1’e göre, “*nakden taahhüt edilen esas sermaye paylarının itibari değerinin en az yüzde yirmibeşi tescilden önce kalanının da şirketin tescilini izleyen 24 ay içerisinde ödenmesi*” gerektiği yönünde düzenleme yapılmıştır. TTK m. 585/1’de limited şirketlerde sermaye taahhütlerinin yerine getirilmemesinin sonuçları konusunda anonim şirketlere ilişkin düzenlemelerin uygulama alanı bulacağı kabul edilmiş olduğundan, limited şirketlerde sermaye koyma borcunun yerine getirilmemesi halinde “*şartları gerçekleşmişse*” ıskat müeyyidesinin uygulanması mümkündür.⁴²²

Iskat, sermaye koyma borcunu ödemede temerrüde düşen pay sahibinin mütemerrit olduğu payının iradesi hilafına elinden alınması olarak tanımlanabilir.⁴²³ Iskat işlemi de satın alma hakkı gibi yenilik doğuran kanuni zorallm hakkıdır.⁴²⁴ Başka bir ifade ile sermaye koyma borcunun ifasında temerrüde düşen pay sahibinin, iştirak taahhüdünden ve yaptığı kısmi ödemelerden doğan haklarından yoksun bırakılması ve payının satılıp yerine başkasının alınması müeyyidesidir.⁴²⁵ Sermaye borcunun ödenmesinde temerrüde düşölmesi, ticaret şirketleri açısından şirketten çıkarılma sebebi olarak kabul edilmiştir. Ancak, ıskat bu müeyyidenin uygulanması sonucunda pay sahibine herhangi bir ödeme yapılmaması hatta bazı durumlarda pay sahibinin şirkete borçlu kalmaya devam etmesinden⁴²⁶ dolayı ticaret şirketlerindeki düzenlemelerden ayrılır.⁴²⁷

⁴²¹ 2012 yılında 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik ile TTK m. 585/1, “*şirket, kurucuların, kanuna uygun olarak düzenlenmiş bulunan, sermayenin tamamını ödemeyi şartsız olarak taahhüt ettikleri, imzalarının noterce onaylandığı veya ticaret sicili müdürü yahut yardımcısı huzurunda imzaladığı şirket sözleşmesinde limited şirket kurma iradelerini açıklamalarıyla kurulur. Esas sermaye pay bedellerinin ödenmesi, ödeme yeri, ifa borcu, ifa etmemenin sonuçları, bedelleri tamamen ödenmemiş payların devri hususlarında bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümleri kıyasen uygulanır*” şeklinde yeniden düzenlenmiştir.

⁴²² elik, **a.g.e.**, s. 77.

⁴²³ Karababa, **a.g.e.**, s. 154; şener, **a.g.e.**, s. 129; elik, **a.g.e.**, s. 93. Diğer bir tanım ise, “*esas sermaye payların, rızası olmaksızın pay sahibinden alınarak, yerine başka ortak alınması ve bu suretle temerrüde düşen pay sahibinin ortaklıktan çıkarılması*” şeklindedir. Sönmez, **a.g.e.**, s. 75.

⁴²⁴ Karababa, **a.g.e.**, s. 156.

⁴²⁵ elik, **a.g.e.**, s. 93.

⁴²⁶ TTK m. 483/3’e göre, “*mütemerrit pay sahibi, yeni pay sahibinin ödemelerinden açık kalan tutar için şirkete karşı sorumludur*”.

⁴²⁷ elik, **a.g.e.**, s. 95.

İskat, pay devir serbestisi ilkesinin istisnası olarak, pay sahibinin payını devretmek istemediği takdirde payını devretmeye zorlanamayacağına istisna oluşturmakta ve esas itibariyle ortağın bütün payları söz konusu olduğunda, pay sahibinin şirketten çıkarılması sonucunu doğuracaktır.⁴²⁸

İskat, ortağın şirketten çıkarılmasından farklı bir kavramdır. Çıkarma durumunda, ortak ortaklık sıfatını bütünü ile kaybetmektedir. İskatta ise, ödenmeyen esas sermaye payına ıskat uygulanmaktadır.⁴²⁹ Ancak, ıskat müeyyidesinin uygulanması neticesinde limited şirket ortağının şirkette başka payının kalmaması durumunda, bu durum aynı zamanda şirketten çıkarılma sonucunu da doğuracaktır.⁴³⁰ Ancak ıskat müeyyidesinin uygulanmasından sonra ortağın şirkette başka payları kalmışsa, şirketten çıkarılma sonucu doğmamaktadır.⁴³¹

TTK'daki diğer çıkarılma hallerinde çıkarılma müeyyidesi doğrudan doğruya ortağa uygulanırken, ıskatta müeyyide pay veya paylar için uygulanmakta ve uygulandığı pay üzerindeki pay sahipliği ortadan kaldırılmaktadır. Pay sahibi ortaklıktan değil, paydan ıskat edilmektedir. Bu nedenle ıskata maruz kalan pay sahibinin anonim “*ve kıyasen uygulanması bakımından limited*” şirkette başka pay ve payları varsa bu kişinin pay sahipliği sıfatı devam etmekte, sadece sahip olduğu pay sayısındaki azalma sebebiyle anonim -ve limited- şirketteki hak ve yükümlülüklerinin kapsamı değişmektedir. Buna karşılık şahıs ortaklıklarında çıkarılma hallerinde ortağın ortaklıkla olan ilişkisi tamamen sona ermekte, ortaklık sıfatı kaybedilmektedir. Bu nedenle ıskatın, şahıs ortaklıkları anlamında ihraç (çıkartılma) olarak değerlendirilmesi mümkün değildir.⁴³²

Ayrılma hakkı, pay sahibine tanınan bir hak iken ıskat, şirket yönetim kurulunca kullanılan yenilik doğuran bir işlemdir. İskat, ayrılma hakkının aksine pay sahibinin rızası hilâfına gerçekleşen bir işlemdir. Ayrıca ıskat, bir devralma değil, sermaye şirketlerine

⁴²⁸ Sönmez, **a.g.e.**, s. 76.

⁴²⁹ Şener, **a.g.e.**, s. 129-130.

⁴³⁰ Sönmez, **a.g.e.**, s. 75; Çelik, **a.g.e.**, s. 77.

⁴³¹ Şener, **a.g.e.**, s. 130; Çelik, **a.g.e.**, s. 77; İskatın sonunda -sahip olunan bütün paylara uygulanması halinde- pay sahipliği sıfatının yitirilmesi ve şirketten fiilen ayrılma durumu söz konusu olsa da ıskatı, çıkarma hakkı olarak ele almak yanlıştır. Karababa, **a.g.e.**, s. 155.

⁴³² Çelik, **a.g.e.**, s. 95.

özgü bir el koyma işlemidir. İskat, paya yönetim kurulu tarafından el konulması olup, el konulan payların üçüncü kişilere satışı aslî değil, tamamlayıcı bir unsurdur. Kaldı ki, satış işleminin tarafları bakımından da iki müessese farklılık göstermektedir. Şöyle ki, ıskatta satıcı sermaye şirketi, alıcı ise üçüncü kişilerdir. Nihayet ıskata konu payların satış bedeli, müessesenin amacı ödenmeyen sermaye koyma borcunun tamamlanması olduğuna göre, payın nominal değeri⁴³³ ile sınırlı iken, ayrılma hakkında satış bedeli ayrılma durumunun özelliklerine göre belirlenen bir bedeldir.

TTK m. 482/1'e göre, "*sermaye koyma borcunu süresi içinde yerine getirmeyen pay sahibi, ihtara gerek olmaksızın, temerrüt faizi ödemekle yükümlüdür.*" Dolayısıyla ortak, temerrüde düştüğü zaman temerrüt faizi ile ve/veya TTK m. 482/3'e göre, "*esas sözleşmeyle, pay sahipleri, temerrüt hâlinde, sözleşme cezası ödemekle zorunlu tutulabilirler*" hükmü gereğince de ceza ile karşılaşabileceklerdir. Bu durumda müdür/müdürler kurulu, TTK m. 483/2'e göre, "*limited şirket ortağına sermaye koyma borcu dolayısıyla ödeme yapmasını iadeli taahhütlü mektupla ve internet sitesi mesajı ile yapar*". Ortak bu mektubun (bildirimin) alındığı tarihten itibaren bir aylık süre içerisinde ödemedede bulunmadığı takdirde ıskat müeyyidesi uygulanabilir. Ortağın bu ihtar sonrasında ödemedede bulunmadığı, sermaye koyma borcuna ait faizlerin ve/veya cezaların ödediği sermaye payı tutarı kadar veya daha fazlası durumunda şirkete olan borcunun ödediği esas sermaye tutarından fazla olacağından tüm payları ıskat olacağı için şirketten çıkarılmış olacaktır.

2.4. Şirketten Ayrılmanın Hüküm ve Sonuçları

Ortak, şirketten ayrıldığı anda sahip olduğu ortaklık mevkiini bir bütün olarak kaybetmektedir.⁴³⁴ Şirketten çıkma beyanı, bozucu yenilik doğuran bir hak olduğundan, bu beyan şirkete ulaşp öğrenildiği andan itibaren hüküm ifade eder. Mahkeme kararı ile çıkma ve çıkarılma hallerinde ise mahkeme kararı kurucu nitelikte olduğundan, ayrılma

⁴³³ Sönmez, **a.g.e.**, s. 76-77.

⁴³⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 95; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 199.

kararın kesinleştiği tarihte gerçekleşir. Dış ilişki açısından, bir ortağın şirketten çıkması veya çıkarılmasının ticaret siciline tescil ve ilan tarihinden itibaren gerçekleşir.⁴³⁵

Ortağın ayrılması ile birlikte esas sermaye payına bağlı hak ve yükümlülükler sona ermektedir. Ancak ortaklık sıfatının sona ermesinden sonra rekabet yasağının, sadakat yükümlülüğünün devamı sözleşme ile öngörülen düzenlemeler geçerli olup, bu tür yükümlülükler ayrılmadan sonra da devam etmektedir.⁴³⁶ Ortak, çıkma ve çıkarılma ile esas sermaye payı üzerindeki hak ve yükümlülüklerini bir bütün olarak kaybetse de, onun yerine ayrılma payı geçmekte; ancak ortağın ödenmeyen sermaye borcu ve ferileri ile şirket sözleşmesinde öngörülen tali mükellefiyetler öngörülmüş olması ve ayrılma tarihinden önce doğmuş borçlar açısından yükümlülükleri devam etmektedir.⁴³⁷

Payın devri halinde ek ödeme⁴³⁸ yükümlülüğünün devralana geçeceği kabul edilmektedir. Yükümlülük pay sahipliğine bağlı olup, ortağın şirketten ayrılması halinde kural olarak sona ermektedir. Ancak TTK m. 604/1'e göre, *“ortağın şirketten ayrılmasının tescili tarihinden itibaren iki yıl içinde şirketin iflas etmesi halinde, ayrılan eski ortak ek ödeme yükümlülüğünü yerine getirmesi”* talep edilebilmektedir. Şirketin finansal durumunun kötüye gittiğini fark ederek ortağın alacaklıların durumunu zayıflatacak şekilde şirketten kötü niyetli ayrılma ve yükümlülükten kurtulma çabalarına geçit vermemek amacıyla, kanun koyucu ayrılmanın tescili tarihinden itibaren iki yıl içinde gerçekleşebilecek iflas halinde dahi elinde pay bulunmayan ortakları ek ödemelerden

⁴³⁵ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 798. Ayrılma üçüncü kişilere karşı tescili ve ilanı anından itibaren geçerlilik kazanır. Bu nedenle ayrılma işlemlerinin tescil ve ilanı zorunludur. Çamoğlu, Poroy ve Tekinalp, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 324; Şener, **a.g.e.**, s. 916-917.

⁴³⁶ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 95; Taşdelen, **a.g.e.**, s. 199. TTK m. 613 gerekçesi, *“ortaklar için hem bağlılık yükümüne hem de rekabet yasağına yer vererek limited şirketin kişisel yönüne uygun bir düzenleme yapmıştır. Güçlü kişisel öğeleri haiz bir şirkette sır saklama ve bağlılık yükümü ile ilgili olarak çıkarlarını zedeleyecek davranışlar ibaresine yer verilmesinin sebebi yüküme geniş bir kapsam kazandırmaktır”* şeklindedir.

⁴³⁷ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 101. Ortağın ödenmeyen sermaye borcu ve ferileri ile şirket sözleşmesinde öngörülen tali mükellefiyetler ve ayrılma tarihinden önce doğmuş borçları, ortağın ayrılma akçesinin hesaplanmasında dikkate alınarak tenzil de edilebilir.

⁴³⁸ Ek ödemeler, şirkete karşılıksız verilen sermaye değil, geçici zararları gideren bir ek finansman aracıdır. Şirketin finansal durumunun iyileşmesi halinde ek ödemelerin kısmen veya tamamen geri verilmesi mümkündür., Mustafa Erdem CAN, *“Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Limited Şirket Ortağının Borçları ve Yükümlülükleri”*, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XV, Sayı: 4, 2011, s. 17.

sorumlu tutmaktadır.⁴³⁹ Buna karşın, ayrılan ortak ek ödeme yükümlülüğünü yerine getirmişse, payı alan yeni ortak ek ödeme yapmakla yükümlü olmamaktadır. Ayrılan ortak zamanında mevcut olan ek ödeme yükümlülüğü, yeni pay sahibi tarafından yerine getirilirse yine sorumluluk doğmamaktadır. Ancak TTK m. 604/2'e göre, *"ek ödeme yükümlülüğü mevcut olup halef tarafından yerine getirilmediği takdirde, eski ortağın sorumluluğu, yükümlülüğü gerçekleştiği tarihte ortağa karşı ileri sürülebileceği ölçüde"* ve tutarda devam etmektedir.⁴⁴⁰

Ortak, şirketten ayrılma akçesini alarak ayrılmış olsa dahi TTK m. 611/1'e göre, *"haksız yere alınmış olunan kâr payı var ise bu kâr payını şirkete geri vermekle yükümlüdür"*. Ortak, haksız ödenen kâr payı ve faizi de şirkete iade etmekle yükümlüdür. Bu hallerde ortak, ödemediği veya haksız olarak kendisine ödenen kâr payını şirkete ödemekle yükümlüdür.⁴⁴¹ TTK m. 611/3'e göre, *"şirketin haksız alınan kârı geri alma hakkı ise, paranın alındığı tarihten itibaren beş yıl, iyi niyetin varlığında iki yıl sonra zamanaşımına uğrar"* ve yükümlülük ortadan kalkar.

Sermayenin karşılığını teşkil eden değerlerden ortaklara verilen avanslar, ödünçler, gereğinden fazla verilen ücretler, yolluklar, ortakların paylarının gerçek değerinin çok üzerinde bir bedelle şirket tarafından devralınması, ortağa ait bir taşınmazın emsal değerinin üzerinde bir fiyatla şirket tarafından satın alınması gibi haller esas sermaye pay bedelinin iadesini gerektirebilir.⁴⁴²

Ortağın, ortaklık sıfatından kaynaklanmayan, örneğin şirket lehine kefalet, rehin gibi nedenlerle üçüncü kişilere karşı sorumluluğu ise, ortağın ayrılması nedeniyle herhangi bir değişikliğe uğramaz ve kendi yasal düzenleme hükümlerine tabi olurlar.⁴⁴³

⁴³⁹ Can, *a.g.m.*, s. 16-17; Gürpınar, *a.g.m.*, s. 95.

⁴⁴⁰ Can, *a.g.m.*, s. 16-17.

⁴⁴¹ Can, *a.g.m.*, s. 4.

⁴⁴² Can, *a.g.m.*, s. 9. Buna karşılık yedek akçelerden ortaklara yapılan ödemeler, sermayenin iadesi olarak nitelendirilemez. Can, *a.g.m.*, s. 4.

⁴⁴³ Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 103.

Diğer taraftan ortağın ayrılması durumunda şahsi nitelikteki hakları (genel kurula katılma hakkı, oy hakkı vb.) sona ermesine⁴⁴⁴ rağmen, ayrılan ortağın, ayrılma akçesini talep hakkının yanında finansal nitelikte⁴⁴⁵ ve bu finansal nitelikteki hakların takibi için kullanılabilecek bazı hakları ve yükümlülükleri de bulunmaktadır. Bunlar, çıkmadan önce kararlaştırılmış fakat ödenmemiş kâr payını alma hakkı ve şirketin iflas etmesi şartına bağlı olarak ortağın şirketten çıkışından itibaren iki yıl daha ek ödeme yükümlülüklerinden sorumlu tutulması gibi hak ve yükümlülükleri devam etmektedir.⁴⁴⁶ TTK m. 613'e göre, "*bilgi alma ve inceleme hakkı*" kapsamında ayrılan ortağın da ayrılma akçesinin hesaplanması yönünden denetim hakkının bulunması gerektiği kabul edilmelidir.⁴⁴⁷

Ayrılan ortağın, ayrılma ile birlikte esas sermaye payına bağlı hak ve yükümlülükler sona erse de, ister sermayenin azaltılması yolu ile ister esas sermaye payının devredilmesi yolu ile olsun, ayrılma tarihi itibarıyla vadesi geldiği halde ödenmemiş olan amme borçlarından sorumlu tutulacaktır. Ayrılan ortak, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun (AATUHK) m. 35/1'e göre;

- sermayenin azaltılması yolu ile ayrıldı ise ayrıldığı tarihe kadar olan,
- ayrılmanın devir yolu ile gerçekleştiği durumlarda ise devir öncesine ait olan ve devir tarihi itibarıyla ödenmemiş bulunan amme alacaklarının ödenmesinden esas sermaye payını devralan kişi ile müteselsilen sorumlu tutulacaktır.

Bu sorumluluk ortağın esas sermaye payı oranında olacaktır. Ancak bu sorumluluğa başvurulabilmesi için amme alacağının AATUHK m. 35/1'e göre, "*şirketten tamamen*

⁴⁴⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 99.

⁴⁴⁵ Ortağın, ayrılma akçesi kapsamına girmeyen ücret, masraf, avans, gerçekleşmiş faiz, kâr alacakları adi alacak niteliğindedir. Bunların her biri ayrı ayrı muaccel oldukları anda talep edilebilir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 323.

⁴⁴⁶ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 199.

⁴⁴⁷ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 95. Ortağın ayrılma tarihinden önce başlanmış ve devam etmekte olan işlemlerin ekonomik sonuçları yönünden ayrılan ortağın ortaklığı devam ettiği, bu işlemler hakkında bilgi alma hakkın da devam ettiği yönünde alanyazınında görüşler de mevcuttur. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 322. Limited şirkette ayrılan ortağın bilgi alma hakkı için kolektif ortaklıkta ayrılan ortağın bilgi alma hakkını düzenleyen TTK m. 263/2'nin kıyasen uygulanması yolu ile giderilebilir. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 342.

veya kısmen tahsil edilememiş veya tahsil edilemeyeceğinin” anlaşılmış olması gerekmektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK DEĞERİ, VERGİLENDİRİLMESİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Çalışmanın ilk bölümünde limited şirkette ortaklık, pay kavramı, ortaklık hakkının kazanılması ve sona ermesi, münferit ve azınlık pay sahiplerinin korunması ile ortağın şirketten ayrılma hakkı genel olarak ele alınmış ayrıca Alman ve İngiliz hukukunda ortağın şirketten ayrılması incelemiştir. İzleyen bölümde ise ortağın şirketten çıkması, çıkmaya katılması ve çıkarılması ana başlıklar halinde ele alınmış, bu bölümde şirketten ayrılmanın hüküm ve sonuçlarına yer verilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde ise genel olarak ayrılma akçesi ve gerçek değer tanımları, TTK'nın genel hükümlerinden kaynaklanan özel durumlarda ayrılma halleri nedeniyle ortaklara verilen ayrılma akçesi ile limited şirketlerde ortağın şirketten çıkması ve çıkarılması durumunda ortaklara verilen ayrılma akçesi, ayrılma akçesinin şirket esas sözleşmesi veya ayrılma sözleşmesi ile düzenlenmesi halinde ayrılma akçesinin değerinin belirlenmesi, ayrılma akçesinin değerinin dava yolu ile değerlendirilmesi, ayrılma akçesinin hesaplanması, ödenmesi ve ödenmesinde taraflar ile ayrılma akçesinin vergilendirilmesi ve muhasebeleştirilmesi ayrı başlıklar halinde ele alınacaktır.

3.1. Ayrılma Akçesi

Ortaklar tarafından şirkete esas sermaye payının bir unsuru olarak getirilen ve başlangıç sermayesini ifade eden esas sermaye, şirketin zaman içerisindeki ekonomik faaliyetleri sonucunda şirketin malvarlığı değerine dönüşmektedir. Malvarlığına dönüşen bu değer, finansal durum tablosunda yer alan ve ortaklık payını belirleyen esas sermaye payından farklı değerler içerebilmektedir. Bu malvarlığı değeri içerisinde finansal durum tablosunda yer alan maddi ve maddi olmayan duran varlıkların haricinde bu tabloda yer almayan şerefiye, müşteri çevresi, entelektüel sermaye gibi maddi olmayan varlıklar da bulunmaktadır.

Ticaret şirketlerine sermaye yatıran ortağın şirketten çıkması veya çıkarılması durumunda yatırımını geri alması ortaklık ilişkisinin niteliği gereğidir. Ortağın sermaye payı, ayrılma akçesi ve ortağın şirket malvarlığındaki payı ile aynı olmayabilir. Limited şirkette ortağın sermaye miktarı, esas sermayenin üstlenilen kısmının miktarına göre belirlenir ve esasen sadece şirket finansal durum tablosunda yer alan bir kalemdir.⁴⁴⁸

Ayrılma akçesi, şirketten ayrılan ortağın, şirketle bağının kesilmesi sonucunda, payının karşılığında eline geçecek olan değere ilişkin bir alacak hakkıdır ki işbu özelliği sebebiyle ayrılma akçesi üçüncü kişilere devredilebilir, haczedilebilir, rehnedilebilir ve diğer hukuki işlemlere konu olabilir.⁴⁴⁹

Ayrılma akçesi, şirketten çıkma ve çıkarmanın düzenlendiği bütün şirket tiplerinde olduğu gibi, limited şirkette de ortağın şirketten ayrılması sebebiyle ortaklık payının ve sıfatının kaybı karşılığında şirket malvarlığından payına düşen kısma ilişkin bir alacak hakkını ifade etmekte,⁴⁵⁰ diğer taraftan da ayrılan ortağın ayrılma akçesinin ödenmesini talep hakkının doğmasına yol açmaktadır.⁴⁵¹

Şirketten ayrılan tüm ortaklara, ister sözleşmedeki hükme dayanarak ister haklı sebeplerden olsun, esas sermaye payları ile orantılı olarak, eşit işlem yapılması gerekir (TTK m. 639/3). Dolayısıyla ayrılma akçesi TTK m. 641/1'e göre, "*esas sermaye payının gerçek değerine uygun*" olmalıdır.⁴⁵² Kanun koyucu ayrılma durumunda payın gerçek değerinin ödenmesi gereğinden bahsetmiş ancak, "*bu değer nasıl hesaplanacağını belirlemeyerek bunu öğreti ve uygulamaya bırakmıştır*".⁴⁵³

Ortak, şirketten ayrıldığı anda ayrılma akçesi alacağı meydana gelir. Her ne kadar ortaklık ilişkisinden kaynaklansa da ortağın ayrılması ile meydana gelen bu alacak, borçlar hukuku karakterine sahip olduğundan, ayrılma akçesinin başka bir kimseye temliki

⁴⁴⁸ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 303-304; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 105.

⁴⁴⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 302.

⁴⁵⁰ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 105.

⁴⁵¹ Şahin, **a.g.e.**, s. 856.

⁴⁵² Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 797.

⁴⁵³ Akın, *a.g.m.*, s. 106.

mümkündür. Ayrılma akçesi alacağı, diğer alacak hakları gibi rehin edilebileceği gibi, haciz ve diğer hukuki işlemlere de konu olabilir. Ortak ayrıldıktan sonra henüz şirket tarafından ödenmemiş ayrılma akçesi alacağı varsa ve şirket iflas etmişse, bu alacak için ortak iflas masasına da iştirak edebilecektir.⁴⁵⁴

Ayrılma akçesi, ortağın şirketten çıkma ve çıkarılmasının hukuki bir sonucu olduğundan, çıkma ve çıkarılmanın mali sonuçlarının da ortağın ayrılmasına ilişkin prosedürden ayrı tutması gerekir.⁴⁵⁵ Ayrılan ortağın şirkete borcu olması, şirketin kullanılabilir özkaynağının bulunmaması gibi nedenlerle ayrılma akçesi ödenmeyebilir. Bu durumda da ortak şirketten ayrılabilir. Diğer taraftan sözleşme veya genel kurul tarafından sağlanan ayrılmalarda, ayrılma şartı gerçekleşmiş olmasına rağmen ortak ile şirket arasında ayrılma akçesinin değerlemesine ilişkin ihtilaflar çıkması durumunda dava yoluna gidilebilir.

3.1.1. Ayrılma Akçesi ile İlgili TTK’da Yer Alan Kavramlar

Önceki bölümlerde yer aldığı üzere, Türk alanyazınında, bir üst kavram olarak ortağın şirketle ilişkisinin kesildiği tüm halleri⁴⁵⁶ ifade etmek üzere kullanılan ayrılma kavramı, 6102 sayılı TTK’da bu tüm halleri kapsayacak şekilde kullanılmaktadır.

Ayrılma akçesi kavramına 6762 sayılı TTK’da yer verilmemiştir. 6102 sayılı TTK’da ise ticaret şirketlerinin birleşmesi bahsinde (TTK m. 141) ve limited şirketlerde ortağın şirketten çıkma ve çıkarılması bahsinde (TTK m. 641 ve 642) olmak üzere iki ayrı yerde kavram olarak yer verilmiştir. TTK m. 141 gerekçesinde de “*ayrılma akçesi*” kavramına yer verilmiş ancak limited şirketlerde ortağın şirketten çıkma ve çıkarılması ile ilgili TTK m. 641 ve 642 gerekçelerinde kavramdan bahsederken, kavram hem ayrılma akçesi hem de “*ayrılma payı*” olarak kullanılmıştır.⁴⁵⁷

⁴⁵⁴ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 303.

⁴⁵⁵ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 150 -252 nolu dipnot-.

⁴⁵⁶ Çelikboya, **a.g.e.**, s. 197.

⁴⁵⁷ TTK m. 636/3’te haklı sebeple fesih başlığında, “...davacı ortağa payının gerçek değerinin ödenmesine...”, TTK m. 641/1 gerekçesinde, “6762 sayılı kanun, ayrılan ortağın ayrılma payını açıkça düzenlememiştir” ve TTK m. 642/1-a gerekçesinde ise, “özsermaye ayrılma payının ödenmesine yetmiyor ise” şeklinde ayrılma akçesi yerine kullanılmıştır. Anonim şirketlerin haklı sebeple feshini

TTK m. 641'e göre ayrılma akçesi,⁴⁵⁸ ortağın şirketten ayrılması durumunda esas sermaye payının gerçek değeri kadar şirket tarafından yapılacak bir ödeme olarak tanımlanabilir. Ayrılma akçesinin talep edilmesi için TTK m. 641'e göre, ortağın şirketten ayrılması ve esas sermaye payının gerçek değerinin belirlenmesi gerekir.⁴⁵⁹

Diğer taraftan limited şirketlerde ortağın çıkması ve çıkarılması bahsinde ele alınan ayrılma akçesi ile şahıs ortaklığında yer alan ortağın çıkma ve çıkarılması karşılığında ortağın ayrılma payı arasında benzerlik bulunmasına rağmen ayrılma payının değeri olarak TTK m. 260'da, *"uyuşmazlık halinde karar tarihine en yakın tarihteki şirket varlığı esas alınarak"* yapılacağı hükmüne yer vermiş, ancak metinde "gerçek değer" gibi bir kavramına yer verilmemiştir.

Kollektif ortaklıklarda, ayrılan ortağın tasfiye payının (ayrılma payının) hesaplanması için ortaklığın tasfiyesi kâğıt üzerinde gerçekleştirilir. Bu hesaplamada ortaklığın aktifleri yaşayan işletme içindeki satış değerine göre kıymetlendirilir.⁴⁶⁰ Ancak, TTK'nın temel

düzenleyen TTK m. 531'de, *"feshi yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin"* ödemesi şeklinde TTK m. 638/3 düzenlemesi ile paralel düzenlemede pay kavramından bahsedilmiştir. TTK m. 641 ve 642'nin madde metinlerinde yer alan "akçe" kavramı bu maddelerin gerekçelerinde "akçe" ve "pay" kavramlarına yer verilmiş olması, bu kavramların birbiri yerine kullanıldığını göstermektedir.

⁴⁵⁸ Akçe sözlükte, *"durağan olan, olmayan eşya değerini ölçen değişim aracı"* olarak, pay ise *"birden fazla kişi arasında bölüşülmüş bir bütünden, bu kişilerin her birine düşen bölüm, hisse"* olarak tanımlanmıştır. Türk Dil Kurumu (TDK), **Büyük Sözlük**, (Çevrimiçi: http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.58f3.c56f.394461.91540282., Erişim Tarihi: 13.09.2017)

⁴⁵⁹ Kollektif ortaklığın *"haklı sebeple fesih"* bahsinde (TTK m. 255) ve kollektif ortaklıktan *"çıkma ve çıkarılma"* bahsinde (TTK m. 260-266) *"ayrılan ortağın payı"* kavramına yer verilmiştir. TTK m. 202/1-b'de *"hâkimiyetin bağlı ortaklığı kayba uğratacak şekilde kullanılması sonucunda şirketten çıkma"*, TTK m. 202/2'de *"haklı bir sebebi bulunmaksızın hâkim gücün kullanılması sonucu gerçekleştirilen önemli işlemlerden doğan zararlar nedeni ile şirketten çıkma"* ve TTK m. 208'de *"hakim pay sahibi tarafından azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan çıkartılması"* bahislerinde *"payların satın alınması"* kavramına yer verilmiştir. TTK m. 596/1'de *"miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra hükümlerine"* dayalı esas sermaye payının devrini reddetmesi durumunda çıkarılma bahsinde payların *"gerçek değeri üzerinden devralmayı"*, TTK m. 636/3'te limited şirkette haklı sebeplerle şirketin feshinin dava edilmesi halinde mahkemenin ortağın çıkarılmasına karar vermesi bahsinde ise *"davacı ortağa payının gerçek değerinin ödenmesi"* kavramlarına yer verilmiştir.

⁴⁶⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 322. Yazar, ortağın ayrılma payının tespiti için ortaklığın tasfiyesinin kâğıt üzerinde yapılacağı, şirket aktiflerinin ise yaşayan işletme içindeki satış değerlerine göre belirleneceğine yer vermiştir. Burada kastedilen tasfiyeden, değerlendirme alanyazınındaki tasfiye varsayımının kastedilmediği, izleyen cümlede *"yaşayan işletme içindeki"* ibaresi ile yer almaktadır. Bahsedilen durumda ortak her ne kadar şahıs ortaklığından ayrılacak olsa da şirket değerinin kâğıt üzerindeki tasfiye değerinden farklı olacaktır.

dayanağını teşkil eden İBirk m. 580'e göre, "eğer ayrılma payının değeri konusunda şirket sözleşmesinde bir hüküm yoksa veya taraflar arasında bu hususta anlaşmaya varılmamışsa yargıç ayrılma payını işletmenin gerçek (yaşayan) değerine göre takdir eder" hükmü yer almaktadır. Bu hüküm TTK'ya alınmamıştır. Bu nedenle mevcut boşluğu, adalet ilkesinin ışığı altında alanyazını ve içtihat dolduracaktır.⁴⁶¹

3.1.2. TTK'nın Genel Hükümlerinden Kaynaklanan Özel Durumlarda Ayrılma Halleri Nedeniyle Ortaklara Verilen Ayrılma Akçesi

6102 sayılı TTK ile ticaret şirketleri genel hükümlerinde, 6762 sayılı TTK'da yer almayan ayrılma hallerine yer verilmiştir. TTK'nın genel hükümlerinden kaynaklanan özel durumlarda ayrılma halleri nedeniyle ortaklara verilen ayrılma akçesi ve paylarının değer tespiti hakkında değerlendirme yapılması, limited şirketlerde ortağın çıkması ve çıkarılması bahsinde ele alınacak ayrılma akçesinin değerinin tespiti açısından önem taşımaktadır.

Bir önceki bölümde TTK'nın genel hükümlerinden kaynaklanan özel durumlarda ayrılma hallerinin genel açıklamalarına yer verildiğinden, bu bölümde sadece özel hallerde ayrılma akçesinin değeri ve değer tespitleri üzerinde durulacaktır.

3.1.2.1. Birleşmede Ayrılma Akçesi

Birleşmede ayrılma akçesi, birleşme sözleşmesinde birleşilen (devralan) veya birleşme suretiyle yeni kurulacak olan şirketteki paylarının gerçek değerine denk gelen ve birleşmeye katılmayan veya birleşmeden çıkarılan ortaklara ödenen pay bedeli veya pay bedellerinin toplamıdır.⁴⁶²

Yazarın burada "tasfiyeden" kastının ne olduğu tam ve açık değildir. Değerleme alanyazını açısından tasfiye varsayımı ile işleyen teşebbüs (TTK'daki ifadesi ile yaşayan şirket) varsayımları birbirinin zıddı olarak kullanılmaktadır. Bir ortaklığın/şirketin hem tasfiye edilmesi hem de şirketteki varlık ve yükümlülüklerin "yaşayan şirket içindeki" değerlerinin alınması karışıklık yaratmaktadır.

⁴⁶¹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 322a. İsviçre hukukunda yer alan ve kolektif ortaklıklardaki ayrılma akçesinin tespitindeki gerçek değer ilkesinin Türk hukukunda uygulanmaması ve Kanun'da yer almamasının gerekçesi bulunmamaktadır.

⁴⁶² Tekinalp, "Birleşmede Ayrılma Akçesi", s. 22.

Birleşmede ayrılma akçesinin verilmesinin amacı, bir yandan birleşmeyi menfaatine uygun bulmayan ve dolayısıyla birleşme sürecine katılmak istemeyen ortakları birleşme ve birleşmenin sonuçlarına mahkûm etmekten kurtarmak, diğer yandan da bazı hallerde azınlığın birleşme dışında bırakılması suretiyle devralan şirket üzerinde tam hâkimiyetin kurulmasını sağlamaktır.⁴⁶³

TTK m. 141’de yer alan bu düzenleme ile birleşmede ayrılma akçesinin genel ilkeleri aşağıdaki gibidir:

- Birleşme sözleşmesinde öngörülebilir ve sadece devrolunan şirketin ortakları bakımından söz konusu olabilen⁴⁶⁴ bir tutardır.
- Ayrılma akçesi, *“birleşilen (devralan) veya birleşme suretiyle yeni kurulacak olan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen”* ve birleşmeye katılmayan veya birleşmeden çıkarılan ortaklara ödenen pay bedeli veya pay bedellerinin toplamıdır. Kanunda ayrılma akçesinin *“iktisap olunacak payların”* gerçek değeri olduğu ifade edildiğine göre, söz konusu olan *“pay değeri”* devralan veya yeni kurulan şirketin paylarının değeridir.⁴⁶⁵
- Birleşme suretiyle devrolan şirketin serbestçe tasarruf edilebilir yedekleri yoksa ayrılma akçesini ödemek için sermaye azaltımı yolu ile ayrılma akçesi ödenemez.⁴⁶⁶
- *“Bütün ortakların ya da çok sayıda ortağın ayrılma akçesi almak istemesi, birleşmenin gerçekleşmemesi olasılığını ortaya çıkarabilir”.*
- *“Yönetim, ortakların çoğunluğunun veya somut olayın özelliklerine göre karşı konulamayacak ağırlıkta azınlığın muhalefetine rağmen birleşmeyi yürütmeye girişmemelidir”.*

⁴⁶³ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 250.

⁴⁶⁴ Tekinalp, *“Birleşmede Ayrılma Akçesi”*, s. 22.

⁴⁶⁵ Tekinalp, *“Birleşmede Ayrılma Akçesi”*, s. 23.

⁴⁶⁶ TTK m. 141/1 gerekçesinde, *“ayrılma akçesinin nakit olması şart değildir. Karşılık olarak başka bir şirketin payı/pay senedi veya bir diğer menkul değeri, meselâ değiştirilebilir tahvil verilebilir. Böylece, üç köşeli birleşmelere de kanunen olanak tanınmış olmaktadır. Ayrılma akçesinin nakden ödendiği hallerde, bunun serbestçe tasarruf edilebilecek yedeklerden alınması, yoksa sermayenin iadesi şeklinde olmaması gerekir”* şeklinde düzenlenmiştir.

3.1.2.1.1. Birleşmede Seçimlik Hak Olarak Ayrılma Akçesi

Birleşme sözleşmesine eklenecek bir hükümle, ayrılma akçesi seçimlik hak olarak tanınabilir.⁴⁶⁷ Devrolunan şirketin ortaklarına seçimlik ayrılma akçesinin verilebilmesi için, birleşme kararının şirkette mevcut oy haklarının % 90'ının olumlu oylarıyla alınması zorunludur.⁴⁶⁸ Bu tür ayrılma akçesi, birleşme sözleşmesinde muhakkak bir seçim hakkı olarak yer almalıdır. Devrolunan ortaklığın ortaklarına ya “*iktisap edilecek payları*” veya onun yerine “*paylara denk gelen bedeli*” alma hakkı birleşme sözleşmesinde bir alternatif olarak sunulmalıdır. Seçilmesi gerekli bir hal şeklinde öngörülmemeli ve hüküm, ortağa verilen hakkı, çıkma ile sonuçlanan bir zorunluluğa dönüştürmemelidir.⁴⁶⁹ TTK m. 141 hükmünün, TTK m. 379 ve TTK m. 384 ile birlikte değerlendirilmesi sonucunda, “*en fazla şirket esas veya çıkarılmış sermayesinin % 10'u oranında*” pay sahibinin ayrılma akçesini alarak şirketten ayrılabilceğinin kanun koyucu tarafından açıkça düzenlenmesi gerektiği ifade edilebilir.⁴⁷⁰

3.1.2.1.2. Birleşmede Zorunlu Ayrılma Akçesi

TTK m. 141/2'ye göre, “*birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilir*” hükmü yer almaktadır. Hükümdeki “*sadece ayrılma akçesinin verilmesi*” ibaresi, birleşme sözleşmesinde devrolunan şirketin pay sahipleri için bir değişim oranının yani devrolunan şirketin kaç payına karşılık devralan şirketin kaç payının verileceğine dair bir düzenlemenin değil, sadece ayrılma akçesine ilişkin hükümlerin yer verilebileceği anlamına gelmektedir. Bu şekilde Madde hükümde azınlıkta kalan bütün pay sahiplerinin birleşme öncesinde ihraç edilebileceği de açıkça belirtilmiştir.⁴⁷¹

⁴⁶⁷ Tekinalp, “*Birleşmede Ayrılma Akçesi*”, s. 25. TTK m. 141'de tanınan bu seçim hakkı her ortağa tanınmış olup, ortağın bu hakkı kullanabilmesi için birleşme kararına olumsuz oy vermiş olması zorunlu değildir. Alman hukukunda ise sadece birleşme kararına olumsuz oy veren ortaklara şirketten ayrılma hakkı tanınmıştır. İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 253.

⁴⁶⁸ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s.256; Develi, *a.g.m.*, s. 458.

⁴⁶⁹ Tekinalp, “*Birleşmede Ayrılma Akçesi*”, s. 25.

⁴⁷⁰ Develi, *a.g.m.*, s. 459.

⁴⁷¹ Tekinalp, “*Birleşmede Ayrılma Akçesi*”, s. 26; Develi, *a.g.m.*, s. 459-461.

3.1.2.1.3. Birleşmede Ayrılma Akçesinin Değeri

TTK m. 141/1’de seçimlik ayrılma akçesinin, “*şirket paylarının gerçek değerine denk*” gelmesi aranmıştır. Bu ölçüt, gerek denkleştirme akçesinin (TTK m. 140/2) tayininde gerek sermaye şirketlerinin kolaylaştırılmış şekilde birleşmesinde verilen nakdi karşılığın (TTK m. 155/2-a) tayininde kullanılan ölçüt ile aynıdır.⁴⁷²

Kaynak Kanunda ne seçimlik ne de zorunlu ayrılma akçesi bakımından herhangi bir değer öngörülmüştür. Söz konusu Kanun’da sadece ayrılma akçesi miktarının “*makul*” olması gerektiğinden bahsedilmekte,⁴⁷³ ayrılma akçesinin “*pay ve ortaklık*” haklarının alternatifi olabileceği ve bu hakkın devrolunan şirketteki pay ve ortaklık haklarına denk geleceğini ifade etmekle yetinmiştir.⁴⁷⁴ Bu değer; borsa değeri, gerçek değer, marka değeri olabilir. Kaynak Kanun’da tüm bu değerlere kapıyı açık bırakmakta, bu hususta yetkiyi de şirkete vermektedir.⁴⁷⁵ TTK ise, bunun “*gerçek değer*” olduğunu açıkça belirtmiş⁴⁷⁶ ve bunun “*devrolunan şirketteki paylar ve ortaklık hakları olmayıp devralan şirketteki iktisap olunacak payların*” gerçek değeri olduğuna vurgu yapmıştır. Çünkü ortağın yoksun kaldığı paylar, iktisap olunacak paylardır.⁴⁷⁷ Birleşmede devrolunan şirketin ortaklarına verilecek ayrılma akçesinin değeri, birleşme sözleşmesinde devralacak şirketteki pay değerleri gerekçede ayrılma akçesi değeri olarak gerçek değer esasının alınması gerekli şart olarak belirlenmiş, gerçek değer hesaplanmasında “*yaşayan bir şirketin esas alınması kanunun amacı gereği*” olduğunu, “*yaşayan bir şirket*” ibaresi ile bu pay değerlerinin tespitinde tasfiye değeri gibi değerlendirme esaslarının kullanılmaması gerektiğini vurgulamıştır. Her durumda ayrılma akçesinin, denkleştirme davası (TTK m. 191) yoluyla mahkemece denetlenmesi istenebilir.

⁴⁷² İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 266-267.

⁴⁷³ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 267.

⁴⁷⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 147.

⁴⁷⁵ Tekinalp, “*Birleşmede Ayrılma Akçesi*”, s. 26.

⁴⁷⁶ TTK m. 141 gerekçesi: “*Hükümde, kaynaktan bilinen açık bırakılmış ve şirkete geniş hareket alanı bırakılmış bulunan ayrılma akçesinin kapsamı (miktarı) konusunda kesin tavır alınmış, ayrılma akçesinin gerçek değere denk gelmesi net bir şekilde öngörülmüştür. Çünkü kaynak kanundaki belirsiz “bir karşılık” ibaresi, hukuk güvenliği yönünden tehlikeli bulunmuştur.*”

⁴⁷⁷ Tekinalp, “*Birleşmede Ayrılma Akçesi*”, s. 26. Ortağın yoksun kaldığı değer, devralan şirketteki iktisap olunacak payların değeri olduğundan, gerçek değer devralan şirketteki iktisap olunacak payların gerçek değeridir. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, N 24-51.

Ticaret şirketlerinin birleşme bahsinde, devreden şirket ortaklarına tanınan seçimlik veya zorunlu ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespitinde, zaten bir şekilde varlığını sürdüren bir şirketin başka bir şirket ile birleşmesi durumunda, azınlıkta kalan ortakların menfaatinin korunması amacıyla, bu azınlık pay sahiplerine verilecek bir tazminat ve tazminatın değerinin de şirketin diğer şirket ile birleşmesi durumunda ayrılan ortakların paylarına isabet edecek değer olarak dikkate alınması gerekir. Birleşme durumunda ayrılma akçesinin değeri, sadece birleşen şirketlerin finansal durum tablolarına göre konsolide edilmiş bir finansal durum tablosu üzerinden hesaplanacak bir değer değil, birleşen şirketlerin değerlendirme alanyazınında yer alan ve birleşen şirketlerin ekonomik durumunu en iyi şekilde yansıtabilecek değerlendirme yöntem ve yaklaşımları ile birleşilen şirket değerinin tespit edilerek, ayrılacak ortaklara zorunlu veya seçimlik ayrılma akçesi değerinin teklif edilmesi gerekir. Birleşilen şirketin, birleşme sonrasındaki değerinin ve dolayısıyla ayrılan ortaklara verilecek ayrılma akçesinin değerinin, birleşilen şirketin gerçek değerinden daha düşük bir değer ifade etmesi durumunda ise ayrılan ortakların ayrılma akçesi değerine itiraz etme hakları bulunmaktadır.

“Ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının incelenmesi” başlıklı TTK m. 191’e göre, ortak veya ortaklar, birleşmede zorunlu veya seçimlik ayrılma akçesinin değerine veya pay değişim oranına itiraz etmek suretiyle kendilerine uygun bir denkleştirme akçesinin saptanmasını mahkemeden talep edebilirler.⁴⁷⁸

Ayrılma hakkını düzenleyen bütün hukuklarda, şirket tarafından tespit edilen ve pay sahiplerine teklif edilen ayrılma bedelinin, ortağın payının gerçek değeri olmadığı veya düşük olduğu gerekçesiyle, mahkemeye müracaat hakkı ayrıca ve açıkça düzenlenmiştir. Bu dava yolunu düzenleyen bütün hukuk sistemlerinde, mahkemenin değer tespitine ilişkin olarak vereceği kararın, bütün pay sahipleri için geçerli olacağı hükme bağlanmıştır. Ancak itiraz hakkının ayrıca düzenlenmesinin amacı, yalnızca bu davada alınacak mahkeme kararının genel etkiyi haiz olmasından ibaret değildir. Davanın ayrılma hakkının işleyiş sürecine, hatta ilgili işlemin yapılmasına olan etkisinin de

⁴⁷⁸ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 276.

düzenlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle itiraz hakkı, ayrılma hakkının işleyiş sürecinin ayrılmaz bir parçası ve bir aşamasını oluşturur.⁴⁷⁹

Denkleştirme davası ile ortak veya ortakların paylarının ve haklarının gereğince korunmamış (veya hiç tanınmamış) olması, değişim oranı, sermaye artırımının miktarının yanlış hesaplanması, bazı hakların dikkate alınmamış olması ve ortaklardan bazılarının kayba uğratılması gibi konularda dava açılabilir.⁴⁸⁰ Denkleştirme davası, ortaklık haklarının devamlılığı ilkesine aykırı olarak tespit edilen değişim oranının ve ayrılma akçesinin bir denkleştirme bedeli ödenmesi suretiyle düzeltilmesini amaçlamaktadır. Bu dava, birleşme kararının hukuki geçerliliğini etkilemediği gibi, ortaklık haklarının/ paylarının tahsis şeklini de değiştirmemektedir. Ayrılma akçesinin ayrılan ortak tarafından alınmış olması denkleştirme davasının açılmasına engel değildir.⁴⁸¹

3.1.3. Limited Şirketlerde Ortağın Şirketten Çıkması ve Çıkarılması Durumunda Ayrılma Akçesi

Ayrılma akçesi, ayrılma ile ortaklık ilişkisinin kesilmesi ve ortağın şirketteki katılımının sona ermesi dolayısıyla, ortağın payının karşılığı olarak şirket malvarlığından payına düşen kısma ilişkin bir alacak hakkıdır.⁴⁸² Şirketten ayrılan ortağın, şirkete getirmiş olduğu katılma payı şirket tarafından kullanılmış⁴⁸³ ve ortak ayrıldığı durumda ise şirkete getirdiği bu katılma payının, ayrılma tarihindeki değeri ile ortağa verilmesi gerekir.

Ortağın şirkete getirdiği nakdi ve ayni sermaye, şirket malvarlığına dönüşmekte, şirketin yönetimi ile ilgili olarak ortak tarafından getirilen katılma payının değeri zaman içerisinde artmakta veya azalmaktadır. Şirket malvarlığına dönüşen bu katılma payı diğer ortakların katılma payları ile şirket malvarlığı içerisinde bir bütün oluşturmaktadır.

⁴⁷⁹ Sönmez, **a.g.e.**, s. 199.

⁴⁸⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 181a.

⁴⁸¹ İpek Kayalı, **a.g.e.**, s. 276-277.

⁴⁸² Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s.105; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 302.

⁴⁸³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 303.

Bina, arazi vb. şekilde aynı sermaye olarak şirket malvarlığı içerisinde belirli bir ayrıma tabi tutulamayan katılım paylarının, şirket değerinden ayrı bir şekilde değerlendirilmesi mümkün olmayacağından, şirkete getirilen katılma payının değeri de ancak şirket değerine orantılamak yolu ile değerlendirilebilecektir.

Limited şirketlerde ortağın şirketten çıkması ve çıkarılması durumunda ayrılma akçesinin değeri, ortağın şirkete getirdiği esas sermaye payının değerinden şirket tarafından iyi bir şekilde yönetildiğinde daha yüksek, aksi durumda ise daha düşük olacaktır. Ayrılma akçesi, ortağın şirketten çıkması veya çıkarılması durumunda ortaklık sıfatının sona ermesi dolayısı, payının karşılığı olarak ayrılan ortağa şirket malvarlığından payına düşen kısma ilişkin bir alacak hakkıdır.⁴⁸⁴

3.1.4. Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılmada Ayrılma Akçesine İlişkin İlkeler

Önceki bölümlerde şirketten ayrılmanın hukuki boyutları hakkında genel değerlendirmelerde bulunulmuştur. Bu bölümde ise şirketten çıkma ve çıkarılma halinin esas sözleşme, ortaklar genel kurul kararı ve/veya dava yolu ile mümkün olduğu hallerde, ayrılan ortağın ayrılma payının tespitine ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

Ayrılma hali vuku bulmuş olsa da, aşağıda yer verilecek nedenlerden dolayı ayrılma akçesi ödenmeyebilir veya ortağın şirketten ayrılması şirket ortaklarınca onaylanmış olsa da çeşitli nedenlerle ayrılma payı ile ilgili olarak ihtilaflar çıkmış olabilir.

Ortağın şirketten ayrılması ile ayrılma payının tespiti ve ödenmesi farklı uygulamalar gerektirdiğinden, bu bölümde ortağın ayrılma payının tespiti ve ödenmesi hususlarına yer verilecektir.

⁴⁸⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 105.

3.1.4.1. Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılmada Ayrılma Akçesinin Değerinin Tespitinde Yetki

Ayrılan ortağın ayrılma akçesi, şirket esas sözleşmesi ile kuruluş aşamasında veya ortakların salt çoğunluğu ile sonrasında, ayrılan ortak ile şirket arasında yapılabilecek bir ayrılma sözleşmesi ile ya da bu iki durumun bulunmaması veya değer tespiti ve ödeme konusunda bu sözleşmelerde ihtilafa düşülmesi halinde ise dava yolu ile tespit edilebilir ve ödenmesi için belirli düzenlemeler yapılabilir.

TTK m. 597/1’de payların gerçek değerinin belirlenmesi ile ilgili olarak, *“Kanunda veya şirket sözleşmesinde esas sermaye payının bedeli olarak gerçek değer öngörüldüğü durumlarda, taraflar anlaşamamışlarsa bu değer, taraflardan birinin istemi üzerine, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince belirleneceği”* hükmüne yer vermiştir. Bu Madde’de de payların gerçek değeri tanımlanmamış, payın değerinin tespitinde kullanılacak değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerine de yer verilmemiş, diğer madde gerekçe metinlerinde olduğu üzere gerçek değer belirlemesini alanyazını ve mahkeme kararlarına bırakmıştır.

Kanun değer konusunda tarafların anlaşmasına öncelik vermiş, taraflar değer üzerinde mutabakata vardıkları takdirde başkaca bir işleme gerek görmemiştir. Bu anlaşma sağlanamadığı takdirde, taraflardan her biri şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesine başvurarak gerçek değer belirlenmesini talep etme hakkına sahiptir.⁴⁸⁵ Kanun, zımni olarak, tarafların anlaştığı tutar veya değeri, gerçek değer olarak kabul etmiştir. Taraflar arasında esas sözleşme, diğer şekillerde yapılan anlaşmalarda yer alan yaklaşım ve yöntemler, mutabık kalınan değerlendirme uzmanının yapmış olduğu değerlendirme sonucunda bulunan değer -aksi ileri sürülmediği müddetçe- payın gerçek değeri olarak kabul edilecektir. Anlaşma sağlanamadığı durumlarda ise mahkemeden payın değerinin tespiti istenilecek ve mahkeme tarafından belirlenen değer, gerçek değer olacaktır.

⁴⁸⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, N 1674.

3.1.4.1.1. Ayrılma Akçesinin Şirket Esas Sözleşmesi ile Belirlenmesi

Şirket sözleşmeleri, ayrılma hakkı ile ilgili hükümler içerebilir. Ancak şirket sözleşmesi, ayrılma hakkının ortağın vazgeçilmez hakkı olduğundan, bu hak ile ilgili kısıtlama veya tümüyle yasaklama ile ilgili hükümler içeremez. Sözleşmelerde yer alacak bu tür yasaklama ve kısıtlamalar baştan hükümsüz olacaktır. Diğer taraftan ortakların şirketten ayrılmaları ile ilgili hükümler ise genişletilebilir, hatta sözleşme ortağın istediğinde çıkmasına dair hükümlere de yer verilebilir.⁴⁸⁶

TTK m. 577/1-k'ya göre, “*çıkma hakkının tanınması ile bunun kullanılması şartları, bu hâllerde ödenecek olan ayrılma akçesinin türü ve tutarı*”, TTK m. 577/1'e göre, “*şirket sözleşmesinde öngörüldüğü takdirde bağlayıcı*” nitelikte olacaktır. TTK m. 638/1'de tekrarlanan şekli ile “*ortaklara şirketten çıkma hakkını tanıyabilir, bu hakkın kullanılmasını belirli şartlara bağlayabilir*” hükmü ile de ortağın şirketten çıkması ve çıkmaya ilişkin hükümler şirket sözleşmesi ile mümkün olabilecektir.

TTK m. 641/1'e göre, ayrılma akçesinin hesaplanmasında payın gerçek değerinin temel alınması emredici nitelikte⁴⁸⁷ olmasına rağmen, TTK m. 577/1-k'da yer alan, “*bu hâllerde ödenecek olan ayrılma akçesinin türü ve tutarı*”nın şirket sözleşmesi ile belirlenebileceği hükmü ile TTK m. 641/1'de yer alan emredici nitelik tarafların anlaşmaları halinde gerçek değerden başka bir değer ile de ayrılma akçesi tutarının belirlenebileceği sonucu çıkmaktadır.

TTK m. 641/2'ye göre, “*şirket sözleşmesinde ayrılma hakkı dolayısıyla, ayrılma akçesinin nakit yerine başka bir şekilde düzenleme yapılması*” da şirket sözleşmesi ile öngörülebilir.⁴⁸⁸ Örneğin şirket kuruluşunda şirkete getirilen aynı sermayenin aynen

⁴⁸⁶ De Vries, **a.g.e.**, p. 179-181.

⁴⁸⁷ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 309. TTK m. 641/2'ye göre, şirket sözleşmesinde öngörülen “*ayrılma hakkı*” dolayısıyla, şirket sözleşmesinde ayrılma akçesi farklı bir şekilde düzenlenebilir. Ancak, TTK m. 641/2'de yer alan “*ayrılma hakkı*” ifadesinin “*çıkma hakkı*” olarak anlaşılması gerekir. Kaynak Kanun'da bu durum “*sözleşmeye dayalı çıkma hakkı*” olarak yer almaktadır. Şener, **a.g.e.**, s. 923.

⁴⁸⁸ TTK m. 641/2 gerekçesine göre, sözleşme ile düzenlenen ayrılma akçesinin tespiti ve ödenmesinde ise ortaklara “*keyfi, adalete tamamen ters ve müsadereye yakın bir düzenleme yapma hakkı tanınmamış, serbesti genel hukuk ilkeleri*” ile sınırlandırılmıştır.

iadesi veya aynı şirketler topluluğuna dâhil başka bir şirketin pay senetlerinin verilmesi gibi.⁴⁸⁹ Şirket sözleşmesinde ortağın ayrılma akçesinin hesaplama biçimi, taksitler halinde ödeme gibi şekil ve zamanı konusunda hükümler konulabilir.⁴⁹⁰

Şirket sözleşmesi ile düzenlenen çıkma hakkında, ayrılma akçesinin gerçek değer dışında farklı bir değerden hesaplanarak ortağa ödenmesi, sadece esas sözleşmede bu hususta özel düzenleme varsa söz konusu olabilir. Esas sözleşmede, bu konuda bir hüküm yoksa TTK m. 641/1'e uygun olarak gerçek değer üzerinden belirlenmesi gerekir.⁴⁹¹ Ortağın ayrılma akçesinin hesaplanma ve ödenme zamanları hakkında şirket veya ayrılma sözleşmesinde⁴⁹² hüküm bulunduğu takdirde buna uyulması gerekir.

Ayrılma akçesinin esas sözleşmede gerçek değerden farklı bir şekilde takdiri de keyfi olamaz, bu husustaki düzenlemeler hakkaniyete uygun olmalıdır. Esas sözleşmede, ayrılma akçesinin takdiri için objektif ve anlaşılabilir kriterler içermesine ve eşit işlem ilkesine dikkat edilmelidir. Şirket müdürleri vasıtasıyla sadece bir takdir (*değer veya tutar belirleme*) kararı da söz konusu olamaz.⁴⁹³

Ortağın, şirketten ayrılması halinde ayrılma akçesi almayacağı yönünde düzenlenen bir sözleşme veya sözleşme hükümleri de geçersiz olacaktır. Zira sözleşmede yer alacak bu

⁴⁸⁹ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 797; Tekinalp, **Yeni Ortaklıklar Hukuku**, N 21-51. Şirket esas sözleşmesinde ayrılma akçesinin değeri olarak ortağın ayrılma tarihindeki şirketin vergi ve faiz öncesi kâra bağlanan değeri, şirket değeri olarak öngörülebilir. Mehmet Gençtürk, “*Yeni Türk Ticaret Kanununun Sermaye Şirketleri Açısından İncelenmesi ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi*”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2013, s. 51; Akın, *a.g.m.*, s. 106.

⁴⁹⁰ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 132.

⁴⁹¹ Şener, **a.g.e.**, s. 923. Ortağın şirketten ayrılması durumunda yasal olarak payının gerçek değerinin ayrılma akçesi olarak ödenmesi gerekli ise de, şirket sözleşmesinde ortağın ayrılmasına ilişkin koşullar yanında, hukuki bir niteliğe bürünmediği sürece payın gerçek değerinden farklı bir tutarın tespiti ve ödenebileceğine ilişkin hükümler yer alabilir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 131 -198 nolu dipnot-.

Diğer taraftan TTK m. 577/1-l'de ise, “*ortağın şirketten çıkarılmasına ilişkin özel sebepleri gösteren hükümler*”e yer verileceğine dair belirleme yapılmış, ancak ayrılma akçesinin türü ve tutarına yer verilmemiştir. Çıkarılmada ayrılma akçesi ile hükümlerin bulunmasına da herhangi bir kısıtlama getirilmediğine rağmen, şirket sözleşmesinde çıkarılmada ayrılma akçesinin türü ve tutarı için hükümlerin bulunabileceğini kabul etmek gerekir.

Buna karşılık haklı sebeple ve mahkeme kararıyla çıkma veya genel olarak çıkarma bakımından, şirket sözleşmesinde böyle bir düzenleme yapılması, bu hususa geçerlilik kazandırmaz. Şener, **a.g.e.**, s. 924.

⁴⁹² Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 131.

⁴⁹³ Şener, **a.g.e.**, s. 924.

hükümler bir anlamda ortağın ekonomik özgürlüğünü de ortadan kaldıracak⁴⁹⁴ ve ortağın payına el konulmasına ve bu şekilde cezalandırılmasına neden olacaktır.

Ayrılma akçesine ilişkin yapılacak düzenlemeler, değerin nasıl tespit edileceği ile de ilgili olabilir. Kural olarak payın gerçek değeri üzerinden bir ödeme yapılması Kanun'da öngörülmüşse de, gerçek değer yerine payın defter değeri veya good-will'siz değerinin de ödenmesi kararlaştırılabilir.⁴⁹⁵ Bunun gibi payın pazar değeri, indirgenmiş nakit akımları yöntemi (İNA) ile tespit edilmiş değeri, değerlendirme alanyazınındaki herhangi bir yaklaşım ve yöntem veya bunların ağırlıklandırılmış ortalamaları ya da belirli bir sabit tutarın dahi esas alınacağı kararlaştırılabilir.

TTK m. 597'de yer aldığı üzere ayrılan ortak ile şirket arasında esas sözleşmede ayrılma akçesi ile yer alan değer ve tutarlar veya değerlendirme yöntem ve yaklaşımları ile tespit edilen ayrılma payının değeri, ayrılan ortak ve şirket arasındaki anlaşma dâhilinde gerçek değer olarak kabul edilecektir. Eğer ayrılan ortak ve şirket arasında payın değeri üzerinde anlaşma sağlanamamış veya payın değeri ile ilgili değer ve tutar hakkında anlaşma için ayrılan ortaklar ile şirket konuyu mahkemeye dava yolu ile taşımış ise bu durumda gerçek değer mahkeme tarafından tespit edilecektir.

Esas sözleşmede değerlendirme ile ilgili hükümler sözleşmenin kuruluş aşamasında veya sonrasında hukuka aykırı hükümler⁴⁹⁶ içermesi veya önemli oransızlıklar oluşturması durumunda ise ortak veya ortakların mahkemeye başvurma haklarının bulunduğunu kabul etmek gerekir. Sözleşmede ayrılma akçesinin değerinin defter değeri veya tasfiye değeri üzerinden belirlenmesi gibi yalnızca esas sözleşmede bulunan değerlendirme yöntemlerinin makul ve gerçek görülmediği takdirde bu husus devreye girmektedir. Bu durum, esas sözleşmede yer alan değerlendirme hükümleri sonucunda ortağa ödenen ayrılma akçesi ile payların yaşayan şirket değeri arasında kayda değer bir oransızlık olduğunda

⁴⁹⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 136-137.

⁴⁹⁵ Gözüyeşil, **a.g.e.**, s. 143.

⁴⁹⁶ Ayrılma halinde ortağın ayrılma akçesi alamayacağı şeklinde sözleşme hükümleri, mülkiyet hakkının kısıtlanması nedeni ile hukuka aykırıdır. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 136. Yazar, sözleşmedeki değer hükümleri ile ortağın çıkma ve çıkarılması ile ilgili olarak ayrıca değerlendirmelerde bulunmuştur. Detay için bkz. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 136-143.

söz konusu olmaktadır. Söz konusu oransızlık, değerlendirme hükümlerinin amacını, şirketin ve faaliyetlerinin devamlılığı, değerlendirme hükümlerinin uygulanmasını haklı çıkarmayacak derecede önemli olmalıdır. Değerleme hükümlerinin içeriği, gerçek değer tespitine imkân vermeyecek şekilde ise kuruluş aşamasından itibaren geçersiz olacaktır. Bu hükümlerin amacı, adil bulunmadığında da mahkeme tarafından geçersiz kılınabilecektir. Değerleme ile ilgili hükümlerin geçersiz kılınması durumunda veya geçerli değerlendirme hükümlerinin yokluğunda ise paylar gerçek değeri ile değerlendirilecektir.⁴⁹⁷

Şirket esas sözleşmesinde ayrılma halinde şirket ayrılma akçesinin defter değeri üzerinden belirleneceği yönünde bir düzenlemede, ortağın ayrıldığı tarihte şirket değerini yansıtan diğer değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin defter değerinden orantısız bir şekilde yüksek olduğunun ayrılan ortak tarafından ileri sürülmesi halinde, şirketin değerinin bu kapsamda taraflar arasında şirketin gerçek değerini yansıtan bir değerlendirme yöntemi ile belirlenmesi, bu durumun şirket tarafından kabul edilmediği veya tespit edilmediği durumlarda ise ayrılan ortağın mahkemeye başvurarak esas sözleşmede yer alan değerlendirme hükümlerinin gerçek değer tespitine olanak sağlamadığı yönünde dava açması gerekmektedir.

Ortağın ayrılma akçesine ilişkin şirket sözleşmelerinde yapılan düzenlemelerde, payın yasal değeri olarak kabul edilen gerçek değerinden düşük değerlerle belirlenmesi veya ödenmesine ilişkin uzun vadelerin bulunması gibi ayrılma anında büyük sorunlara yol açabilecektir.

Bu nedenle esas sözleşmede yer alan ayrılma akçesinin değerine ilişkin konularda ayrılan ortak ile şirkette kalan ortaklar arasında anlaşma sağlanamadığı takdirde, TTK m. 597 kapsamında ayrılma akçesinin tespiti mahkemece belirlenecektir.

⁴⁹⁷ De Vries, **a.g.e.**, s. 181. Söz konusu hüküm Alman Medeni Kanunu (BGB)'nin m. 138/1'e göre, "*hukuki bir işlem kamu düzenine aykırı olduğu takdirde, hükümsüzdür*" şeklinde düzenlenmiş, TBK m. 27'de ise, "*Kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız olan sözleşmeler kesin olarak hükümsüzdür*" şeklinde düzenlenmiştir. Detay için bkz. Şener, **a.g.e.**, s. 925.

3.1.4.1.2. Ayrılma Akçesinin Ayrılma Sözleşmesi ile Belirlenmesi

Şirket esas sözleşmesi dışında ortaklar genel kurul kararı ile şirketten çıkan veya çıkarılan ortağın ayrılma payının değerinin tespiti ve ödenmesine ilişkin olarak ayrılan ortak ile şirket arasında bir sözleşme yapıp yapılmayacağı ve bunun tarafları bağlayıp bağlamayacağı yönünde TTK’da açık bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

Şirket esas sözleşmesinde çıkma ve çıkarılmaya ilişkin hükümler bulunsa da sözleşmede ayrılma akçesinin değerine ilişkin hükümler konulmamış olabilir.

Limited şirketten ayrılan ortaklar ile şirkette kalan tüm ortakların üzerinde anlaştıkları konularda sözleşme yapamayacakları yönünde bir kısıtlama bulunmadığından, Anayasa m. 48 ve TBK m. 26 gereğince sözleşme serbestisi kapsamında ayrılma sözleşmesi düzenlenebilir. Ayrılmanın gerçekleşmesinden sonra, tarafların bu konuda mutabakata varması esasen ithilafları önlediğinden, uzlaşısı sonucu yapılan bu sözleşmeler “*ayrılma sözleşmesi*” olarak da adlandırılmaktadırlar. Tüm ortakların muvafakati ile düzenlenen ayrılma sözleşmesi hükümleri için dava yoluna başvurmak için mutlaka sözleşme iradesini kısıtlayan veya sözleşme düzenlendikten sonra esasa ilişkin bilgilerin ortaya çıkması,⁴⁹⁸ ya da şirket değerinin gerçek değerinden daha düşük veya yüksek bir değerle değerlendirilmesi gerekmektedir.

Şirket sözleşmesinde ortakların çıkma ve çıkarılmasına ilişkin hükümlere yer verilmiş ancak ayrılma akçesinin değerine, tespit ve ödenmesine dair hükümlere yer verilmemiş de olabilir. Bu durumda şirkette kalan ve ayrılan ortakların tümünün uzlaşısı ile ayrılma sözleşmesi düzenlenerek, ayrılma akçesinin değeri, tespiti, ödenmesi gibi konularda sözleşme yapılabilir.

Ayrılma sözleşmesinde ayrıca ayrılma akçesinin değerinin tespiti açısından konusunda uzman kişiler tarafından yapılmasına dair hükümlere de yer verilebilir.

⁴⁹⁸ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 131 -198 nolu dipnot-.

3.1.4.1.3. Ayrılma Akçesinin Dava Yolu ile Belirlenmesi

Payların gerçek değerin belirlenmesi ile ilgili olarak TTK m. 597/1’de, “*Kanunda veya şirket sözleşmesinde esas sermaye payının bedeli olarak gerçek değerin öngörüldüğü durumlarda, taraflar anlaşamamışlarsa bu değer, taraflardan birinin istemi üzerine, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince belirleneceği*” hükmüne yer vermiştir.⁴⁹⁹ Madde hükmüne göre, gerçek değerin mahkeme tarafından belirlenmesi için tarafların anlaşamamaları üzerine dava açılması gerekmektedir. Şirket esas sözleşmesi veya ayrılma sözleşmesinde yer alan gerçek değerin tespitine yönelik değerlendirme ile ilgili hükümler bulunsa da yukarıdaki bölümde yer verildiği üzere, sözleşmelerin kuruluş aşamasında gerçek değerin tespitine imkân vermeyecek derece önemli oransızlıklar barındırması veya belirlemeler halinde ortak, payların gerçek değerinin tespiti için mahkemeye başvurabilecektir. Tarafların gerçek değer üzerinde anlaşmaya varmaları durumunda ise gerçek değer, şirketle ayrılan ortaklar arasındaki bu değer olacaktır.

Ortağın çıkma veya çıkarılmasında değerlendirme sürecinin amacı, ayrılma akçesinin değerinin görülmekte olan davanın şartlarına göre gerçek değer ile değerlendirilmesidir. Payların değerinin gerçek olması, mahkemenin çoğunluk pay sahiplerinin pay değeri üzerindeki etkisine önem vermemesi (azınlık haklarını dikkate alması), şirket değerini en iyi şekilde tespit edebilecek değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerini tercih etmesi, değerlendirme sürecinde adaletli davranması, -çoğu durumlarda- azınlık pay sahiplerinin pay değerlerinde indirim ve iskonto uygulanmaması ile gerçek pay değeri belirlenebilecektir. Bu uygulamalar, azınlık pay sahiplerinin şirketteki paylarının gerçek değerini alabilmeleri ve çoğunluk pay sahiplerinin de “*baskı uyguladıkları*” durumlarında ise ödüllendirilmemelerini sağlamaktadır.⁵⁰⁰

⁴⁹⁹ Ayrılma akçesini, ayrılmanın şartı değil sonucu olarak kabul eden hâkim görüş, mahkemenin sadece ortağın ayrılmamasına hükmedebileceğini, buna karşılık ayrılan ortağın ayrılma akçesinin gerçek değerinin hesaplanması yoluna başvuramayacağını kabul etmektedir. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 305.

⁵⁰⁰ Richard Brockett, “*The Valuation Of Minority Shareholders In An Oppression Context*”, **Bond Law Review**, Volume: 24, Issue: 2, Article: 3, 2012, p. 114.

Ortağın şirketten ayrılması ile ilgili düzenlemelerin bulunduğu her ülkede, ortakların mahkemeye ayrılma ve/veya payın değerinin tespiti için mahkemeye başvurma hakları bulunmaktadır. Anglo Sakson hukuk sisteminde öncelik işletmeye verildiğinden ayrılan ortağın paylarının kalan ortaklar veya üçüncü kişiler tarafından satın alınması, Kıta Avrupası hukuk sisteminde ise ortaklık ilişkileri ön plana çıktığından ayrılan ortağın payının şirketin kendisinin alması veya sermaye azaltım yolu ile ödenmesine karar verilmektedir.

İngiltere, Hollanda ve Belçika’da mahkemeler, azınlık pay sahiplerinin tüm paylarının satın alınması kararı verebilmekte ve bu durumda mahkeme söz konusu payların fiyatlarını da belirlemektedirler. Mahkeme zorunlu olarak satılan paylara ödenecek fiyatın gerçek olduğuna karar vererek aynı zamanda azınlık pay sahiplerinin “*çıkarlarını koruma*” sosyal amacını da ekonomik amaçla birlikte gerçekleştirmektedirler.⁵⁰¹

TTK m. 641/1 ve Madde gerekçesinde yer alan gerçek değer kavramı, sadece ayrılan ortağın ayrılma akçesinin değerlemesinde hangi değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin değerlendirme aşamasında kullanılacağı ile ilgili değil, aynı zamanda dava konusu yapılan ayrılma akçesinin tespiti, değerlendirme günü, payın değeri üzerinden indirim ve iskonto yapıp yapılmayacağı, ayrılma akçesinin ödenmesi gibi hususlarda da adil ve hakkaniyetli bir dava süreci ile de ilgilidir. Bu konu çıkma ve özellikle çıkarılmanın “*elkoyucu (müsadere edici) ve cezalandırıcı bir yaklaşıma olanak vermeme*”si gerektiği yönünde Madde gerekçesinde açık bir şekilde yer almıştır.

Payın değeri belirlendikten sonra, ortaklığın ekonomik durumunun, ayrılma akçesi alacağının uzun süre şirketten tahsil edilemeyeceği veya hiç alınamayacağı sonucu ortaya çıkıyorsa, bu durum çıkan/çıkarılan veya fesih davası açtığı halde mahkeme tarafından çıkarılmasına hükmedilen ortağın adeta cezalandırılması anlamına gelir.⁵⁰²

⁵⁰¹ Delang, *a.g.m.*, p. 460.

⁵⁰² Yıldırım, *a.g.e.*, s. 306. Diğer taraftan TTK m. 636/3 uyarınca, haklı sebeple fesih davasında ortağın çıkarılmasına hükmedilmesi için mahkeme kararının kesinleşmesinden önce ortağın ayrılma akçesinin belirlenmiş olması gerekir. Yıldırım, *a.g.e.*, s. 306. Ayrıca mahkeme TTK m. 636/3 uyarınca, “*duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme hükmedebilir*”. Uygun düşen ve kabul edilebilir çözüm için madde gerekçesinin atıf yaptığı TTK m. 531’in incelenmesi gerekir. Çözüm önerileri için bkz. Nomer Ertan, *a.g.m.*, s. 429-435.

Bu nedenle ayrılan ortağın ayrılma akçesinin dava sürecinde belirlenmesinde, gerçek değere ulaşılabilmesi için değerlendirme günü, değerlendirme uzmanının seçimi, değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin seçimi, ana sözleşme ile ilgili kuruluştaki veya sonrasında ayrılma akçesinin gerçek değerine olumsuz etki edebilecek hükümlerin varlığı ve akçenin ödenmesi gibi konularda mahkeme tarafından yapılacak yargılama ve verilen hüküm gerçek değere doğrudan etki edecektir.⁵⁰³

Mahkeme tarafından sadece belirli bir değerlendirme yaklaşım ve yönteminin tercih edilmesi, değerlendirme günü açısından pay değerinin çıkan ve çıkarılan ortak aleyhine belirlenmesi, yetkin olmayan değerlendirme uzmanlarının seçimi, ayrılma akçesinin ödenmesi açısından kabul edilebilecek uzun vadeler, ayrılma akçesinin değerinden seçilen değerlendirme yaklaşım ve yöntemine uygun olmayan indirim ve iskontoların yapılması veya şirket sözleşmelerinde ayrılan ortağın aleyhine olabilecek hususların kabul edilmesi gibi durumlar ayrılma akçesinin gerçek değeri üzerinden belirlenmesini etkileyecektir. Ayrıca, çıkan veya çıkarılan ortağın diğer ortaklar kadar şirket değerine etki edecek hususlar veya şirket verilerine ulaşma imkânından yoksun olması da gerçek değere etki edecektir.

Mahkemelerin kullanacağı değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri, tarafların sunduğu değerlendirme kanıtlarına dayanır. Taraflar, değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin belirlenmesi için mahkemeye sundukları kanıtlar, mahkemenin değerlendirme için izleyeceği metodolojiyi belirlemeye yardımcı olur. Mahkeme de tarafların sunduğu kanıtlar ışığında belirlenecek değerlendirme yöntem ve tekniklerine göre payın değerini takdir eder. Değerlendirme yöntemi olarak, eğer her iki taraf da net aktif yöntemini seçmişse, mahkeme de büyük olasılıkla bu yöntem ile payın değerinin takdir edilmesini sağlayacaktır. Benzer şekilde eğer taraflar pazar değeri yaklaşımı konusunda anlaşmışlarsa, mahkeme de bu yaklaşımı kabul edebilecektir.⁵⁰⁴

⁵⁰³ Detay ve mahkeme kararları için bkz. Şener, **a.g.e.**, s. 925-928.

⁵⁰⁴ Robert T. Slee, **Private Capital Markets**, John Wiley & Sons, New York, 2004, p. 107.

3.1.4.2. Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılmada Ayrılma Akçesinin Değeri

Ayrılan ortağın ayrılma akçesinin, gerçek değer üzerinden belirlenmesi şirketler hukuku genel ilkelerinden biri olan eşit işlem ilkesinin özel bir uygulaması niteliğindedir. Bu şekilde bir esasın belirlenmesi suretiyle ayrılmanın ayrılan ortak aleyhine ve diğer ortaklar ile üçüncü kişiler lehine bir sonuç meydana getirmesi engellenmiş olmaktadır.⁵⁰⁵

Ayrılma akçesinin değerinin tespitinde kanuni ölçüt, tespit edilecek bedelin esas sermaye payının gerçek değerine uygun olmasıdır.⁵⁰⁶ Payın gerçek değeri üzerinden ödenmesi, ayrılma akçesinin değerinin tespitine yönelik olup, ortağın ayrılma sebebinden bağımsızdır. Ayrılma akçesi, ortağın şirkette sona eren katılımının ekonomik değerini ifade eder. Ayrılma akçesinin tespiti ve ödenmesinde ortağın kusurlu olup olmaması, diğer bir ifade ile ortağın kusurunun oranına göre farklı değerlendirmeler yapılmaması⁵⁰⁷ ve ayrılmanın, ayrılan ortak açısından cezai bir müeyyide niteliğinde olmaması gerekir.⁵⁰⁸ Diğer taraftan ayrılma akçesinin gerçek değerinin üzerinde belirlenmesi ise kalan ortaklar ve alacaklıların haklarını tehlikeye düşürebilir.⁵⁰⁹

Bu nedenle öncelikli olarak ayrılan ortağın ayrılma akçesinin değerine etki edecek temel kavramların açıklanması gerekir. Bu kapsamda gerçek değer tanımı, TTK'da değerlendirme ilkeleri, TTK'da payların değerlendirilmesi kapsamında gerçek değer kavramı, bilanço değeri ve payların gerçek değerin belirlenmesi izleyen başlıklarda ele alınacaktır.

⁵⁰⁵ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 111-112; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 308. 6762 sayılı TTK m. 551'de, ortağın ayrılma payının miktarı ve hangi değerlendirme yönteminin esas alınacağı hakkında açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 109; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 308.

6762 sayılı TTK'da payın miras yolu ile veya eşler arasındaki mal rejimine ait hükümler gereğince iktisabı (TTK m. 521), sermaye borcunda temerrüde düşen ortağın payının paraya çevrilmesi (TTK m. 530), aleyhinde icra takibi yapılan veya iflas eden ortağın şirketten ihracı ile infisahın önlenmesi (TTK m. 523/4) gibi maddelerde ortağın payının karşılığı "*hakiki-gerçek değer*" üzerinden hesaplanmaktadır. Gerçek değer ilkesine 6762 sayılı TTK m. 551'de şirketten çıkan veya çıkarılan ortağın payının değerlendirilmesi konusunda yer verilmemiştir. Kanun koyucunun bu konuda belirleme yapmaması, aynı ilkenin ortağın bu madde çerçevesinde şirketten çıkması veya çıkarılmasında da kullanılmayacağı şeklinde yorumlanamaz. Dolayısıyla, çıkan veya çıkarılan ortağın payının karşılığı olarak ayrılma payının, payın gerçek değeri üzerinden hesaplanması adalet ve hukuk mantığının gereğidir. Aksi halde çıkma ve çıkarmaya cezai bir nitelik verilmiş olacaktır. Öztürk Dirikkan **a.g.e.**, s. 109-110; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 79-80.

⁵⁰⁶ Şener, **a.g.e.**, s. 925; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 79.

⁵⁰⁷ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 112.

⁵⁰⁸ Çelik, **a.g.e.**, s. 308; Delang, *a.g.m.*, p. 462; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 80.

⁵⁰⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 308; Şener, **a.g.e.**, s. 729.

3.1.4.2.1. Gerçek Değer Tanımları

Gerçek değer, finansal raporların hazırlanması, ayrılan pay sahiplerinin payları için değerlendirilmesi, -payın haczi veya zorunlu satışı gibi- diğer pay sahiplerinin paylarının satın alınması, diğer düzenlemelerdeki gerçek değer raporlarının hazırlanması, vergi uygulamaları ve eşler arası mal rejimleri de dâhil olmak üzere birçok farklı durumda uygulanabilir bir değer esasıdır. Gerçek değer tanımı hangi bağlamda kullanıldığına bağlı olup,⁵¹⁰ bir varlığın sahip olduğumuz bilgilere göre olması gereken değeri⁵¹¹ olarak geniş bakış açısı ile tanımlanabilir.

Finansal tabloların hazırlanmasında gerçek değer, ilgili muhasebe standartlarında tanımlanmakta ve pazar değerinin aynısı olmamakla birlikte bu değer tanımına oldukça yakın⁵¹² bir tanıma sahiptir. Finansal raporlama açısından “*gerçeğe uygun değer ölçümü, belirli bir varlık veya borç için yapılır*”.⁵¹³ Ancak birleşme, bölünme, tür değiştirmede ayrılma, ortağın çıkması veya çıkarılması, ayrılan ortağın paylarının satın alınması veya TTK m. 596/1’de “*miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra*” hükümlerine dayalı esas sermaye payının devrini reddetmesi durumunda çıkarılma bahislerinde değerlendirilen payın değeri ve pay değerinin tespiti için gerekli olan ve tek başlarına emsalleri olan varlık ve yükümlülüklerin toplam değeri kadar olan varlık ve yükümlülükler değil, bunların toplamından farklı olarak bir sinerji üretebilen şirket değeridir.⁵¹⁴ Şirketin değeri, teker

⁵¹⁰ Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt and William J. Morrison, **Standards Of Value: Theory And Applications**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2013, p. 23.

⁵¹¹ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s. 17.

⁵¹² Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 23.

⁵¹³ TFRS 13 “*Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü Standardı*”, Paragraf 11; Finansal raporlama açısından TFRS 13’de, “*gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanmaktadır*”. Türkiye Finansal Raporlama Standardı 13 (TFRS 13) “*Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü Standardı*”, Paragraf 9, (Çevrimiçi: <http://kgk.gov.tr/contents/files/TFRS%2013.pdf>, Erişim Tarihi: 03.23.2018); “*Ancak gerçeğe uygun değer hiyerarşisi, en yüksek önceliği özdeş varlıkların ve borçların (Seviye 1 girdileri) aktif piyasalardaki kotasyon fiyatlarına (düzeltilmemiş olan fiyatlar), en düşük önceliği ise gözlemlenebilir olmayan girdilere (Seviye 3 girdileri) verir*” (TFRS 13, Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü Standardı, Paragraf 72). Bu nedenle finansal raporlama açısından gerçeğe uygun değer her zaman pazar değerini yansıtmayabilir.

⁵¹⁴ Sinerji değeri, “*iki veya daha fazla varlığın veya hakkın bir araya gelmesi sonucunda oluşan, bunların bir arada toplam değerinin, ayrı ayrı değerlerinin toplamından daha yüksek olduğu değeri ifade eder. Tasfiye değeri, bir varlığın veya bir grup varlığın birer birer satılması sonucunda elde edilen tutardır. Tasfiye değerinin varlıkların satılabilir duruma getirilmesine ve elden çıkarma işlemine ilişkin maliyetler*

teker varlık ve yükümlülük toplamından farklı bir değere sahip olacağından, finansal raporlama açısından yapılan tanım, TTK’da mevzu bahis yapılan “gerçek değer” kavramı ile bir ve eşit değildir.

Gerçek değer belirli işlemlerde kullanılan ve çoklukla ayrılan ortakların haklarına veya şirkete karşı ortaklık haklarına ilişkin konularda ve özellikle yargıda yapılan değerlemelerde kullanılır. Mevcut emsaller, gerçek değer kavramı kullanımının, kavramın pazar değerinden (fair market value) ve uygulamasının temelinde yatan varsayımlardan ayırt ettiğini ortaya koymuştur.⁵¹⁵

Pazar değerinde istekli alıcının pay değeri için ödeyebileceği bir değer belirlenirken, gerçek değer açısından istekli bir satıcı yerine şirketin değerlendirme uzmanı veya yargı kararı ile belirlenen, çoğunluk pay sahiplerinin ve ayrılan ortağın rıza göstereceği bir değer belirlenmektedir. Pazar değeri tanımına göre ise azınlık pay sahibinin payını satması için istekli olduğu ve istekli alıcı bulabileceği varsayılmaktadır.⁵¹⁶

Gerçek değer tahmini için “her olaya uyan belirli tek bir çözüm” bulunmamaktadır. Bunun yerine her değerlendirme çalışmasında değer tahminlerine veya görülen davada davanın koşullarına uygun çeşitli yöntemlerden hangisinin seçileceği ve/veya hangisine ne kadar ağırlık verileceği belirlenecektir. Ayrılan ortakların hakları ile ilgili bir davada Washington Temyiz Mahkemesi, “bir şirketin paylarının değerinin belirlenmesi için evrensel bir yöntem bulunmamaktadır. Hiçbir şirket tamamen bir diğerinin aynısı değildir. Birinin paylarını değerlendirirken çok önemli olan bir unsur, diğeri için hiçbir şey ifade etmeyebilir” şeklinde karar vermiştir.⁵¹⁷ Karar, gerçek değer için yasalarla belirlenmiş bir değer esası veya değerlendirme yaklaşım ve yönteminin tercihinin bulunması halinde bu değer artık gerçek değer olamayacağına da vurgu yapmaktadır. Her şirkete

dikkate alınarak belirlenmesi gerekli görülmektedir”. Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 2017, Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi, s. 32.

⁵¹⁵ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 23.

⁵¹⁶ Zenichi Shishido, “The Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations”, **Fordham Law Review**, Volume: 62, Issue: 1, Article: 3, 1993, p. 69.

⁵¹⁷ Robert J. Mc Gaughey, “Business Breakups: Terminating Ownership Interests in Closely Held Businesses”, **Insights**, Summer 2011, (Çevrimiçi: www.willamette.com. Erişim Tarihi: 12.03.2018), p. 56.

özgü bir değerden bahsedilemeyeceği için bütün şirketler için geçerli tek bir değer esası da belirlenmenin de gerçek değer olamayacağı sonucu çıkmaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)⁵¹⁸, de gerçeğe uygun değeri tanımlamamıştır. Bunun yerine yasalarda yer alan gerçeğe uygun değer (fair value), “*yasalar bağlamında bir değer esası olarak kullanıldığı ve ilgili tanımların yasal işlemlerden veya mahkemeler tarafından geçmiş davalara ilişkin olarak verilen kararlardan kaynaklı olarak birbirlerinden önemli ve/veya anlamlı ölçüde farklılaşabildiğine*”⁵¹⁹ vurgu yapmıştır. Standartlarda yer verilen tanımlardan biri aşağıdaki gibidir:

*“Ticaret Şirketlerine İlişkin Model Kanun (the Model Business Corporation Act-MBCA) ’da” işletme paylarının;*⁵²⁰

- “*ortakların itiraz ettiği bir kurumsal aksiyonun yürürlüğe girmesinden hemen önce*”,
- “*değerleme gerektiren işlem bağlamında benzer işletmelerde genellikle uygulanan, bilinen ve güncel değerlendirme kavram ve teknikleri kullanılarak*”,
- “*bazı durumlar haricinde pazarlanabilirlik eksikliği veya azınlık hakları için iskonto yapılmaksızın*”,

tespit edilen değerini gerçek değer olarak tanımlamıştır.⁵²¹ Bu tanım da özellikle değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri belirtmek yerine “*benzer işletmelerde uygulanan,*

⁵¹⁸ UDS, 01.02.2017 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği” ile sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartlarının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayınlanmasını düzenlemiştir. Bu kapsamda, Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından hazırlanan UDS, Türkçeye çevrilerek “Teknik Bilgi Notları” ve “Uluslararası Değerleme Standartları Terimler Sözlüğü” ile birlikte yayımlanmıştır.

⁵¹⁹ UDS 2017, s. 33.

⁵²⁰ “Ticaret Şirketlerine İlişkin Model Kanun (the Model Business Corporation Act-MBCA) Amerikan Barolar Birliği’nin İşletme Hukuku Birimi nezdindeki Kurumsal Hukuk Komitesi tarafından hazırlanan bir model kanun seti olup, ABD’de 24 eyalette uygulanmaktadır”. UDS 2017, s. 33.

⁵²¹ UDS 2017, s. 33. Tanım 1999 yılında Amerika Hukuk Enstitüsü (American Law Institute -ALI) tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri (Principles of Corporate Governance)’nde, “Gerçek değer, pay sahibinin muhalefet ettiği ve bu hakkın doğmasına yol açan genel kurul kararının yürürlüğe girmesinden önceki, çoğunlukla uygulanan mutâd ve carî değerlendirme yöntemleri kullanılarak, söz konusu tarihten sonra paylarda meydana gelecek değer artış ve azalışları dikkate alınmaksızın, hesaplanan

bilinen ve güncel değerlendirme kavram ve tekniklerine” atıf yaparak, gerçek değer
“emsallere uygunluk ilkesi” kapsamında belirlenmesinin yerinde olacağını vurgulamıştır.
Tanımda ayrıca, değerlendirme günü olarak *“kurumsal işlemin yürürlüğe girmesi”* ifadesi ile özellikle birleşme, bölünme, payların satın alınması veya ayrılma gibi durumların yürürlüğe girmeden hemen önce tespit edilecek şirket değerine atıfta bulunmuştur.

Diğer bir yargı kararında ise gerçek değer, *“doğru ve adil olan değerdir. Bu terim, adalet ve eşitlik gerekleriyle tutarlı olarak, yeterli bedel (tazminat) kavramını da kapsamaktadır”*⁵²² şeklindedir. Verilen bu kararda gerçek değer belirli bir değerlendirme yaklaşım ve yöntemi ile tespit edilen bir değer esas tanıımı yerine, değer yeterli bir bedel ve/veya tazminatı da içerdiğini ifade eden bir karardır.

Yasalar tarafından gerçek değere atıf yapılan durumlarda, gerçek değer belirli bir değer esas, değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri ile belirleneceği yönünde bir belirleme yapılmamıştır. Bu durumun nedeni her şirketin farklı finansal verilere ve farklı özelliklere sahip olması hatta aynı şirketin farklı zamanlarda yapılacak değerlendirmelerinde farklı değerlere ulaşılabileceği nedeni ile belirli bir esas, yaklaşım ve yöntem belirtilmemektedir.

3.1.4.2.2. Türk Ticaret Kanunu’nda Değerleme İlkeleri

TTK’da değerlendirme ilkeleri m. 78 ila 88 arasında; genel değerlendirme ilkeleri, varlıklar ile borçların değerlendirme ölçüleri, iktisap ve üretim değerleri, değerlemeyi basitleştirici yöntemler olmak üzere toplam dört başlık altında ele alınmıştır.

TTK’nın defter tutma başlıklı m. 64, değişmeden önceki şekilde defter ve kayıtlar, Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)⁵²³ ve TTK m. 88 hükmü gereğince de düzenleyici

değeri ifade eder” şeklinde yer almış ve Revize Ticaret Şirketlerine İlişkin Model Kanun (RMBCA)’da da metindeki şekli ile yer almıştır. Fishman, Pratt and Morrison, a.g.e., p. 2.

⁵²² UDS 2017, s. 34. Söz konusu karar, *“1986 yılında Kanada’da British Columbia Yüksek Mahkemesi tarafından Manning v Harris Steel Group Inc. ile ilgili olarak kararda”* yer almıştır.

⁵²³ TTK’da TMS ifadesi yer almakla birlikte, *“2001 yılından sonra yayımlanan uluslararası muhasebe standartları, “IAS” (International Accounting Standard – Uluslararası Muhasebe Standardı) yerine “IFRS” (International Financial Reporting Standards – Uluslararası Finansal Raporlama Standartları) adını almıştır. Bu kapsamda TMS’ler IAS’lerin; Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ise IFRS’lerin birebir Türkçe çevirilerini ifade etmektedir. Dolayısıyla TMS’ler ve TFRS’ler arasında*

kuruluşların düzenlemelerine göre tutulacağı şeklinde iken 6102 sayılı TTK'ya 6335 sayılı Kanun ile eklenen 5. fıkra ile TTK'ya tabi gerçek ve tüzel kişilerin VUK'un defter tutma ve kayıt zamanı ile ilgili hükümlerine uyma zorunluluğu getirilmiştir.⁵²⁴ Bu değişiklik ile 6762 sayılı TTK'da olduğu üzere defter tutma ve kayıt nizamı vergi kanunları uygulamalarına bırakılmıştır. TTK m. 88'in 6335 sayılı Kanun'un m. 9 ile değişmeden önceki metni, *"64 ilâ 88 inci madde hükümlerine tabi gerçek ve tüzel kişiler gerek ticari defterlerini tutarken, gerek münferit ve konsolide finansal tablolarını düzenlerken, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK)⁵²⁵ tarafından yayımlanan, Türkiye Muhasebe Standartlarına, kavramsal çerçevede yer alan muhasebe ilkelerine ve bunların ayrılmaz parçası olan yorumlara aynen uymak ve bunları uygulamak zorundadırlar"* şeklinde olup 6335 sayılı Kanun ile madde metnindeki *"gerek ticari defterlerini tutarken"* ibaresi Kanun metninden çıkartılmak suretiyle TMSK'nın defter tutma ile ilgili düzenleme yetkisi kaldırılmış ve yalnızca münferit ve konsolide finansal tablolar üzerinde düzenleme yetkisi kalmıştır.⁵²⁶

TTK'da 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik ile TMS uygulama yükümlülüğü münferit ve konsolide finansal tabloların düzenlenmesine özgülenmesine rağmen denetim sistemi TMS üzerine kurulmuştur. Denetimin esasları, TTK m. 398'e göre, Kamu Gözetim Kurumu (KGK) tarafından belirlenmektedir. Denetim, TTK m. 397'e göre, KGK tarafından yayımlanan Türkiye Denetim Standartları (TDS)'ye göre gerçekleştirilir.⁵²⁷

bağlayıcılık açısından bir farklılık bulunmamaktadır". Kamu Gözetim Kurumu (KGK), *"TMS/TFRS ve TMS/TFRS Yorumları Nedir?"* (Çevrimiçi: <http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6651/TMS/TFRS-ve-TMS/TFRS-Yorumlar> %C4%B1-nedir?, Erişim Tarihi: 15.05.2018).

⁵²⁴ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1467.

⁵²⁵ Söz konusu Kurul 2011 yılında Kamu Gözetim Kurulu (KGK) olarak örgütlenmiştir.

⁵²⁶ TMSK/KGK'nın TTK m. 78 ila 88 gereğince de TMS'ye atıf yapılan durumlarda TTK değerleme hükümleri üzerinde düzenleme yetkisi bulunmaktadır. Bu durum TTK m. 88/3'e göre, *"Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, değişik işletme büyüklükleri, sektörler ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar için özel ve istisnai standartlar koymaya ve farklı düzenlemeler yapmaya yetkilidir. Bu standart ve düzenlemeler, Türkiye Muhasebe Standartlarının cüz'ü addolunur"* şeklindedir.

⁵²⁷ Mehmet Ali Aksoy, Emine Ebru Aksoy, *"Ticaret Kanunu Kapsamında Sermaye Şirketlerinde Bağımsız Denetim"*, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2017, s. 25-26.

TMS/TFRS kapsamında raporlama yapacak işletmeler için KGK'nın 2012 yılında yayımlanan kararına göre;⁵²⁸

- 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK)'de belirtilen kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar (KAYİK)⁵²⁹,
- TTK m. 397 çerçevesinde Bakanlar Kurulu⁵³⁰ Kararı ile bağımsız denetime tabi olacaklar,
- TTK m. 1534/2'de sayılan şirketler⁵³¹

münferit ve konsolide finansal tablolarını hazırlamada TMS/TFRS uygulamalarına uymaları gerekmektedir.

Ayrıca bir sermaye şirketinin bağımsız denetime tabi olması, TMS/TFRS'ye tabi olacağı anlamına gelmemektedir. KGK kararı ile söz konusu şirketlerin yalnızca belirli bir kısmı TMS/TFRS'ye tabi tutulmuş, bunlar dışında kalanların TMS/TFRS uygulamalarının ihtiyari olduğu belirtilmiştir.⁵³² 29.07.2017 tarihinde yayımlanan Büyük ve Orta Ölçekli İşletmeler için Finansal Raporlama Standardı (BOBİ FRS)⁵³³ hakkında Sıra No: 56 Tebliği ile 01.01.2018 tarihi ve sonrasında başlayan hesap dönemlerinde uygulanmak üzere yürürlüğe girmiştir. BOBİ FRS, bağımsız denetime tabi olup TMS/TFRS

⁵²⁸ Başak Ataman, Gürbüz Gökçen, **Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standartları (BOBİ FRS) Uygulamaları**, Beta Yayınları, 2017, s. 20.

⁵²⁹ SPK'nın düzenleme ve denetimine tabi KAYİK'ler a) Halka açık şirketler, b) Sermaye Piyasası Kurumları, c) İhraççılar ile d) Emeklilik fonları. KGK, "*Tablo 3-Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar (KAYİK'ler)*" [http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6727/Tablo-3-Kamu-Yarar%C4%B1n%C4%B1-I%CC%87lgilendiren-Kurulus%CC%A7lar-\(KAYI%CC%87K%E2%80%99ler\)-\(01.09.2016-I%CC%87tibar%C4%B1yla\)](http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6727/Tablo-3-Kamu-Yarar%C4%B1n%C4%B1-I%CC%87lgilendiren-Kurulus%CC%A7lar-(KAYI%CC%87K%E2%80%99ler)-(01.09.2016-I%CC%87tibar%C4%B1yla))

⁵³⁰ 04.07.2018 tarih 30468 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 477 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile "*Bakanlar Kurulu*" ibareleri "*Cumhurbaşkanı*" şeklinde değiştirilmiştir.

⁵³¹ TTK m. 1534/2'de sayılan şirketler: 1) BDDK'nın düzenleme ve denetimine tabi olan a) bankalar, b) faktoring şirketleri, c) finansman şirketleri, d) finansal kiralama şirketleri ve e) varlık yönetim şirketleri, 2) Hazine Müsteşarlığının düzenleme ve denetimine tabi olan a) sigorta şirketleri, b) reasürans şirketleri ve c) emeklilik şirketleridir. KGK, **Tablo 3-Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar (KAYİK'ler)**

⁵³² Aksoy, Aksoy, *a.g.m.*, s. 26.

⁵³³ TTK m. 88/3'e göre, KGK tarafından yayımlanan BOBİ FRS da TMS'lerin cüz'ü olarak değerlendirilmektedir. KGK, (Çevrimiçi: <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6668/S%CC%A7irketlerin-genel-kurullar%C4%B1nda-alacaklar%C4%B1-ka%CC%82r-dag%CC%86%C4%B1t%C4%B1m%C4%B1-kararlar%C4%B1nda-hangi-finansal-tablolar-esas-al%C4%B1nmal%C4%B1d%C4%B1r?> Erişim Tarihi: 11.05.2018).

uygulamayan işletmelerin genel kurullarına sundukları finansal tablolar açısından geçerli finansal raporlama çerçevesi haline gelmiştir.⁵³⁴

TTK'nın limited şirketlerle ilgili hükümleri arasında yer alan ve “denetçi” başlığını taşıyan m. 635'e göre, “397 nci maddenin beşinci ve altıncı fıkraları dışında kalan, anonim şirketin denetçiye, denetime ve özel denetime ilişkin hükümleri limited şirkete de uygulanır”.⁵³⁵ TTK m. 397/4'e göre ise, “398 inci madde kapsamında denetime tabi olacak şirketler Bakanlar Kurulunca belirlenir” şeklinde belirleme yapılmıştır. Ancak bu belirleme ve “bağımsız denetime tabi olma” durumu ile ilgili olup, TTK m. 78'de yer alan değerlendirme hükümleri ile ilişkisi bulunmamaktadır. Bakanlar Kurulu tarafından belirlenen ölçütler ise aktif toplamı, net satış hasılatı ve çalışan sayısından oluşan üç ölçütten ikisini sağlayanların bağımsız denetime tabi olması ile ilgilidir.

Ancak, TTK m. 78 ila 81'de varlık ve yükümlülüklerin değerlemesine ilişkin değerlendirme hükümleri ile bağımsız denetim arasında bir ilişki kurulmamıştır. Daha açık bir ifade ile TTK'nın değerlendirme hükümlerinin sadece bağımsız denetim yapılan şirketlere uygulanacağı, diğer şirketlerin defter tutma ve kayıt nizamı açısından yasal olarak uyulması zorunlu olunan VUK değerlendirme hükümlerini uygulayacağı anlamı çıkmamaktadır. Bu nedenle TTK'ya göre yapılacak değerlendirme işlemlerinde, bağımsız denetime tabi olup olmadıklarına bakılmaksızın ve aksi de belirtilmediğinden, TTK'da yer alan tacir ve ticaret şirketlerinin “TTK kapsamındaki işlemleri ile ilgili olarak” finansal tablolarının düzenlenmesinde, varlık ve borçlarının değerlemesinde TMS/TRFS'de yer alan değerlendirme ölçütlerinin kullanılması gerekmektedir.

Sermayenin kaybı veya borca batık olma durumlarında uyulacak usul ve esasları düzenlemek amacıyla yayımlanan Tebliğ'in⁵³⁶ “esas alınacak finansal tablolar” başlıklı m. 13'e göre, “şirketlerin sermaye kaybı veya borca batık olma durumları, Kanunun 88 inci maddesine göre hazırlanacak finansal tablolar esas alınarak belirlenir. Finansal

⁵³⁴ Ataman, Gökçen, a.g.e., s. 23.

⁵³⁵ Bu kapsamda Bakanlar Kurulu Kararı kapsamına giren limited ve paylı komandit şirketler de söz konusu hükümler uyarınca bağımsız denetime tabi tutulmaktadır. Aksoy, Aksoy, a.g.m., s. 26.

⁵³⁶ 15.09.2018 tarih 30536 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununun 376 ncı Maddesinin Uygulanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ”.

tabloların düzenlenmesinde ihtiyari olarak Türkiye Muhasebe Standartlarının uygulanmasının tercih edilmesi halinde, bahsi geçen durum bu şekilde hazırlanan finansal tablolar üzerinden değerlendirilir". Tebliğ düzenlemesi öncesinde, bağımsız denetime tabi olmayan anonim ve limited şirketlerin sermaye kaybı, borca batıklık, kredi talepleri için varlıklarının gerçek değeri üzerinden TTK m. 78 ila 88 hükümlerine uygun finansal tablolar düzenleyip düzenlemeyeceği alanyazınında tartışılmış,⁵³⁷ ancak bu Tebliğ ile bu konuya açıklık getirilmiştir. Tebliğ'e göre, TMS/IFRS uygulamasının tercih edilmesi ise "*ihtiyari olarak*" değerlendirilmiştir. Bu düzenlemeye paralel şekilde limited şirketten ayrılma halinde, ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti açısından TMS/IFRS veya BOBİ FRS'ye uygun tabloların düzenlenebileceği konusunda tereddütler de giderilmiştir.⁵³⁸

VUK m. 258'e göre vergi kanunları açısından değerlendirme ise, "*vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespiti*" olup, şirket ortaklarının veya şirketle ilgili üçüncü kişilerin menfaatlerinin korunması ya da bu şirket verileri ile karar alınmasının sağlanmasına yönelik amaç taşımaz. Bu Kanun kapsamında yapılacak değerlendirme, sadece vergi matrahının tespiti açısından geçerlidir. Payların değerlemesi açısından, VUK'a göre düzenlenecek finansal tablolardan hareketle yapılacak belirlemeler -eğer şirket kuruluş aşaması veya VUK'a göre düzenlediği finansal tabloları gerçek durumu yansıtıyorsa hariç olmak üzere- şirketin TTK'ya göre gerçek değerini yansıtmayacaktır.

⁵³⁷ Tebliğ öncesi, alanyazınındaki görüşler için bakınız; İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı, 19.08.2011 tarih B.07.1.GİB.4.34.19.02-019.01-1358 sayılı Özelgesi; İstanbul YMM Odası (İstanbul YMMO), "*İşletme Aktifine Kayıtlı Binalar İçin, Mahkeme veya Bilirkişi Tarafından Değerleme Yapılması Sonucu Oluşan Farkların Hukuki Durumu*", (Çevrimiçi: <http://www.istanbulymmoo.org.tr/Data/Platform/166.pdf>, Erişim Tarihi: 14.03.2018); Ankara Yeminli Mali Müşavirler Odası (Ankara YMMO), "*Mevzuat İzleme ve Değerlendirme Komisyonu Kararı*", Karar Tarihi: 01.06.2016, Karar No: 2016/186-06, (Çevrimiçi: <file:///C:/Users/Acer/Downloads/MEVZUAT%20KARARI-186-06.pdf>, Erişim Tarihi: 14.03.2018).

⁵³⁸ Borca batıklık ve kredi talepleri için ihtiyari olarak TMS/IFRS veya BOBİ FRS'ye uygun tabloların düzenlenebileceği Tebliğ ile düzenlenmiş olsa da, şirketten kaynak çıkışı gerektiren durumlar için hangi finansal tabloların dikkate alınacağı sorunu uygulamada devam etmektedir.

3.1.4.2.3. Türk Ticaret Kanunu'nda Payların Değerlenmesinde Gerçek Değer Kavramı

6102 sayılı TTK'da payların değerlenmesi kapsamında gerçek değer kavramı;

- 140-141. maddelerde “*ticaret şirketlerinin birleşmesi*”,
- 155. maddede “*sermaye şirketlerinin kolaylaştırılmış şekilde birleşmesi*”,
- 202. maddede “*hâkim şirketin hakimiyetini kötüye kullanması*”,
- 493. maddede “*borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar*”,
- 531. maddede “*anonim şirketin haklı nedenle feshi*”,
- 596. maddede “*miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra*”,
- 597. maddede “*gerçek değer belirlenmesi*”,
- 638. maddede “*sona erme sebepleri ve sona ermenin sonuçları*”,
- 641. maddede “*limited şirketlerde ortağın şirketten ayrılması*”,

bahislerinde yer almaktadır. Kanun, yukarıda yer alan maddelerin tamamında, gerçek değeri tanımlamayı ve nasıl değerlendirileceği ve/veya hangi değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanılması gerektiğini belirtmeyi uygun görmemiştir. Gerçek değer tanımını için TTK;

- 141. madde gerekçesinde, “*tanımlanmayıp uygulamaya bırakılmıştır*”,
- 493. madde gerekçesinde, “*gerçek değeri tanımlamamayı tercih etmiştir. Tanım öğretisi ile içtihatla bırakılmıştır*”,
- 597. madde gerekçesinde, “*gerçek değeri tanımlamayı uygun görmemiş, bunu öğretiyeye ve mahkeme kararlarına bırakmıştır*”,
- 641. madde gerekçesinde ise, “*kanun tanımlamamıştır. Bu ibarenin yorumu öğretisi ve yargı kararları ile yapılacaktır*”,

şeklinde madde gerekçelerinde tanımlamanın uygun olmadığı, uygulamaya bırakıldığı veya tanımlamanın alanyazını ve yargı kararları tarafından yapılacağına yer vermiştir.

Ancak Kanun yazımında bazı belirlemeler ile de gerçek değerin “*en azından ne olması gerektiği*” yönünde, madde ve gerekçelerde değer esas ve yöntemlerine de yer vermiştir. TTK’nın madde ve gerekçelerde yer verilen değer esas ve yöntemleri ise;

- “*ticaret şirketlerinin birleşmesi*” başlığındaki 141. madde gerekçesinde, “*ancak gerçek değer hesaplanmasında yaşayan bir şirketin esas alınması ratio legis (kanunun amacı) gereği*” olduğu,
- “*hâkim şirketin hâkimiyetini kötüye kullanması*” başlığındaki 202. maddede, “*paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek bir değerle satın alınması*”,
- 493. madde gerekçesinde gerçek değer, “*tasfiye değerinin üstündedir. Çünkü yaşayan bir şirketin değeridir*”,
- 641. madde gerekçesinde ise “*ibarenin en azından ‘bilanço değeri’ni ifade ettiği*”,

yönünde belirlemeye ve/veya değer esas ve yöntemlerine yer vermiştir.

Kanun lafzında geçen “*gerçek değer*” ve “*gerçek değerine uyan*” ibareleri pay değerlemesi açısından özel bir değer ifadesi olarak belirtilmemiştir. Payın gerçek değeri için olayın mahiyetine uygun, güncel değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanıldığı, adil, hakkaniyetli ve çatışan tarafları uzlaştırabilecek bir değer bulunması uygulama, alanyazını ve yargıya bırakılmıştır. Kanun tarafından tanımlanmayan bu değer ifade edeceği bütün içerik ve sonuçlar, tarafların anlaşmasına veya anlaşamama durumunda ise yargısal bir yorumlama üzerine kurulacaktır.

Şirket değerlemesi açısından kullanılan yaklaşım ve yöntemler sonucunda yapılacak değerlendirme, gerçek değer tutarına etki edecek ve aynı şirket için uygulanacak farklı değer esasları, yaklaşım ve yöntemleri farklı sonuçlar verecektir. Bu değer esasları, yaklaşım ve yöntemler içerisinde genel kabul görmüş en düşük değer “*zorunlu satış değeri*” olduğu kabul edilmekte, en yüksek değer ise “*bir varlıktan en yüksek değer elde*

edileceği en verimli ve en iyi kullanım”⁵³⁹ değerini yansıtacak şirketin pazar değeri veya gelir veya varlıklarının durumuna göre belirlenebilecektir. Kanun, ayrılan ortağın payının gerçek değeri için değerlendirme yöntemi olarak yaşayan şirket değeri, borsa değeri ve bilanço (defter) değeri gibi değer esas ve varsayımlarına atıfta bulunarak alt bir sınırlama getirmiş ancak genel kabul görmüş bir değerlendirme yaklaşım veya yöntemi belirtmemiştir.

3.1.4.2.4. Türk Ticaret Kanunu’nda Gerçek Değerin Belirlenmesi

Payların gerçek değer belirlenmesi ile ilgili olarak TTK m. 597 düzenlemesi, ortağın çıkması ve çıkarılmasına da kıyasen uygulanır.⁵⁴⁰ TTK m. 597/1’de, payların gerçek değeri tanımlamamış, payın değerinin tespitinde kullanılacak değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerine de yer verilmemiş, diğer gerekçe metinlerinde olduğu üzere gerçek değer belirlenmesini alanyazınına ve mahkeme kararlarına bırakılmıştır.⁵⁴¹

TTK, değer konusunda tarafların anlaşmasına öncelik vermiş, taraflar değer üzerinde mutabakata vardıkları takdirde başkaca bir işleme gerek görmemiştir. Bu anlaşma sağlanamadığı takdirde, taraflardan her biri *“şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesine başvurarak gerçek değer belirlenmesini talep etme hakkına sahiptir”*.⁵⁴² Kanun, zımni olarak, tarafların anlaştığı fiyat veya değeri, gerçek değer olarak kabul etmiştir. Taraflar arasında esas sözleşme, diğer şekillerde yapılan anlaşmalarda yer alan yaklaşım ve yöntemler, mutabık kalınan değerlendirme uzmanının yapmış olduğu değerlendirme sonucunda bulunan değer -aksi ileri sürülmediği müddetçe-

⁵³⁹ Zabihollah Rezaee, **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, II. Edition, John Wiley & Sons, Inc. New York, 2001, p. 173; UDS 2017, s. 34. Düzenli ve zorunlu tasfiye değerleri işletmenin gelir düzeyinden bağımsızdır. Rezaee, **a.g.e.**, p. 173.

⁵⁴⁰ Şener, **a.g.e.**, s. 346. TTK m. 597 hükmü payın *“miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra nedeni”* ile devir başlığında yer verilmiş olsa da TTK’nın gerçek değere atıf yaptığı diğer durumlarda da geçerli olacaktır. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu ayrılma akçesi bahsinde, *“ayrılma akçesi konusunda şirketle ortak arasında mutabakat sağlanamazsa, bu değeri şirket merkezindeki asliye ticaret mahkemesi belirler”* şeklinde yer vermiştir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1680g.

⁵⁴¹ Kanun koyucu gerçek değer kavramına yer vermesine rağmen, bu kavramın herhangi bir tanımını yapmamıştır. Şener, **a.g.e.**, s. 349. TTK m. 597’de metin içeriği ile benzer şekilde Amerika’da birçok eyaletinde yürürlükte olan Uniform Limited Liability Company Act madde 701/d ve e’ye göre, *“Kanun gerçek değeri tanımlamamıştır. Ayrılan ortak ile şirket ayrılma payının gerçek değeri konusunda anlaşamışlarsa, bu değer yargı tarafından belirlenir”* şeklindedir. Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, William J. Morrison, **Standards of Value: Theory and Applications**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2013, p. 228-229.

⁵⁴² Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1674.

payın gerçek değeri olarak kabul edilecektir. Anlaşma sağlanamadığı durumlarda ise mahkemeden payın değerinin tespiti istenilecek ve mahkeme tarafından belirlenen değer, gerçek değer olacaktır.⁵⁴³

TTK m. 493/1 gerekçesinde gerçek değer ile ilgili olarak, “İsviçre’de ve 6762 sayılı TTK m. 418 sebebiyle Türk doktrininde söz konusu (gerçek) değerle, aktiflerin olası satış değerinin, kapitalizasyon değerinin ve işletme iktisadının kabul ettiği şirketin tüm varlıklarını temel alan diğer değerlerin ifade edildiği savunulmuştur. Bu değer, tasfiye değerinin üstündedir. Çünkü yaşayan bir şirketin değeridir” şeklinde gerekçe gösterilmiştir. Gerekçede yer alan belirlemeler gerçek değer “tasfiye değeri” olmayacağı yönündedir.⁵⁴⁴ Nihayetinde, ortağın ayrılmanın her türü ile şirketten ayrılmasında şirket tasfiye edilmemekte, ortak ayrıldıktan sonra da şirket ekonomik faaliyetine devam etmektedir.

TTK m. 78/1-b’de “fili veya hukuki duruma aykırı olmadıkça, değerlemelerde işletme faaliyetinin sürekliliğinden hareket edilir” hükmü yer almış olsa da, bu hükmün finansal tabloların hazırlanması amacı ile ilgili olduğu madde metninden açık bir şekilde anlaşılmaktadır. TTK m. 140, 141, 155, 202, 493, 531, 596, 597, 638 ve 641’de gerçek değer kavramına yer verilen ve ortakların şirketten ayrılmasını gerektiren durumlar için bu belirlemenin geçerliliği olduğunu sonucuna veya bu maddelerde yer alan durumlar için “işletmenin sürekliliği” varsayımına uygun finansal tabloların düzenlenmesi gerektiği sonucuna varılamamaktadır.⁵⁴⁵

İşletmenin sürekliliği varsayımına göre, “finansal tablolar işletmenin sürekliliği ve öngörülebilir bir gelecekte de faaliyetlerini sürdüreceği varsayımına dayanılarak

⁵⁴³ Taraflar mahkemeye başvurmak yerine, gerçek değer hakemlerce (hakemden kasıt, değerlendirme konusunda bir veya birden fazla tarafsız uzman kişi olması gerekir) tespit edilmesi hususunda anlaşabilirler. Bu durumda değer hakemlerce belirlenir. Yine tarafların gerçek değer belirlenmesi yöntemleri üzerinde de anlaşabilmeleri olanaklıdır. Şener, **a.g.e.**, s. 347.

⁵⁴⁴ Alman Yüksek Mahkemesi’nin içtihatı da şirket değerinin tasfiye varsayımı ile değil işleyen teşebbüs varsayımı ile değerlemenin yapılmasıdır. De Vries, **a.g.e.**, p. 178.

⁵⁴⁵ TTK m. 78/1-b gerekçesinde atıf yapılan SPK Seri: XI, No: 25 sayılı Tebliğ yürürlükten kaldırıldığından işletmenin sürekliliği kavramı için TFRS, Kavramsal Çerçeve, bölüm 4, paragraf 4.1. (TFRS, Yerel Finansal Raporlama Çerçevesi, Bölüm 1, parag. 1.12) ve Türkiye Denetim Standartları (TDS) Bağımsız Denetim Standardı 570 “İşletmenin Sürekliliği” standardında yer alan hükümler geçerlidir.

*hazırlanır. Bu durumda, işletmenin tasfiyeye veya ticari faaliyetlerine son verme niyetinin ya da zorunluluğunun bulunmadığı varsayılır. Bu tür bir niyet veya gerekliliğin bulunması durumunda finansal tablolar farklı bir esasta hazırlanır”.*⁵⁴⁶ Finansal raporlamada gerçeğe uygun değerın amacı, raporlamanın zorunlu satış veya tasfiye değeri ile yapılmasını yasaklamaktadır.⁵⁴⁷

Gerçek değer sadece TTK m. 493/1 gerekçesinde ve/veya TTK’nın gerçek değere atıf yaptığı diğer maddelerinde yer alan ve gerçek değer ile ilgili belirlemelerde yer verilen yöntemlerle değil, değerlendirme alanyazınında yer alan ve şirket değerlemesi için kullanılabilecek bütün yaklaşım ve yöntemlerle belirlenebilir. Kanun’da atıf yapılan değer belirlemeleri, *“aktiflerin olası satış değeri, kapitalizasyon değeri, işletme iktisadının kabul ettiği şirketin tüm varlıklarını temel alan diğer değerler, bilanço değeri”* gibi -genelde- şirket varlıklarını temel alan değerlendirme yöntemlerine yer verilmiştir. Bu değerler de finansal tablolardan hareketle bulunabilecek değerlerdir.

Ancak gerçek değer için TTK’da kastedilenin sadece şirket varlıklarının değerleri olmadığı, sermaye payının yaşayan işletme içindeki değeri olduğu ve bu değerın belirlenmesinde bilanço, kâr-zarar hesapları ile işletmenin tüm maddi, fikri ve sınai varlıklarının (goodwill, müşteri çevresi, marka, patent know-how vb.) rayiç değerleri, izleyen yıllardaki kâr ihtimallerini de içeren bilimsel yöntemle değerlendirileceği⁵⁴⁸ yönünde alanyazınında değerlendirme kavramlarına yer verilmiştir.

⁵⁴⁶ TFRS, Kavramsal Çerçeve, bölüm 4, paragraf 4.1. (TFRS, Yerel Finansal Raporlama Çerçevesi, Bölüm 1, parag. 1.12); Türkiye Denetim Standartları (TDS) Bağımsız Denetim Standardı (BDS) 570 “İşletmenin Sürekliliği” standardı paragraf 2’ye göre, *“işletmenin sürekliliği varsayımı uyarınca, işletmenin öngörülebilir gelecekte faaliyetlerini sürdüreceği kabul edilir. Yönetim işletmeyi tasfiye etmeyi veya faaliyetleri durdurmayı planlamadıkça ya da yönetimin başkaca gerçekçi bir alternatifi bulunmadıkça, genel amaçlı finansal tablolar işletmenin sürekliliği varsayımı kullanılarak hazırlanır. Özel amaçlı finansal tablolar, işletmenin sürekliliği esasının geçerli (ihtiyaca uygun) olduğu bir finansal raporlama çerçevesi uyarınca hazırlanabilir veya hazırlanmayabilir (örneğin, işletmenin sürekliliği esası, vergi esaslı hazırlanan bazı finansal tablolar için ihtiyaca uygun değildir). İşletmenin sürekliliği varsayımını kullanmanın uygun olduğu durumlarda varlık ve yükümlülükler, olağan iş akışı içinde işletmenin söz konusu varlıklardan fayda elde edeceği ve yükümlülüklerin yerine getireceği esasına göre kaydedilir”.*

⁵⁴⁷ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 23.

⁵⁴⁸ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1674. Alanyazınında yer verilen diğer değerlendirme yöntemleri ise, *“değerlemede muhasebe bilgilerinin esas alındığı vergi değeri metodu, maddi değer metodu veya randıman (kazanç) gücü metodu gibi metotlar ile ekonomik büyüklükleri dikkate alan ekonomik katma değer yöntemi veya farklı piyasa metotları”* ile şirketin gerçek değeri belirlenebilir.

Finansal tabloların hazırlanması varsayımlarında olduğu üzere değer esasları da, belirli varsayımlar üzerine kuruludur. Şirketin olağan faaliyetine devam etmesi veya yakın bir gelecekte faaliyetine son vermesi, iflas ya da tasfiye edilmesi gibi varsayımlar temelinde, şirket değeri ve dolayısıyla değerlendirme aşamasında kullanılacak değer esaslarının tercihi açısından önem taşımaktadır. Değer önermesi (*varsayımları*) işletmenin sürekliliği ve tasfiye önermeleri üzerine kuruludur.⁵⁴⁹ Yakın gelecekte tasfiye edilecek bir şirketten ayrılacak ortağın payının gerçek değeri, yaşayan şirket değeri üzerinden değerlendirilmesi değil, şirketin tasfiyesine karar verilerek tasfiye değeri üzerinden belirlenmesi beklenir.

Diğer taraftan finansal raporlama amaçları ile ayrılan ortağın payının belirlenmesi amacıyla düzenlenecek ayrılımda finansal durum tablosu birbirinden farklı amaçları sağlayacak niteliktedir. Finansal raporlama amaçları için düzenlenecek tabloların, ortağın ayrılması ve ayrılma akçesinin sermayenin azaltılması ile ödenmesi durumunda kullanılabilir olması, raporlama amaçları ile çatışacaktır. Ortağın payının sermaye azaltım yolu ile ödenmesi halinde finansal tabloların düzenlenmesi farklı amaçlar taşıyacak ve finansal tablolarda yer alan bazı hesaplar, ayrılma akçesinin ödenmesi nedeni ile sermaye tutarının değişmesi ile yakın gelecekte finansal tablolarda mevcut olan varlık ve özkaynak hesapları ayrılma ile finansal tablolarda yer almayacaktır.

Gerçek değerın tespitinde, başkaca bir değerlendirme yaklaşımı ve yöntemi kullanılabilir olmadığı veya bilanço değerinin şirket değerini yansıtabildiği durumlarda ise bilanço değerinin gerçek değer olabileceği TTK m. 641 gerekçe metninden hareketle ortaya çıkmaktadır. Ancak TTK m. 641 gerekçesinde gerçek değer olarak varsayılacak durumlarda bilanço değerinin, TTK'nın değerlendirme ile ilgili TTK m. 78'de atıf yapılan TMS/TFRS'de yer alan değerlendirme ilkeleri kapsamında belirlenmesi gerekmektedir. Diğer kanun veya uygulamalar kapsamında bulunan bilanço değeri ise TTK tarafından

Şener, a.g.e., s. 350. Maddi ve/veya maddi olmayan varlıklarının değerinin yüksekliği nedeni ile bazı şirketlerin tasfiye değerinin gerçek değeri yansıtabileceğinin göz önünde bulundurulması gerekir.

⁵⁴⁹ Michael J. Zdeb, “*Equitable Considerations in Dissent Appraisal and Oppression Valuation Proceedings Regarding Fair Value*”, (Çevrimiçi: <https://www.hklaw.com/publications/equitable-considerations-in-dissent-appraisal-and-oppression-valuation-proceedings-regarding-fair-value-part-two-02-14-2011/>, Erişim Tarihi: 11.02.2018), p. 5.

atıf yapılan bilanço değeri ile bir ve aynı olmayacak, dolayısıyla gerçek değeri yansıtmayacaktır.⁵⁵⁰

TTK madde ve gerekçe metinlerinden hareketle gerçek değerin;

- (*genelde*) tasfiye değerinin üstünde bir değer olduğu,
- yaşayan şirket varsayımı ile ayrılan ortağın payının maliyet, gelir, pazar (veya uygun durumlarda diğer) yaklaşımları gibi değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinden biri veya uygun durumlarda birkaçı ile değerlendirilip ağırlıklandırılmış ortalamalarının alınarak değerlendirilmesi gerektiği,
- TTK m. 641 gerekçesinden, başkaca bir değerlendirme yaklaşımı ve yöntemi kullanılabilir olmadığı veya TTK m. 78’de atıf yapılan TMS/TFRS’de yer alan değerlendirme ilkeleri kapsamında düzenlenen finansal durum tablolarının şirket değerini yansıtabildiği durumlarda, bilanço (defter) değerinin,

gerçek değer olabileceği sonucuna varılmaktadır.

3.1.4.2.5. Ayrılma Akçesinin Bilanço Değeri Üzerinden Belirlenmesi

TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değeri kavramı, şirketin muhasebe kayıtlarından hareketle tespit edilen ve TTK m. 78 ila 88 arasında düzenlenen değerlendirme ilkeleri uyarınca TMS/TFRS’lere uygun olarak hazırlanan finansal durum tablosunda yer alan özkaynaklarının değerini ifade etmektedir.

Finansal durum tablosu (bilanço), işletmenin belli bir andaki varlık ve kaynak yapısını diğer bir ifade ile mali durumunu gösteren tablodur. İşletmenin kuruluşunda bu yapı, dolayısıyla finansal durum tablosu, varlık ve kaynakları oluşturan unsurların değerlerinin saptanması yolu ile meydana gelmektedir. Finansal durum tablosunun, işletmenin

⁵⁵⁰ VUK ve diğer vergi kanunları kapsamında hazırlanan finansal tablolar üzerinden hareketle tespit edilecek bilanço değeri TTK açısından gerçek değeri yansıtmayacaktır. BDS 570 “İşletmenin sürekliliği” standardı parag. 2’ye göre, “işletmenin sürekliliği esası, vergi esasıyla hazırlanan bazı finansal tablolar için ihtiyaca uygun değildir”.

faaliyete geçmesinden sonraki süreçte belirli bir güne ait mali durumu gösterebilmesi için faaliyetleri sırasında varlık, yabancı kaynak ve özkaynak unsurlarında oluşan değişimlerin kayıtlarda izlenmesi gerekmektedir.⁵⁵¹

Defter değeri yöntemi,⁵⁵² yukarıda yer verilen özkaynak unsurlarındaki değişimlerin belirli bir tarihte finansal durum tablosundan sağlanan muhasebe bilgilerini kullanarak (varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması şeklinde) şirket değerinin tespit edilmesi olarak tanımlanabilir. Bu yöntemde şirketin değerinin, net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır.⁵⁵³ Defter değeri, muhasebe uygulamaları açısından, işletmenin sahip olduğu varlık veya yükümlülüklerin muhasebe kayıtlarında yer alan kayıtlı değeridir. Defter değeri yöntemi ise esas itibarıyla bir işletmenin özsermaye toplamının, diğer bir ifade ile işletmenin aktif toplamından borçlarının düşülmesi suretiyle bulunan özvarlığının değeridir.⁵⁵⁴

Defter değeri, finansal durum tablosunda yer alan bir varlığın, amortisman ve değer düşüklüğü karşılıklarının brüt elde edilme maliyetinden düşülmesi ile elde edilen tutardır. Defter değeri yöntemine göre şirketin değeri bilançodaki özsermayenin değerine eşittir. Defter değeri, bilançodaki maliyet esaslarını dikkate aldığı için, şirket değerini aynı zamanda toplam aktiflerle toplam borçların arasındaki fark olarak da ifade edebiliriz. Defter değerinin hesaplanmasında şirketin varlıklarını elde ettiği maliyet değerlerinin dikkate alınması ve finansal tablolarının dönem içerisindeki enflasyon, faiz artışları, duran varlıkların değer artışları gibi rakamları içermediği düşünüldüğünde, bu yöntemin önemli derecede zayıf yönlerinin bulunduğu görülmektedir. Bu nedenle defter değeri yöntemi, şirket değerlemesinde sık tercih edilmeyen bir yöntemdir.⁵⁵⁵

⁵⁵¹ M. Hanifi Ayboğa, “Mali Durum Tablosu ve Kuramsal Yapısı -Teori ve Türk Ticaret Kanunu Açısından İrdelenmesi-”, **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 57, Ekim-Kasım-Aralık 2001, s. 63.

⁵⁵² TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değeri.

⁵⁵³ Volkan Demir, Oğuzhan Bahadır, “UFRS (TFRS)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, TÜRMOB- (Hakemli), Yıl: 7, Sayı: 23, Eylül 2007, s. 66.

⁵⁵⁴ İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası (İYMMO), “Defter Değerinin Hesaplanması”, **İYMMO Rapor**, Temmuz 2008, (Çevrimiçi: <http://www.istanbulymmo.org.tr/resimler/dosyalar/701.pdf>., Erişim Tarihi: 30.03.2017), s. 14.

⁵⁵⁵ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, 2. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2009, s. 185.

Bilanço (defter) değerinin hesaplanmasında değişik muhasebe ilkelerinin kullanılması nedeniyle varlık ve yükümlülüklerin defter değerleri de farklılaşacaktır. Örneğin kur farklarının aktifleştirilmesi suretiyle yatırım maliyetine eklenmesi ya da giderleştirilmek suretiyle kâr veya zarar tablosuna yansıtılması durumunda farklı değerler oluşacak ve bu durumlarda varlık ve yükümlülüklerin defter değeri de farklı olacaktır. Farklı amortisman veya stok değerlendirme yöntemlerinin uygulanmasında da varlıkların değerinde değişimler ortaya çıkabilecektir.⁵⁵⁶

3.1.4.2.6. Ayrılma Akçesinin Gerçek Değeri

Bir varlığın sahip olunan bilgilere göre olması gereken değerine gerçek değer denilmektedir.⁵⁵⁷ Gerçek değer alanyazınında, şirketin varlıkları, kârlılık düzeyi, geçmiş dönem kârları, gizli ve açık yedekleri, sermaye yapısı gibi çeşitli unsurlarının birlikte değerlendirilmesi ile ulaşılan değerdir. Bu değer hesaplanmasında, şirketin gelecek dönem kazancı ve gelecek dönemde karşılaşılabilecek riskler belirleyici olmaktadır.⁵⁵⁸

Gerçek değer tespitinde, şirketin faaliyet alanı da dikkate alınmak suretiyle başarı düzeyi, gelir sağlama potansiyeli, başka bir deyişle elde edilebilir kazanç ve risk, esas değişken olarak göz önünde bulundurulmalıdır. Dolayısıyla, ayrılma payının gerçek değerinin tespitinde açık ve gizli yedekler, depo malları ve şerefiye (goodwill) de dâhil olmak üzere, yaşayan işletmenin gerçek değeri dikkate alınmalıdır.⁵⁵⁹

Ayrılma akçesinin değerinin, şirket gerçek değeri üzerinden belirlenmesi, TTK m. 639/3'e göre, *“çıkan tüm ortakların esas sermaye payları ile orantılı olarak eşit işleme tabi tutulmalarını”* sağlayacaktır. Bu şekilde ayrılan ortağa payının gerçek değeri verilmekle, ekonomik anlamda bir zarara uğraması engellenecek ve böylece herhangi bir haksız zenginleşmeye de sebep olunmayacaktır.⁵⁶⁰

⁵⁵⁶ İYYMO, *a.g.m.*, s. 14.

⁵⁵⁷ Sipahi, Yanık ve Aytürk, *a.g.e.*, s. 17.

⁵⁵⁸ Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 109; Develi, *a.g.m.*, s. 482.

⁵⁵⁹ Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 111.

⁵⁶⁰ Develi, *a.g.m.*, s. 482; Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 111-112.

Payın gerçek değeri üzerinden ödenmesi ilkesi, Kanun gereği ödemeye ilişkin olup, ortağın ayrılma sebeplerinden bağımsızdır. Ayrıca ayrılma akçesinin Kanun gereği tespit edilmesi ve ödenmesinde ortağın ayrılma nedeni yönünden kusurlu olup olmadığı, doğrudan doğruya dikkate alınmamalıdır. Başka bir ifade ile ortağın kusurunun miktarına göre ayrılma payının basamaklar yaratılarak belirlenmesi söz konusu olmamalıdır. Zira ortağın kusurlu olması, sadece şirketin tazminat talebi söz konusu ise takas ve mahsup açısından önem taşıyacaktır.⁵⁶¹

Şirket sözleşmesinde ortağın ayrılması durumunda ayrılma akçesinin değerinin ne şekilde belirleneceğine ilişkin özel ve geçerli bir hüküm bulunmadığı takdirde, ayrılma akçesinin değerinin tespiti için şirketin gerçek değerle değerlendirilmesi gerekir. Bir payın gerçek değerinin belirlenmesi, değeri etkileyen çok çeşitli etkenler bulunduğu, sabit getirisi bulunan yatırım araçlarının değerinin belirlenmesine oranla oldukça zordur.⁵⁶² Ayrıca limited şirketlerin yapısı gereği karşılaştırılabilir başka şirketlerin fiilen bulunmasının oldukça zor olması ve borsada işlem görmemesi nedeniyle,⁵⁶³ değer belirlemede büyük güçlüklerle karşılaşmakta⁵⁶⁴ ve bu şirketlerin genelde piyasa değeri de bulunamamaktadır.⁵⁶⁵

Gerçek değer, şirketin finansal yapısı ile ilgili çeşitli etkenlere göre değerlendirilmesiyle oluşan değeri olduğuna göre, payın değeri ile şirketin değeri arasında doğrudan doğruya bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Bu durumda şirketin değerinin pay sayısına bölünmesi ile payın birim değerine ulaşılabilir. Şirketin değeri ise, onun malî yapısı ile ilgili çeşitli faktörlere göre değerlendirilmesiyle oluştuğuna göre, gerçek değer, somut olayın şartları ve özellikleri dikkate alınarak ilgili ortaklık için en gerçek ve hakkaniyete uygun değeri ifade ettiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Öte yandan, “*hakkaniyete uygunluk*” değerlendirmesinde, ayrılma hakkının düzenleniş amacı da göz önünde tutulmalıdır. Başka bir ifade ile amaç, yalnızca pay sahibine payın çeşitli finansal hesaplama yöntemlerine göre tespit edilen en yüksek değeri vermekten ibaret değildir.

⁵⁶¹ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 111-112.

⁵⁶² Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 112-113.

⁵⁶³ Miller, *a.g.m.*, p. 383; Şener, **a.g.e.**, s. 927; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 112-113.

⁵⁶⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 112-113.

⁵⁶⁵ Shishido, *a.g.m.*, p. 71.

Ortaklığın korunması menfaati de göz önünde tutulmalıdır. Burada gerçek değer in ayrılma hakkına özgü yönü karşımıza çıkar. Payın gerçek değeri, ayrılma hakkına özgü bir kavram ve terim değildir. Bununla birlikte, bu hakkın uygulamasında, anılan değer in, finans teorisinde kullanılan anlamı, ayrılma hakkının düzenleniş amacı doğrultusunda bir süzgeçten geçirilerek, yerini almalıdır. O hâlde, gerçek değer in unsurları denildiğinde, somut olayın özelliklerinin dikkate alınmasının yanında bu hakkın düzenleniş amacı doğrultusunda yorum yapılması gereğini de vurgulamak gerekir.⁵⁶⁶

Muhasebe alanyazınında finansal tabloların değerlemesi için kullanılan gerçeğe uygun değer ile ayrılma ve ortaklık hakkı davalarında payın değerlemesinde kullanılan gerçek değer kavramı aynı değildir. Ayrılma ve ortaklık hakkı davalarında değerlemede kullanılan gerçek değer, mahkemeler tarafından oluşturulan içtihat hukuku ve gerçek pazar değeri ile değerlemeden kaynaklanan farklılıklar ile ortaya çıkmaktadır.⁵⁶⁷

Ortağın şirketten ayrılmasında, ayrılma şahıs ortaklıklarına özgü şekilde gerçekleştiğinde, yani ortağın şirketten ayrılması durumunda ortaklık payına isabet eden tutar şirket sermayesi azaltılarak ödeniyorsa, ortağın şirkete getirdiği katılma payı şirket sermayesinde bu ayrılma sonrasında herhangi bir gelir yaratma, katma değer üretme gibi şirkete, diğer ortaklara ve dolayısıyla ayrılan ortağa ekonomik bir fayda sağlamayacağından payın gerçek değerinin gelecek yönlü olması beklenemez. Bu durumda ayrılma akçesinin gerçek değerini belirlerken, şirket değerinin tahmin edilmesine yönelik yaklaşımlardan pazar değeri ve gelir yaklaşımlarının yerine maliyet yaklaşımının tercih edilmesi gerekir.

3.1.5. Ayrılma Akçesinin Hesaplanması

Ayrılma akçesinin hesaplanmasındaki temel ölçüt, ayrılma akçesinin gerçek değer üzerinden belirlenmesidir.⁵⁶⁸ Kanun’da ayrılma akçesinin değeriyle ilgili olarak gerçek değer dışında herhangi bir ölçüt yoktur. Hükmün gerekçesinde ise, ayrılma akçesinin en

⁵⁶⁶ Sönmez, **a.g.e.**, s. 159.

⁵⁶⁷ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 263.

⁵⁶⁸ Şener, **a.g.e.**, s. 928.

azından esas sermaye payının bilanço değerinin ifade edildiğinden bahsedilmiştir.⁵⁶⁹ Gerçek değer, genel kabul gören yöntemle şirket değerinin belirlenmesi ile bulunur. Hesaplama kural olarak şirketin devamı halinde beklenen gelir tablosuna göre yapılır.⁵⁷⁰

Alanyazınında bilanço değeri ile ilgili olarak bunun yıllık olarak düzenlenen finansal durum tablosu değil, tasfiye halinde düzenlenecek finansal durum tablosu olduğu genel olarak kabul görmüştür.⁵⁷¹ Ancak buradaki tasfiye kavramı, değerlendirme alanyazınındaki tasfiye etme varsayımı kavramındaki ile aynı ve bir kullanılmadığı düşüncesindeyiz. Eğer şirket öngörülebilir gelecekte faaliyetlerine devam etmeyecek ise bu durumda zaten ortağın çıkması veya çıkarılmasından bahsedilemeyecek, şirketin sona ermesi ve tasfiye işlemlerine başlanması gerekecektir. Bu durumda payın hesaplanmasını sağlayan finansal durum tablosu, yıllık veya tasfiye halinde düzenlenecek finansal durum tablosu değil, ayrılma akçesinin hesaplanmasına yönelik özel bir bilanço (ayrılma bilançosu) olmalıdır.⁵⁷²

Bazı yazarların öne sürdüğü gibi bir tasfiye halinde düzenlenecek finansal durum tablosu düzenlenmesi durumunda, ayrılma akçesinin değeri işletmenin tasfiye değeri üzerinden hesaplanmış olacaktır. Bu durumda ayrılma akçesine konu değer içerisinde yaşayan işletmeden kaynaklanan şerefiye, maddi olmayan duran varlıklar gibi ayrılma akçesinin gerçek değerini oluşturabilecek varlıklar hesaplamada dikkate alınmayacaktır.⁵⁷³

⁵⁶⁹ TTK m. 641 gerekçesi; Gözüyeşil, *a.g.m.*, s. 144.

⁵⁷⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1680g.

⁵⁷¹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1680. Bununla birlikte alanyazınında ayrılma akçesi için özel bir finansal durum tablosu hazırlanması gerektiği de ileri sürülmüştür. Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 107.

⁵⁷² Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 107; Develi, *a.g.e.*, s. 482.

⁵⁷³ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 321. Yaşayan işletme ilkesi, Türk hukuk alanyazınında, şirketin tasfiye edilmeden faaliyetine devam edeceği; ayrılma payının Kanun'da atfedilen değerlendirme yöntem ve ölçütleri ile tespit edileceği ancak ödemesinin ise kollektif şirketlerde nakit ile limited şirketlerde ise kullanılabilir bir özkaynak üzerinde tasarruf edilmesi durumunda ödenmesi, şirketten çıkan ortaklar açısından maddi anlamda bir kayıp, kalan ortaklar açısından beklenmedik bir gelir olacaktır. Şirkette kalan ortaklar açısından, belirli bir gelir elde etmek üzere hazır ve kurulu bir şirketteki ortaklık payları bu şekilde artarken, paylarının artması için şahsi mal varlıklarından bir ödeme yapmadan ayrılan ortağın payı ile gelir elde etmekte ve ayrılan ortağın payını ödemektedirler. Bu durum TTK m. 642/2 gerekçesinde, "*Ortak bir alacak hakkı elde ederek, şirket ise faiz işlememesi ve öz sermaye belirleninceye kadar her hangi bir ödeme yükümü altına konulmayarak korunmuştur*" şeklinde bir ibare ile şirketi korumanın yolunun ayrılan ortağın payının "*faizsiz ve şirkete karşı, bütün alacaklılardan sonra gelen bir alacak*" olacağı şeklindeki belirleme yapmıştır. Ayrılan ortak faizsiz bir alacak kazanmakla birlikte kalan ortaklar da şirketteki paylarını arttırmak için faizsiz bir borç edinmektedirler. TTK m. 641

Ayrılma akçesinin hesabında, ayrılma tarihinden önce başlanmış ve devam etmekte olan işler de göz önünde tutulur. Devam eden işlemlerin ekonomik sonuçları yönünden ayrılan ortağın ortaklığı devam etmektedir. Ayrılan ortak, bütün işlerin faydalı şekilde tamamlanmasına ve sonuçlandırılmasına engel olamaz. Ancak her hesap dönemi sonunda bu işlerin bir kısmı hakkında hesap verilmesini isteyebilir. Ayrıca yürüyen işlemler hakkında bilgi alma hakkı da devam etmektedir.⁵⁷⁴

Ortağın şirketten ayrılması durumunda, sadece ayrılan ortak açısından şirket ilişkisi ortadan kalkmakta, diğer ortaklar açısından varlığını sürdürmektedir. Dolayısıyla, ortağın şirketten ayrılması ile şirketin sona erdiği ve tasfiyeye girdiğinden söz edilemez. Bu nedenle ortağın şirketle ilişkisinin kesilmesi ve ayrılma akçesinin hesaben belirlenmesi gerekir. Fiili olarak, kısmen veya tamamen tasfiye işlemlerinin yapılması söz konusu değildir. Ortağın ayrılma payının belirlenmesi için bir ara envanter yapılması ve bilanço çıkartılması gerekir.⁵⁷⁵

Hangi tarih dikkate alınarak, ayrılma akçesinin hesaplanacağına ilişkin bir hüküm TTK m. 597 ve diğer ayrılmaya ilişkin hükümlerde yer almamaktadır. TTK m. 597'ye benzer bir hüküm TTK m. 493/5'te yer almakta olup, ayrılma veya mahkeme karar tarihine en yakın tarihteki değer esas alınmasının kıyasen uygulanmasına yer verilmektedir.⁵⁷⁶ Bu

gereğesinde, “*ayrılma özellikle çıkarma, elkoyucu (müsadere edici) ve cezalandırıcı bir yaklaşıma olanak vermemelidir*” yaklaşımının tam tersi olarak faizsiz ve ne zaman ödeneceği belirli olmayan ayrılma akçesi, çıkan ortakları cezalandırmaktan ziyade ayrılan ortakların şirkete getirdikleri katılma payına diğer ortakların el koymasına olanak vermektedir. Kanun ifadesi ile bu durum ayrılan ortağın mal varlığının bir kısmına diğer ortakların “*müsadere*” etmesi ile sonuçlanmaktadır. Bu durumun tek istisnası ise, ortağın payının -şirketin ekonomik durumunu en iyi şekilde yansıtan varlık, gelir veya pazar değeri yaklaşımlarına göre belirlenen payın- gerçek değerinin ortağa çıkma anına en yakın şekilde ödenmesidir.

⁵⁷⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, N 321. Bu yorum kolektif şirket ortaklarının bahsinde yer almaktadır. Ancak limited şirketler açısından uygulanabilirliği bazı yönlerden tartışmalı olacaktır. Maliyetleri büyük bir oranla tamamlanmış, henüz gelirleri elde edilmemiş işlemlerde, bu işlemlerin muhtemel gelirlerinin de ayrılma akçesinin hesabında dikkate alınması gerekmektedir. Diğer taraftan belirli olmayan ve dönemsel bazı taahhüt ve hizmet işlemlerinin ayrılma sonrasında gelirlerinden pay verilmesi ise tartışmaya zemin hazırlayacaktır. Şirket, bir şirket ile anlaşmış her yıl o şirketin isteği doğrultusunda belirli mal teslimi ve hizmet ifasında bulunacağını yönünde sözleşme yapmıştır. Ortağın ayrılmasından önce içinde bulunulan yıl için gerekli maliyetler yapılmış, ödemelerin bir kısmı alınmamıştır. Bu durumda maliyete katılan yıl içindeki gelirler ayrılma payının hesabında dikkate alınması gerekirken, izleyen yıllarında işlemlerin belirsizliği nedeniyle elde edilecek gelirlerden pay verilmesi tartışmalı olacaktır. Bu kapsamda, değerlemenin bu durum dikkate alınarak yapılması gerekmektedir.

⁵⁷⁵ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 106.

⁵⁷⁶ Şener, **a.g.e.**, s. 928.

durumda ayrılma akçesinin hesaplanması amacıyla var olan finansal durum tablosunun haricinde, ara dönem veya özelliikli işlemleri de kapsayan bir finansal durum tablosunun düzenlenmesi ve finansal tablolarda şirket değerine etki edecek bütün unsurların dikkate alınması gerekmektedir. Bu şekilde düzenlenecek finansal tablolarda gerekli düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Bu düzeltmeler finansal tablolar dışında kalan aktif, gelir ve borç kalemleri olabileceği gibi normalleştirme düzeltmelerini de içermesi gerekmektedir.

Geçici vergi uygulamaları açısından vergilendirme döneminin her üç aylık döneminde ara dönem gelir tablosu düzenlense de ayrılma akçesinin TTK'nın değerleme hükümlerine göre değerlendirileceğinden bahisle finansal tabloların TFRS'ye uygun olarak düzenlenmesi gerekir. Şirketin, varsa TFRS'ye uygun, mevcut finansal tabloları, ayrılmanın gerçekleştiği yakın bir tarihte düzenlenmiş ise şirket değerlemesinde kullanılabilecektir.

3.1.6. Ayrılma Akçesinin Muaccel Olması

Alacağın muaccel olması için, öncelikle tutarının belli veya belirlenebilir olması gerekir. Limited ortağın ayrılma akçesi şirket sözleşmesi, ayrılan ortak ile şirket arasındaki açık bir anlaşma, hazırlanan özel bir finansal durum tablosu ile veya yetkili mahkemenin bu yolda vermiş olduğu kesin bir karar ile belirlenmiş olsa da bu belirleme ile hemen muacceliyet kazanmaz. Ayrılan ortağın, ayrılma akçesini isteme hakkı kural olarak iç ilişkide ayrılmanın gerçekleştiği anda doğar. Ancak, bu alacağın doğumu, belirlenmesinde esas alınacak tarih ile muacceliyet kazanması birbirinden farklı kavramlardır. Zira ayrılma akçesine ilişkin borcun ödenmesi, genellikle sermaye payının azaltılması ilişkin işlemlerin tamamlanmasından sonra da gerçekleşebilmektedir.⁵⁷⁷

⁵⁷⁷ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 151. TBK m. 90'a göre, "ifa zamanı taraflarca kararlaştırılmadıkça veya hukuki ilişkinin özelliğinden anlaşılmadıkça her borç, doğumu anında muaccel olur". Ancak bir alacağın ne zaman muaccel hale geleceğine dair özel bir düzenleme varsa, bu düzenleme hükümleri uygulanır. Bu kapsamda ayrılma akçesi alacağının muacceliyet anını düzenleyen TTK m. 642 hükmü TBK m. 90'a göre özel bir düzenleme niteliğindedir. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 316.

Ayrılma akçesinin karşılığı sabit duruma gelen (*belirlenen*) eski şirket ortağının şirketten olan alacak hakkı, ancak şirketin esas sermayesini aşan malvarlığına (*kullanılabilir özkaynaklara*) sahip olduğu veya payın devir imkânının bulunması halinde muaccel sayılabilecektir. Bu şartlar mevcut değilse, önce sermaye azaltımına gitmek zorunda kalacaktır.⁵⁷⁸ Şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile ayrılma akçesinin ödenmesi ve bu tutarda yedek akçe ayrılması için yeterli tutarda serbestçe tasarruf edilebilir özkaynağın şirkette mevcut olması gerekir. Bu özkaynaklar şirkette mevcut değilse şirket kendi paylarını iktisap edemez, kullanılabilir özkaynaklardan veya sermaye azaltımı yolu ile ödemesi gerekir.

Ayrılmanın gerçekleşmesinden sonra sözleşmede düzenlenmemiş ise ortak ile şirket arasındaki anlaşma, bu yoldaki mahkeme kararı veya ayrılma bilançosu ile pay karşılığı (*veya diğer değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri ile payın gerçek değeri*) tespit edilince, şirket açısından pay karşılığını ödeme borcu muacceliyet kazanmıştır.⁵⁷⁹

3.1.7. Ayrılma Akçesinin Ödenmesi

TTK m. 612/2'ye göre ayrılma akçesi, “*serbestçe kullanılan özkaynakları*” bulunması durumunda şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile TTK m. 642 gereğince de, “*kullanılabilir bir özkaynağın*” bulunması durumunda veya esas sermayenin azaltılması yolu ile ödenebileceği düzenlemiştir. Ayrılma akçesinin, ortak ve/veya üçüncü kişiler tarafından satın alınması ise TTK'da düzenlenmemiştir.⁵⁸⁰ TTK m. 642/b'de, “*ayrılan*

⁵⁷⁸ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 151-152.

⁵⁷⁹ Baştuğ, **a.g.e.**, s. 91.

⁵⁸⁰ 6762 sayılı TTK m. 551/4'e göre ise “*Bir ortağın şirketten çıkması veya çıkarılması ancak esas sermayenin azaltılması hakkındaki hükümlere riayet şartıyla muteberdir. Şu kadar ki, ayrılan ortağın hakları, şirketin esas sermayesinin itibari miktarını geçen mallarından ödenir veya payı sermaye koyma borcunun yerine getirilmemesi hakkındaki hükümler gereğince paraya çevrilirse yahut başka bir ortak tarafından devralınırsa esas sermayenin azaltılması hakkındaki hükümlere riayet etmeye lüzum yoktur*” şeklindeki düzenlemede ayrılan ortağın paylarının başka bir ortak tarafından devranılmasına atıf yapmasına rağmen 6102 sayılı TTK'da bu durum açık bir şekilde belirtilmemiştir. Ancak alanyazında Diğer taraftan, Yargıtay 11. HD, 07.11.2006 tarih E. 2005/8143, K. 2006/11357 sayılı kararında aktifleri ayrılma akçesini karşılamaya yetmeyen bir şirkette, ancak diğer ortakların çıkarılmak istenen ortağın payını devralmaya talip olmaları halinde çıkarma kararı verilebileceğini kabul etmiştir. Çamoğlu'na göre mahkemenin çıkarmaya karar vermesi ile ayrılma akçesinin TTK m. 642'deki kaynaklardan karşılanması arasında zorunlu bir bağlantı yoktur. Çıkarılmaya rıza gösteren davacı ayrılma akçesinin bir kısmını hatta tamamını özkaynakların bunu karşılamaya yeterli olduğu tarihte almaya razı ise çıkarma kararı verilmesine engel yoktur. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1680i.

kişinin esas sermaye payları devredilebiliyorsa” hükmü, madde gerekçesinde “ayrılma akçesinin muaccel olabilmesi için ortağın ayrılabilmesi gerekir. Ortak ayrılamıyorsa, ortaklar genel kurulu gerekli onayı vermemişlerse akçe de muaccel olmaz” şeklinde belirleme yapılarak ayrılmanın gerçekleşmediği durumlarda ayrılma akçesinin muaccel olmayacağına atıfta bulunmuştur. Her ne kadar TTK’da ortak veya üçüncü bir kişinin ayrılan ortağın payını devralması yer almasa da, bu durum ayrılma akçesinin ödenmesi yollarından biri olarak alanyazınında kabul edilmektedir.⁵⁸¹

Serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklar

Şirketin kendi payını iktisap edebilmesi için bu payları alabilecek kadar serbest malvarlığının bulunması gerekir. Bunlar şirketin kârı ile “*kanunen veya ana sözleşme ile belli bir amaca özgülenmemiş serbest yedek akçelerden*” oluşur. Payların iktisap edilebilmesi için, iktisap anında serbest malvarlığı yeterli olmalıdır.⁵⁸² TTK m. 612’deki “*serbestçe kullanılabilir özkaynaklar ifadesi ile şirketin kendi paylarını iktisap etmesinden sonra kalan bakiye özvarlığın*”, TTK m. 379/3’e göre, “*esas sermaye ve dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeleri toplamına eşit olması*” gerekmektedir. Dolayısıyla TTK m. 642 kapsamında tasarruf edilen bazı yedek akçelere (TTK m. 610’dan atfen) TTK m. 519/3’te “*harcama yeri belirlenmiş yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu, çalışanlar ve işçiler yararına ayrılmış olan yedek akçeler*”in TTK m. 612 kapsamında kullanım imkânı bulunmamaktadır. Şirketin kendi paylarını iktisap etmesinden sonra TTK m. 612/3’e göre, “*şirket kendi esas sermaye payları için ödediği tutar kadar da yedek akçe ayırmak zorundadır*”.⁵⁸³ Şirketin kendi paylarını iktisabının belli oranlarla sınırlandırılması, şirket malvarlığının böyle bir işlem sonucunda azalmasını engelleyerek, şirket alacaklarını korumaktır.⁵⁸⁴

⁵⁸¹ Şener, **a.g.e.**, s. 930-931; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 92-93.

⁵⁸² Özge Ayan, “Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, s. 213-214.

⁵⁸³ Nihan Palta, “Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi”, **İstanbul Barosu Dergisi**, Cilt: 91, Sayı: 4, 2017, s. 58.

⁵⁸⁴ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 322.

İktisap edilecek paylar için ödenecek bedel çıkarıldıktan sonra, şirket yine net aktife sahip bulunmalı ve bu net aktifin tutarı, esas sermaye veya çıkarılmış sermaye ile “*dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamı kadar*” olmalıdır. Bu hüküm, şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için, iktisap anında serbest malvarlığının bulunmasını gerektirmektedir.⁵⁸⁵ Olumlu bakiye tespit edildiği takdirde, şirketin esas sermayesini aşan ve ayrılma akçesinin ödenmesi için kullanılabilir malvarlığının bulunduğu kabul edilir.⁵⁸⁶

Dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler, “*kanuni yedek akçeler ve şirketin isteğiyle ayırdığı yedek akçeler*” olarak ikiye ayrılır. TTK m. 519’da kanuni yedek akçeler, TTK m. 520’de ise, “*şirketin kendi iktisap ettiği pay senetleri için ayrılan yedek akçe ve değerlendirme fonları*” şirketin isteğiyle ayırdığı yedek akçeler olarak yer almaktadır. İsteğe bağlı yedek akçeler, TTK m. 521’de “*ana sözleşme ile öngörülen yedek akçeler*” ve TTK m. 522’de yer alan “*çalışanlar ve işçiler lehine yardım akçeleri*”dir.

Mesela iktisap anında, şirket esas sermayesi 100.000,00 TL, kanuni veya sözleşmeye dayalı yedek akçeler toplamı 40.000,00 TL, şirketin iktisap etmeyi düşündüğü payların bedeli toplamı 10.000,00 TL ise şirketin bu payları iktisap edebilmesi için net aktifinin en az 150.000,00 TL olması gerekir. Şirketin serbest malvarlığı yeterli olsa dahi, iktisap edilecek paylar kanuni sınırı aşamaz. Şirket, iktisap anındaki esas sermayesinin onda birinden fazla pay iktisap edilemez. Mesela esas sermayesi 400.000,00 TL olan şirketin, kanuni ve sözleşmeye dayalı yedek akçeler toplamı 80.000,00 TL, serbest malvarlığı 100.000,00 TL ise, iktisap edebileceği kendi payı en fazla 40.000,00 TL karşılığı paydır. Uzun süreye yayılan pay iktisaplarında, her payın iktisap anı esas alınarak bu değerlendirme yapılır. Bu hesaplama, şirketin payını iktisap edeceği andaki finansal durum tablosu durumuna göre yapılmalıdır. Yönetim kurulu, iktisap anına en yakın tarihi gösteren bir ara finansal durum tablosu çıkarmalı ve bu tablodaki rakamlara göre iktisap edeceği payları hesaplamalıdır.⁵⁸⁷

⁵⁸⁵ Ayan, *Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları*, s. 212.

⁵⁸⁶ Öztürk Dirikkan, *a.g.e.*, s. 156.

⁵⁸⁷ Ayan, *Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları*, s. 214.

TTK m. 462/1 gerekçesinde, “içkaynaklar sınırlı sayı (*numerus clausus*) karakter taşımaz; fonlar ise belirlenmeden mevzuatta sermayeye eklenmesine cevaz verilen fonlar olarak tanımlanmıştır. Kanunda yer alan iç kaynaklar esas sözleşme ve/veya genel kurul kararıyla ayrılmış (isteğe bağlı) yedek akçeler ile kanunî yedek akçelerin serbest kısımlarıdır. Diğer mevzuatta ise fonlar söz konusudur. Bunların örnekleri yeniden değerlendirme, iştirak ve taşınmaz satış hasılatı ve enflasyon fonudur”⁵⁸⁸ şeklindeki belirleme sermaye artırımını için geçerli olup, serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklar içerisinde sayılmamıştır.

Şirket ayrılan ortağın payını şirketin serbestçe kullanılabilir özkaynakları ile edinmiştir. Şirket bu şekilde elde edilen paya geçici olarak sahiptir ve yeniden devretmek veya itfa etmek zorundadır.⁵⁸⁹

Kullanılabilir özkaynaklar

Özkaynak, şirkete ait net aktif toplamından ortakların katılma payları ve şirketin kendisi tarafından karşılanan kısmıdır.⁵⁹⁰ VUK m. 192’ye göre özsermaye, “aktif toplamı ile borçlar arasındaki fark, müteşebbisin işletmeye mevzu varlığını (öz sermayeyi) teşkil eder” şeklinde tanımlanmıştır. Ancak TTK m. 642/1’de yer alan kullanılabilir özkaynak tanımı ise VUK’taki tanımdan farklılık arz etmektedir. Şirketin özkaynakları içerisinde yer alan ortakların şirkete getirdiği esas sermaye (*katılma*) paylarını ifade eden sermaye, bu madde kapsamında kullanılabilir özkaynak olarak tanımlanmamaktadır.

TTK m. 642/1 gerekçesinde, “kullanılabilir öz sermaye, şirketin serbest yani hiçbir amaca bağlanmamış yedekleri ve zararları dikkate alınarak belirlenir”. Gerekçeye göre,

⁵⁸⁸ Diğer bir fon hesabı ise, 5746 sayılı Kanun’un 3. maddesinin 7. bendinde, “Ar-Ge ve yenilik faaliyetlerinde bulunanların; kamu kurum ve kuruluşları, kanunla kurulan veya teknoloji geliştirme projesi anlaşmaları kapsamında uluslararası kurumlardan ya da kamu kurum ve kuruluşlarından Ar-Ge projelerini desteklemek amacıyla fon veya kredi kullanan vakıflar ile uluslararası fonlardan aldıkları destekler özel bir fon hesabında tutulur. Bu fon, 193 sayılı Kanun ve 5520 sayılı Kanuna göre vergiye tabi kazancın ve ilgili yılda yapılan Ar-Ge harcaması tutarının tespitinde dikkate alınmaz” hükmü yer almaktadır.

⁵⁸⁹ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 156; Palta, *a.g.m.*, s. 58.

⁵⁹⁰ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 318.

kanuni yedek akçeler kullanılabilir özkaynaklar arasında yer almamaktadır. Ancak TTK m. 519/3'e göre, *“genel kanuni yedek akçe sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde, sadece zararların kapatılmasına, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilir”* şeklinde olup kanuni yedek akçelerin kullanılmasının sermayenin yarısını aşmasına bağlamıştır.⁵⁹¹

Bu kapsamda genel kanuni yedek akçe, sermayenin yarısını aşmadığı sürece yukarıda yer alan durumların haricinde kullanılamayacağı nedeni ile ayrılma akçesinin ödenmesinde kanuni yedek akçe kullanılabilir özkaynak içerisinde yer almayacaktır. Ancak, TTK m. 519/3'te yer alan durumlar arasında sayılmamış olsa da ayrılma durumunda sermayenin azaltımına gidilmeden ayrılma akçesini ödenmesi fıkra da sayılan diğer durumlara benzer özellikler taşıdığından TTK m. 519/3'te yer verilen durumlardan *“kullanılabilirliği açısından”* daha da önemli bir neden teşkil eder.⁵⁹² Ayrılma akçesinin ödenmesinde kullanılması Kanun tarafından yasaklanan diğer yedek akçe ise, bu ödeme öncesinde şirketin kendi paylarını iktisabı karşılığında TTK m. 610 atfı gereğince TTK m. 520 kapsamında ayrılmış bulunan yedek akçelerdir. Daha önce ayrılan bir ortağın payının veya başka bir nedenle şirketin kendi paylarını iktisap etmesi nedeni ile ayırmış olduğu kanuni yedek akçe, ayrılma akçesinin ödenmesinde kullanılabilir özkaynak tutarının tespitinde dikkate alınmaz.⁵⁹³

Kullanılabilir özkaynak tutarının tespitinde dikkat edilmesi gereken diğer bir husus ise vergi kanunları ile istisna kapsamına alınan ve *“sermayeye ilave dışında herhangi bir şekilde başka bir hesaba nakledilmesi veya işletmeden çekilmesi”* durumunda vergilendirilmesi gereken ve şirket sermayesini güçlendirmek amacıyla istisna tutulan fon ve benzeri hesapların ayrılma akçesinin ödenmesinde kullanılabilir özkaynak olarak yer

⁵⁹¹ Bu kapsamda dağıtılmamış geçmiş yıl kârları ve yedek akçeler ayrılma akçesinin ödenmesinde kullanılabilir. Şener, **a.g.e.**, s. 928.

⁵⁹² Kanuni yedek akçeler, sermayeyi aşkın mal varlığı dışında bırakılamaz. Baştuğ, **a.g.e.**, s. 98; Kanuni yedek akçe sermayenin yarısı aşmasa dahi (*ayrılma akçesi tutarı*) yedeklerden karşılandığı takdirde, ödeme yapılabilir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 156 -dipnot 270-.

⁵⁹³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 320. Şirketin kendi paylarını iktisabı yolu edinmesine mukabil ayırdığı yedek akçe tutarlarını geçmiş yıl kârları ile kapatmadığı, ortaklardan karşılamadığı veya sermaye azaltım yolu ile sermayesini azaltmadığı takdirde bu amaçla ayrılan yedek akçelerin kullanılabilir özkaynak tutarı içerisinde yer almaması gerekir.

alması için bu fon ve benzeri hesaplar üzerinden kurumlar vergisi (KV) hesaplanması gerekmektedir. Bu nedenle kullanılabilir özkaynağın tespitinde, işletmeden çekilmesi için vergilendirilecek tutarların tespit edilerek bu tutarlar üzerinden, KV hesaplanması kalan tutarların özkaynak hesaplamasında dikkate alınması gerekmektedir. TTK m. 642/2’de yer alan ve kullanılabilir özkaynak tutarı, işlem denetçisi belirler hükmü madde metninden kaldırıldığından, bahsedilen tutar şirket müdürü veya adına hareket edenler ile mahkemelerde ise bilirkişiler vasıtasıyla belirlenecektir.

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yolu ile ayrılma akçesinin ödenmesi

Şirketin kendi paylarını edinmesiyle ilgili ayrılma akçesinin muaccel olması, “kullanılabilir özkaynağa” değil aksine “serbestçe kullanılabilir (tasarruf edilebilir) özkaynağın” varlığına bağlı tutulmuştur. Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yolu ile şirketin ayrılan ortağın payını edinip edinmemesi hususunda yasal bir zorunluluk bulunmamaktadır. TTK tarafından şirkete bu konuda serbestlik tanınmıştır.⁵⁹⁴ Şirket, serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklara sahip olsa da ayrılma akçesini isterse kendi paylarını iktisap yolu ile isterse kullanılabilir özkaynaklardan veya sermaye azaltımı yolu ile ödeyebilmektedir.

Ayrılma akçesinin TTK m. 612/2 hükmü kapsamında şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile satın alınması şeklinde ödenebilmesi için aşağıdaki şartların birlikte bulunması gerekmektedir.

1. Ayrılan ortağın payının TTK m. 612/2’ye göre, şirket “*esas sermayesinin % 20’sinden fazla*” olmaması,
2. Ayrılma akçesinin gerçek değerinin ödenebilmesi ve TTK m. 520’e göre ayrılacak yedek akçe için de bu ödeme yapılacak tutarın bir katı -toplamda

⁵⁹⁴ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 797.

Şirket sözleşmesinde öngörülen bir sebebe dayalı olarak TTK m. 638/1, TTK m. 640/1-3 veya TTK m. 638/2 uyarınca mahkeme kararı ile bir ortağın şirketten çıkması veya çıkarılması halinde bu sınır % 20 olarak uygulanır. Ancak TTK m. 612/2’ye göre, bir ortağın çıkması veya çıkarılması halinde şirketin ayrılan ortağın payının iktisabına esneklik kazandırmak istemiştir. Bu hüküm kapsamında şirketçe iktisap edilen payların % 10’unu aşan bölümü iki yıl içerisinde elden çıkarılır ya da sermayenin azaltılması yolu ile itfa edilir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1668a.

ödenecek ayrılma akçesinin iki katı- kadar da serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklarının şirketin payları iktisabı anında mevcut olması.

Ayrılma akçesinin gerçek değeri ödeyebilecek ve TTK m. 520'ye göre de yedek akçe ayırabilecek tutarda serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklarının iktisap anında mevcut olmaması ve ayrılan ortağın payının TTK m. 612/2'de yer alan “*esas sermayenin % 20'sinden fazla*” olması halinde ise ayrılan ortağın ayrılma akçesinin TTK m. 642'de yer şekillerde ödenmesi gerekmektedir.

Ayrılma akçesinin şirketin kullanılabilir özkaynaklardan ödenmesi

TTK m. 642, ayrılma akçesinin ne zaman muaccel olacağını, ayrılma akçesinin hangi kaynaklardan ödeneceğini hükme bağlamıştır. Ayrılma akçesi, şirketin belli amaca tahsis edilmemiş yedek akçeleri ve zararları dikkate alınarak üzerinde “*tasarruf edebileceği kullanılabilir özkaynak*” varsa ödenebilir. Kullanılabilir özkaynak, ayrılma akçesinin ödenmesine yetmiyorsa, esas sermayeden ödenmesi gereken miktarın belirlenip, belirlenen miktar esas sermayenin azaltılması yolu ile serbest hale geldikten sonra muaccel hale gelecektir.⁵⁹⁵ TTK, esas sermayenin korunması ilkesi kapsamında esas sermaye ile kanuni yedek akçeler ve zararlar dikkate alınmak suretiyle tespit edilecek “*kullanılabilir özkaynağın*”, ayrılma akçesinin ödenmesinde ilke olarak benimsenmiştir.

TTK m. 642/1 hükmü, TTK m. 612'nin özel bir biçimidir. TTK m. 642'de “*kullanılabilir bir özkaynak*” ifadesi ile TTK m. 612'de “*serbestçe kullanılan özkaynak*” ifadesi arasında daha geniş bir kaynak kullanımı⁵⁹⁶ söz konusu olmasına rağmen sermaye azaltımı söz konusu olmamaktadır.

TTK m. 642'de yer alan şartların varlığı ile iktisap edilebilir, devredilebilir veya sermaye azaltımı yolu ile şirket tarafından ödenebilir. TTK m. 642'1-a'ya göre, “*kullanılabilir özkaynaklardan*” ödeme yapılabilmesi için ayrılma akçesini ödemeye yeterli tutarda

⁵⁹⁵ Taşdelen, **a.g.e.**, s. 205; Şener, **a.g.e.**, s. 929-931.

⁵⁹⁶ Tasarruf edilebilir özkaynak, tüm isteğe bağlı ve kanuni yedek akçeler ile fonları da kapsamaktadır.

özkaynağın “*ayrılma anında*” bulunması zorunluluğu yoktur. Bu nedenle kullanılabilir özkaynakların varlığı veya sermaye azaltım süreçlerinin tamamlanarak ayrılma akçesi tutarı ödeninceye kadar finansal durum tablosu dipnotlarında ve/veya yıllık raporda izlenmesi gerekir.

Ayrılma akçesinin ortaklar veya üçüncü kişilerce satın alınması

Ayrılan ortağın ayrılma akçesinin muaccel hale gelmesini sağlayan diğer bir seçenekse, payın ortaklar ya da üçüncü kişiler tarafından satın alınmasıdır.⁵⁹⁷ Limited şirket, ortağın ayrılması ile ortağın kişisel katkılarından yoksun kalmasının yanında finansal olarak da zayıflar. Ayrılma akçesi tutarı ne kadar çoksa, şirkete olan yükü de o kadar büyük olacaktır.⁵⁹⁸ Özellikle ayrılan ortağın payının diğer ortak veya üçüncü kişiler tarafından iktisap edilmesi halinde, şirket özkaynaklarının azalmasına neden olmayacaktır. Alanyazınında, şirket için en uygun çözüm yolunun payı gerçek bedeli karşılığında ortak veya üçüncü kişilere devretmek suretiyle ayrılan ortağın pay karşılığının ödenmesi olarak kabul edilmektedir.⁵⁹⁹ Özellikle ayrılan ortağın paylarının diğer ortak veya ortaklara devredilmesi yabancı bir kimsenin şirkete girmesini de engelleyecektir.⁶⁰⁰

Ayrılma akçesinin sermayenin azaltımı yolu ile ödenmesi

Ayrılma akçesinin ödenmesi ile ilgili Kanun’da belirlenen son durum ise esas sermayenin azaltılması yolu ile ödenmesidir. Şirket, kural olarak esas sermayenin karşılığını oluşturan malvarlığı değerleri üzerinden ayrılma akçesinin ödenmesinden kaçınır. Sermayenin

⁵⁹⁷ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 325. Şener, ortağın payının şirket tarafından açık artırma yolu ile satılabileceğini, ancak bu durumda ayrılma akçesinin gerçek değerine tekabül edecek bir tutarda satışın gerçekleşmediğinde ise gerçek değer ve açık artırmadaki satış değeri arasındaki farkın şirket tarafından serbestçe kullanılabilecek özkaynaklardan yapılması gerekeceğini ifade etmiştir. Şener, **a.g.e.**, s. 931

⁵⁹⁸ Tekinalp, “*Çıkmaya Katılma Hakkı*”, s. 2.

⁵⁹⁹ Baştuğ, **a.g.e.**, s. 92-93; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 325. Esas sermaye payını ortaklardan biri veya üçüncü kişi devralabilir. Bu durum, bir ortağın çıkmasına bağlı şirketi, yaşayabileceği muhtemel finansal sıkıntılardan korur. Taşdelen, **a.g.e.**, s. 200. Esas sermayede herhangi bir değişiklik olmadığı, hatta şirketin malvarlığı değerlerine kural olarak dokunulmadığı gibi, şirket alacaklarının tehlikeye ile karşılaşması mümkün değildir.

⁶⁰⁰ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 325; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 94. Payın başka bir ortak tarafından devralınması, özellikle şirketin aile şirketi veya kartel türü bir yapıya sahip olması durumunda tercih edilebilecek bir yöntemdir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 157.

azaltılması ile ilgili prosedürün süre bakımından uzunluğu, alacaklılara çağrı prosedürü, sermaye azaltımından kaynaklanan kredibilite sorunu gibi nedenlerle şirketin ayrılma akçesinin ödenmesi ile ilgili başvuruabileceği son seçenek sermaye azaltımı olacaktır.⁶⁰¹ Ancak bu son seçenek olsa da, eğer şirket kendi paylarını iktisap edemiyor veya bu iktisap ayrılan ortağın payını ödemeye yeterli değilse yahut ayrılan ortak payını devredememişse, şirketin sermaye azaltımı yoluna gitmesi gerekecektir.⁶⁰²

TTK m. 642/1’de sayılan seçenekler içerisinde, sermayeyi aşkın malvarlığından (kullanılabilir özkaynaklardan) yapılacak ödeme, ortağın payının diğer ortak ve üçüncü kişilere devretmesi ve esas sermayenin azaltılmasına dair durumlar hariç olmak üzere, şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için gerekli bir oran belirlenmiştir.⁶⁰³ Ancak TTK’da aşkın mal varlığından (kullanılabilir özkaynaklardan) yapılacak ödemelerde olduğu üzere sermaye azaltımı için geçerli bir oran ya da belirleme yapılmamıştır. Bu durum ayrılan ortağın payının ödenmesi için esas sermayenin azaltılması sonucunda kalan sermaye tutarı ile şirketin faaliyet konusunu sürdürmeye ve alacaklılarını tehlikeye düşürmediği⁶⁰⁴ sürece kalan sermaye şirket faaliyetlerini devam ettirebilecek, aksi durumda ise şirketin feshi gerekecektir.⁶⁰⁵ Sermaye azaltımı sonrasında kalan sermaye tutarı ise TTK’da öngörülen asgari sermaye miktarı olan onbin TL’den aşağı indirilemez.⁶⁰⁶

⁶⁰¹ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 155.

⁶⁰² Yıldırım, **a.g.e.**, s. 330.

Payı devralacak üçüncü kişi bulunamaz ve şirketin sermayesini aşkın malvarlığı da olmaz ise pay karşılığının esas sermayeden ödenmesi zorunluluğu doğacaktır. Bunun tek yolu ile sermaye azaltımına gitmektir. Baştuğ, **a.g.e.**, s. 88-89.

⁶⁰³ TTK m. 612/2’de % 20 olarak belirlenen bu oran İsviçre Hukuku’nda % 35 (İBirK m. 783/2) olup, % 10’nu aşan kısmın iki yıl içinde elden çıkarılması ya da sermaye azaltılması suretiyle itfa edilmesi gerekmektedir. Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 797 -87 nolu dipnot -.

⁶⁰⁴ Limited şirketlerde, şirket alacaklılarının yegâne güvencesini şirketin sermayesi oluşturmaktadır. Bu nedenle, ortağın şirketten ayrılması ve ayrılma payının ödenmesi, sermayenin korunması ilkesini ihlal edecek biçimde uygulanamaz. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 155.

⁶⁰⁵ Bu durumda bir oran veya tutar belirlemek yerine, şirketin ayrılan ortağın payının ödenmesi sonrasında kalan sermaye tutarının şirket alacaklılarını güvence altına alabilecek ve şirketin faaliyetini sürdürebilecek bir tutarda bulunması yeterli olacaktır. Bu durum her şirket için münhasıran ortağın ayrılması durumu için ayrıca tespit edilmesi gerekecektir. Bu halde, bazı şirketler esas sermayesinin büyük bir kısmını kaybetmiş olsa bile faaliyetini sürdürmeye devam edebilecekken, bazı şirketler ise ayrılan ortağın payı düşük bir tutar veya oranda olsa bile ayrılan ortağın şirkete getirdiği katılma payı veya ortağın şirketteki pozisyonu, kilit rol oynaması dolayısıyla şirketin feshi gerekebilecektir.

⁶⁰⁶ Pulaşlı, **a.g.e.**, s. 798; Şener, **a.g.e.**, s. 931.

Ayrılma akçesinin ödeneceği kaynakların tespit edilmesi yükümü

TTK m. 642/2 hükmünün, 6335 sayılı Kanun'un m. 43 ile yürürlükten kaldırılan metninde, “işlem denetçisi kullanılabilir özkaynak tutarını belirler. Bu tutar ayrılma akçesinin ödenmesine yetmiyorsa, işlem denetçisi esas sermayeden ne tutarda indirim yapılması gerektiğini de gösterir” şeklindeydi, ancak fıkra yürürlükten kaldırılınca bir ve üçüncü fıkralar arasında bir boşluk oluşmuştur. TTK m. 642/3'e göre, “ayrılan ortağın ayrılma akçesinin ödenmeyen kısmı, şirkete karşı, bütün alacaklılardan sonra gelen bir alacak oluşturur”. Madde'ye göre limited şirketin tasarruf edebileceği özkaynağı mevcut değilse, pay bir üçüncü kişi veya bir ortak tarafından devralınmamışsa ya da esas sermayenin azaltılması mümkün olamamışsa, ayrılma akçesi ortak lehine bir alacak olarak kaydedilebilir. Diğer yollardan öncelikle yapılan ödemeye bağlı olarak ayrılma akçesi bedeli kısmen veya tamamen alacak olarak kaydedilebilir.⁶⁰⁷

Ayrılma akçesi ödenmesinin vadeye bağlanması

Şirket sözleşmesinde veya “ayrılma sözleşmesinde”, ayrılma akçesinin kısmen veya tamamen vadeye bağlanması, taksitler halinde ödeneceğine dair hüküm var ise bu hükmün uygulanması gerekir. Ödemenin uzun bir vadeye yayıldığı durumlarda ortağın teminat isteme hakkı ve ayrılma akçesinin tutarının arttırılmasını talep etme hakkı mevcuttur. Mahkemenin, ayrılma akçesinin ödenmesini kolaylaştırmaya yönelik bir düzenleme yapması halinde, ayrılan ortağın alacağını güvence altına alacak tedbirler de alması gerekir. Ayrıca, ödemenin vadelenendirilmesi halinde, ortağın ayrılma akçesi için faiz ödenmesi⁶⁰⁸ veya talep hakkının bulunduğunu kabul etmek gerekir.

TTK m. 642'de yer alan koşulların bulunmaması veya şirketin ortaktan alacağının ayrılma payına eşit veya yüksek olması durumunda takas suretiyle ayrılma akçesi alacağı ortadan kalkacağından, ayrılma akçesi alacağının muacceliyetiyle ilgili sorunla da karşılaşılmaz.⁶⁰⁹

⁶⁰⁷ Gözüyeşil, **a.g.e.**, s. 155.

⁶⁰⁸ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 152.

⁶⁰⁹ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 316-317.

3.1.8. Ayrılma Akçesinin Ödenmesinde Taraflar

Ayrılma akçesinin borçlusu kural olarak şirket tüzel kişiliği olduğundan,⁶¹⁰ ayrılma akçesinin ödenmesi talebinin şirket ortaklarına yöneltilmesi mümkün değildir.⁶¹¹ Ayrılma akçesinin ödenmesinde, borçluluk sıfatı limited şirkete ait olup ortakların, bu borçtan dolayı herhangi bir sorumluluğu söz konusu değildir. Üstelik limited şirkette ortakların, kamu borçları ayrı olmak üzere ikinci derecede sorumluluğu bulunmadığından, ortak bu alacak hakkını münhasıran şirkete karşı ileri sürebilecektir. Bu durumda ayrılan ortak bir şirket alacaklısı gibidir.⁶¹²

Ayrılma akçesi, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, kullanılabilir özkaynaklardan yapılan ödeme şeklinde şirketin payı iktisap etmesi, sermaye azaltımı yoluna gidilmesi ve payın ortaklardan biri veya üçüncü kişi tarafından iktisap edilmesi şeklinde finanse edilebilir. Son durumda olduğu gibi, payın şirkette kalmadığı hallerde dahi, ayrılan ortak ayrılma payını devralan kimseden değil, sadece şirketten talep edebilir.⁶¹³

TTK m. 642/3'e göre, *“ayrılan ortağın ayrılma akçesinin ödenmeyen kısmı, şirkete karşı, bütün alacaklılardan sonra gelen bir alacak oluşturur”*. Şirketin iflas etmesi durumunda, ayrılan ortak bir şirket alacaklısı gibi iflas masasına iştirak edebilir. Ortağın bu hakkı, şirket finansal durum tablosunun pasifinde yer alır. Ortak ayrılma payının ödenmemesi halinde, diğer şirket alacaklıları gibi şirketi dava edebilir. Hatta şirketin iflasını da istemesi mümkündür. Ayrılan ortağın ayrılma payına ilişkin alacak hakkı, diğer alacaklılar karşısında rüçhanlı değildir.⁶¹⁴

Kullanılabilir özkaynağa sahip olmasına rağmen -yani ayrılma akçesinin muaccel hale gelmesine rağmen- ödeme yapmayan şirket, faiz ödemekle yükümlü olur. Bu halde

⁶¹⁰ Baştuğ, **a.g.e.**, s. 80; Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 153; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 304.

⁶¹¹ Gözüyeşil, **a.g.e.**, s. 143. Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 19.04.1990 tarih Esas No 1989/2466, Karar No 1990/3479 sayılı kararı ile ayrılma akçesinin borçlusunun şirket olduğuna ve ortaklardan bu alacağın talep edilemeyeceği yönündedir. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 304.

⁶¹² Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 153.

⁶¹³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 304.

⁶¹⁴ Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 153-154; Ayrılma akçesi alacağı, alacak karakterine büründüğünden, şirketin tasfiye girmesi halinde ödenmeyen ayrılma akçesi ödendikten sonra kalan ortaklar tasfiye değerini paylaşacaktır. Şener, **a.g.e.**, s. 932.

ödenecek faiz, temerrüt faizi olacaktır. Diğer taraftan ayrılma akçesinin ödenmeyen kısmına ise kaynak Kanun'a⁶¹⁵ göre faiz talep edilemez. TTK tasarısında bu yönde bir metin olmasına rağmen, kanunlaşan metinde bu konuda bir düzenleme yapılmamıştır.⁶¹⁶

TTK m. 609'a göre, esas sermayeye faiz ödenmez, bu nedenle ödenmeyen ayrılma akçesi için de faiz yürütülmeyeceğine dair görüşler⁶¹⁷ mevcuttur. Ancak, ayrılma ile ortak ile şirket arasındaki ilişkinin sona erdiği,⁶¹⁸ ortağın şirkete katılma payı olarak getirdiği tutarın, şirketten ayrıldıktan sonra ilk getirdiği tutardan farklı bir tutara sahip olması, ayrılma ile ayrılan ortağa ayrılma tarihinden sonraki şirket kârından ve diğer kazançlarından pay verilmeyeceği hususu ile bu tarihten sonraki süreçte ayrılma akçesinin ödenmesine kadar geçen ilişkinin TBK hükümlerine tabi olduğu bir arada değerlendirildiğinde ayrılma akçesinin ödenmeyen kısmı için faiz istenebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca ayrılma akçesinin sadece pozitif bir değer değil, aynı zamanda negatif bir değer de alabileceği göz önünde bulundurulduğunda, negatif ayrılma akçesi için ortağın şirkete olan borcunun ödenmeyen kısmı için faiz yürütülmesi de gerekmektedir. Ayrılma akçesinin negatif olabileceği durumların başında TTK m. 573/2'ye göre ek ödeme ve yan edim yükümlülükleri⁶¹⁹ gelebileceği gibi AATUHK m. 35'e göre, "*limited şirket ortaklarının, şirketten tahsil imkânı bulunmayan amme alacağından sermaye hisseleri oranında doğrudan doğruya sorumlu olacağı*" ve bu Kanun hükmüne göre takibe tabi tutulacağı durumlarından kaynaklanabilir.⁶²⁰

⁶¹⁵ İsviçre Borçlar Kanunu'nun (OR) 825a/III; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 336.

⁶¹⁶ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 336-337.

⁶¹⁷ Şener, **a.g.e.**, s. 732. Bu konuda bkz. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 337.

⁶¹⁸ Ayrılma akçesine ilişkin alacak, ortağın bu sıfatı sona erdikten sonra, bu sıfatın kaybına dayalı olarak ortaya çıkmakta ve ayrılan ortak şirket ve diğer ortaklarla olan ilişkisi bakımından herhangi bir üçüncü kişi konumuna geçmektedir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 159.

⁶¹⁹ TTK m. 573/2'ye göre, "*ortaklar, şirket borçlarından sorumlu olmayıp, sadece taahhüt ettikleri esas sermaye paylarını ödemekle ve şirket sözleşmesinde öngörülen ek ödeme ve yan edim yükümlülüklerini yerine getirmekle yükümlüdürler. Ek ödeme yükümlülüğü şirketin zarara uğraması olasılığında ortağı şirkete finansal destek sağlama borcu altına sokan bir yükümlülük iken, yan edim yükümlülüğü ortağın şirkete karşı yerine getirmeyi taahhüt ettiği şirketin işletme konusunun gerçekleşmesine hizmet edebilecek dönemsel nitelikteki edimleridir.*"

⁶²⁰ Yargıtay 11. HD.'nin, E.: 2008/2927, K.: 2009/12238 sayı ve 1.12.2009 tarihli kararına göre, "*Bir sermaye şirketi türü olan limited şirketlerde, ortaklar açısından sınırlı sorumluluk ilkesi geçerlidir. Ortağın asıl borcu, taahhüt ettiği sermayeyi ödemektir. Sermaye borcunu tam olarak yerine getiren ortağın sorumluluğu sona ermektedir. Ortaklar, limited şirketin borçlarından şahsen sorumlu değildirler. Başka bir ifade ile limited şirket, iki veya daha fazla gerçek ve tüzel kişi tarafından bir ticaret unvanı altında kurulup, iktisadi konularda faaliyet gösteren, ortaklık borçlarından sadece ortaklığın malvarlığı ile sınırlı olarak sorumlu bulunduğu, esas sermayesi muayyen ve bu sermaye ortakların sermaye*

3.1.9. Ayrılma Akçesinin Ödenmesinde Zamanaşımı

Ayrılma akçesi alacağı için zamanaşımının başlaması ve bunun süresi bakımından TBK'nın genel hükümleri uygulanır.⁶²¹ Ayrılma akçesine ilişkin zamanaşımı, alacağın muaccel olması ile işlemeye başlar (TBK m. 149/1). TBK m. 147/4'e göre, *“bir ortaklıkta, ortaklık sözleşmesinden doğan ve ortakların birbirleri veya kendileri ile ortaklık arasındaki; bir ortaklığın müdürleri, temsilcileri, denetçileri ile ortaklık veya ortaklar arasındaki alacaklar”* için beş yıllık zamanaşımı süresi öngörülmüştür.

Bu Madde'ye göre zamanaşımından söz edebilmek için, alacağın ve davanın, şirket sözleşmesine dayanmasının yanında, ortaklar arasında veya şirketle ortaklar arasında olması gerekir. Oysa ayrılma akçesine ilişkin alacak, ortağın bu sıfatı sona erdikten sonra, bu sıfatın kaybına dayalı olarak ortaya çıkmakta ve ayrılan ortak şirket ve diğer ortaklarla olan ilişkisi bakımından herhangi bir üçüncü kişi konumuna geçmektedir.⁶²² Dolayısıyla, ayrılma akçesine ilişkin alacağın muaccel olmasından sonra, TBK'da ayrıca bir belirleme yapılmadığından, TBK m. 146 hükmü gereğince, süre on yıl olarak uygulanması gerekmektedir.

paylarının toplamına eşit olan ortaklıktır. Ortakların sorumluluğu sadece ortaklığa karşıdır ve esas sermaye payı ile sınırlıdır. İlke olarak kanun, ortaklarla limited şirket alacaklıları arasında bir ilişki kurmamış, alacaklılara gereğinde ortaklara başvurma imkânını tanımamıştır. Bu ilkenin üç istisnası vardır. Birincisi, TTK'nun 532/f.3 maddesindeki açığı kapama yükümü, ikincisi selef sıfatıyla sorumluluk (TTK m. 529, 530 ve 531) ve üçüncüsü ise kamu borçlarından ortakların sorumluluğudur. Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkındaki Kanun'un 4369 sayılı Yasa ile değişik 35 nci maddesi, limited şirket ortaklarının, şirketten tahsil imkânı bulunmayan amme alacağından sermaye hisseleri oranında doğrudan doğruya sorumlu olacağını ve bu Kanun hükmüne göre takibe tabi tutulacağını hükme bağlamıştır. Ortağın anılan bu borcu, onun limited şirkete karşı taahhüt ettiği veya ödediği sermaye borcundan ayrı, bağımsız bir borçtur. Sorumluluk, sermaye payı oranıyla sınırlıdır. Fakat bahse konu borcun doğabilmesinin ön koşulu, amme borcunun limited şirketten tahsil imkânının bulunmamasıdır. Başka bir anlatımla, amme borcunun, muhatabı olan şirketten tahsili yoluna gidilmesine rağmen, tahsilinin mümkün olmaması halinde ortakların sorumluluğu söz konusu olur. Kamu borcundan dolayı ortakların sorumluluğu, belli koşulların varlığı halinde, sermaye miktarı ile değil, sermaye payları oranında olup, somut olayda şirketin hiçbir mal varlığının bulunmadığının anlaşılması karşısında davacının şirketin ödemiş olduğu amme borcunu davalı diğer ortağa payı oranında yansıtmasında bir usulsüzlük yok ise de; yukarıda yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere bir ortağın şirkete verdiği borcu diğer ortağa payı oranında yansıtmasına hukuken olanak bulunmadığı gibi, tasfiyenin sağlanması için ve sırf bu amaca yönelik olarak yapılan tasfiye memuru ücreti, ticaret odası aidatı ve noter masrafları gibi giderlerin davalıdan tahsilini haklı gösterecek nedenlerin karar yerinde değerlendirilip gerekelendirilmemiş olması da doğru görülmemiş ve kararın açıklanan nedenle davalı yararına bozulmasına karar vermek gerekmiştir.” Levent Yaralı, **Limited Şirketin Kamu Borçlarından Müdürlerin ve Ortakların Sorumluluğu**, Yaklaşım Dergisi, Ankara, 2010, s. 317-319.

⁶²¹ Şener, **a.g.e.**, s. 934; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 340.

⁶²² Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 159; Yıldırım, **a.g.e.**, s. 340-341.

3.2. Ayrılma Akçesinin Vergilendirilmesi ve Muhasebeleştirilmesi

Ayrılma akçesini alarak şirketten ayrılan ortağın aldığı ortaklık payının vergilendirilmesi -ayrılan ortağın gerçek kişi olacağı varsayımı ile- ortaklık paylarının elden çıkartılması şeklinde diğer kazanç ve irat şeklinde vergilendirilmektedir. Ayrılma akçesini ödeyen şirket ise ödediği kaynağa göre vergisel durumu ve bu işlemlerin muhasebeleştirilmesi ödenen kaynağa göre farklılık arz etmektedir.

İzleyen bölümlerde ayrılan ortağın elde ettiği ayrılma akçesinin vergilendirilmesi ve şirketin bu ödemeye ilişkin vergi ve muhasebe uygulamalarına yer verilecektir.

3.2.1. Ayrılma Akçesinin Vergi Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi

Ayrılma akçesini elde eden ortağın şirketten aldığı ayrılma akçesinin vergilendirmesi ile ödemeye taraf olan şirketin ayrılma akçesini ödediği kaynağa göre farklı vergi uygulamalarına tabi olup, ayrılma akçesini alan ortak ile ödeyen şirketin ödeme kaynağına göre tabi olacağı vergi uygulamaları aşağıda ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

3.2.1.1. Ayrılma Akçesinin Ayrılan Ortak Açısından Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi

Türk vergi sistemi ticaret şirketleri ve adi ortaklıklardaki, “*ortaklık haklarının veya paylarının elden çıkarılmasından doğan kazançları değer artış kazancı*” olarak tanımlamıştır. Ortaklık hakkı veya payı, şahıs ve sermaye şirketlerinde ortakların “*hisse senedine bağlanmamış paylarını*”⁶²³ ifade eder. Bu kapsamda limited şirkete ait ortaklık hakkını temsil eden payların “*gerçek kişiler tarafından*” elden çıkarılmasından doğan

⁶²³ GVK mük. m. 81/1’e göre, “*ıvazsız olarak iktisap edilenler ile tam mükellef kurumlara ait olan ve iki yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin, elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar*” değer artış kazancıdır. 232 Seri No’lu Gelir Vergisi Genel Tebliği’nin 5. Geçici İlmühaberler başlıklı bölümünde, “*geçici ilmühaberler anonim şirketler tarafından hisse senetlerinin yerini tutmak amacıyla çıkartılan menkul kıymetler*” şeklinde tanımlanmış, anonim şirketlerin hisse senedine veya bu senetlerin yerini tutmak üzere geçici ilmühabere bağlanmamış payları Gelir İdaresi’nce “*ortaklık payı*” olarak değerlendirmektedir.

kazançlar, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu (GVK) uygulamasında değer artışı kazancı olarak vergilenmektedir.⁶²⁴

Limited şirkete ait ortaklık paylarını elinde bulunduran tüzel kişi ise bu durumda 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) hükümlerine göre vergilendirilmektedir. KVK'da sayılan kurumlar vergisi mükellefleri⁶²⁵ KVK m. 5/1-e'ye göre, *“en az iki tam yıl süreyle aktifte yer alması”* şartı ile *“iştirak paylarının satışından kaynaklanan kazançların % 75'i vergiden istisnadır”*. İştirak payları aynı süre zarfında aktifte yer alması nedeni ile de 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu (KDVK) m. 17/4-r kapsamında katma değer vergisi (KDV)'den de istisnadır. Ancak kurumlar vergisi mükellefi olmayan şirket ve ticari işletmelerin aktiflerinde yer alan iştirak payları için KVK ve KDVK'da istisna öngörülmemiştir.

GVK'nın *“Değer Artışı Kazançları”* başlığını taşıyan mük. m. 80/4'e göre, *“ortaklık haklarının veya hisselerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar”* değer artış kazancı olarak yer almıştır. Bu maddede geçen *“elden çıkarma deyimi ile maddede yazılı mal ve hakların satılması, bir ivaz karşılığında devir ve temlik, trampa edilmesi, takası, kamulaştırılması, devletleştirilmesi, ticaret şirketlerine sermaye olarak konulmasını ifade eder”*.⁶²⁶

GVK m. 75'te hangi gelir unsurlarının menkul sermaye iradı sayılacağı belirlenmiş olup maddede tasfiye ve sermaye azaltımı sonucu pay sahiplerine ödenen paylar bulunmadığı

⁶²⁴ Akif Akarca, Mehmet Şafak, *“Limited Şirket Ortaklık Payı Satışı ve Gelir Vergisi”*, **Dünya Gazetesi**, 19.06.2014, (Çevrimiçi: <http://www.dunya.com/kose-yazisi/limited-sirket-ortaklik-payi-satisi-ve-gelir-vergisi/20523>, Erişim Tarihi: 01.05.2017).

⁶²⁵ KVK m. 2'ye göre, *“sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu kuruluşları, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler, iş ortaklıkları”* kurumlar mükellefleri arasında yer almıştır. KVK'da sermaye şirketleri olarak, *“anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ile benzer nitelikteki yabancı kurumlar”* sayılmıştır. 1 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'ne göre ise, *“sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin kurumlar vergisi mükellefiyeti komanditer ortağın hissesine yöneliktir. Vergiye tabi kurum kazancının komanditer ortakların hissesine isabet eden kısmı kurumlar vergisine, komandite ortaklara isabet eden kısmı bu ortaklarca beyan edilmek suretiyle gelir vergisine tabi tutulacaktır”*. TTK'da yer alan kollektif ve adi komandit şirket ile TBK'da yer alan adi ortaklıklar GV mükellefidir.

⁶²⁶ GVK m. 80'e göre, *“bir takvim yılında elde edilen değer artışı kazancının, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlananlar hariç, 6.000 (302 Seri Nolu Gelir Vergisi Genel Tebliği ile 1.1.2018 tarihinden itibaren 12.000 TL) Türk Lirası gelir vergisinden müstesnadır.”*

gibi aksine GVK m.76'da açık bir şekilde, “*menkul kıymetler ile iştirak hisselerinin tamamen veya kısmen itfa olunması karşılığı alınan paralarla itfa dolayısıyla verilen ikramiyelerin menkul sermaye iradı sayılmayacağı*” yer almıştır. Bu hükümlerden anlaşılacağı gibi, şirketin tasfiyesi veya sermaye azaltımı nedeniyle ortaklara yapılacak pay bedeli tutarındaki ödemeler menkul sermaye iradı sayılmadığından GVK m. 75'e göre vergiyi doğuran olay da söz konusu olmayacaktır. Diğer taraftan GVK mük. m. 80/1 ve 80/4 ve mük. m. 81'de yer alan hükümler de “*menkul kıymetlerin elden çıkarılması karşılığı alınan bedellerin*” menkul sermaye iradı değil, “*değer artış kazancı*” olduğunu ifade etmek suretiyle bir anlamda bu hususa vurgu yapmaktadır.⁶²⁷

Ortaklık haklarının elden çıkartılması⁶²⁸ olarak kabul edilen ayrılma akçesinin vergilendirilmesinde, ortağın şirkete nakden veya aynen koyduğu değerler maliyet bedeli,⁶²⁹ şirketten alınan ayrılma akçesi bedeli ise değer artış kazancı ve arasındaki fark ise GVK mük. m. 81 kapsamında safi kazanç olarak belirlenecek, maliyet bedeli endekslemeye⁶³⁰ tabi tutulacak ve maddedeki istisnadan faydalandıktan sonra kalan tutar değer artış kazancı olarak beyan edilecektir.⁶³¹

⁶²⁷ İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mart 2018, (Çevrimiçi: http://www.istanbulymmo.org.tr/Data/Platform/2018_MART_14..pdf., Erişim Tarihi: 13.04.2017), s. 4.

⁶²⁸ GVK Mük. m. 81'e göre, “*elden çıkarma deyimi, Madde'de yazılı mal ve hakların satılması, bir ivaz karşılığında devir ve temlik, trampa edilmesi, takası, kamulaştırılması, devletleştirilmesi, ticaret şirketlerine sermaye olarak konulmasını*” ifade etmektedir. Ayrılma akçesi kavramı olarak vergi kanunlarında yer almasa da, “elden çıkarma” kavramı içerisinde ortağın şirketten ayrılması dolayısıyla bir karşılık alması ivazlı bir işlem olarak değerlendirilecektir.

⁶²⁹ GVK Mük. m. 81'e göre, “*değer artışında safi kazanç, elden çıkarma karşılığında alınan para ve ayınlarla sağlanan ve para ile temsil edilebilen her türlü menfaatlerin tutarından, elden çıkarılan mal ve hakların maliyet bedelleri ile elden çıkarma dolayısıyla yapılan ve satıcının uhdesinde kalan giderlerin ve ödenen vergi ve harçların indirilmesi suretiyle bulunur. Hâsılâtın ayın ve menfaat olarak sağlanan kısmının tutarı 213 sayılı Vergi Usul Kanunu (VUK)'nun değerlendirme ile ilgili hükümlerine göre tayin ve tespit olunur*”.

⁶³⁰ GVK Mük. m. 81'e göre, “*mal ve hakların elden çıkarılmasında iktisap bedeli, elden çıkarılan mal ve hakların, elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere Devlet İstatistik Enstitüsünce belirlenen toptan eşya fiyat endeksindeki artış oranında artırılarak tespit edilir. Şu kadar ki, bu endekslemenin yapılabilmesi için artış oranının % 10 veya üzerinde olması şarttır*”.

⁶³¹ Tüzel kişilerin limited şirketten ayrılmasında, KDVK m. 17/4-r'ye göre “*kurumların aktifinde en az iki tam yıl süreyle bulunan iştirak hisseleri ile taşınmazların satışı suretiyle gerçekleşen devir ve teslimler*” KDV'den istisna olmasına rağmen, iki yıl içerisinde iştirak edilen bir limited şirketten tüzel kişinin ayrılması durumunda payın karşılığında alınan ayrılma akçesi, KDVK'da teslim ve hizmet olarak sayılmadığından KDV'ye tabi olmayacaktır.

3.2.1.2. Ayrılma Akçesinin Şirket Tarafından Ödemesinin Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi

Ayrılan ortağın ayrılma akçesinin şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve payın ortaklardan biri veya üçüncü kişi tarafından iktisap edilmesi veya sermaye azaltımı yoluna gidilerek ödenmesi mümkündür.⁶³² Ayrılma akçesinin, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, şirketin kullanılabilir özkaynaklarından ve/veya sermaye azaltımı yolu ile ödenmesi durumunda ödemeyi yapan şirketin sermaye azaltımı ve iktisap ettiği payları kâr veya zararlar elden çıkartması halinde vergi mevzuatı açısından değerlendirilmesi ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

3.2.1.2.1. Ayrılma Akçesinin Şirketin Kendi Paylarını İktisap Yolu ile Ödenmesinin Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi

Şirket ayrılma akçesini “*şirketin kendi paylarını iktisap yolu*” ile edinmesi ve sonrasında iktisap edilen bu payları elden çıkartmasında, payları iktisap ettiği tutardan daha kârlı veya zararlı bir şekilde elden çıkartabilir ya da sermaye azaltım yolu ile itfa da edebilmektedir. Şirket iktisap ettiği kendi paylarını, iktisap edilen bedelle elden çıkartılmadığı sürece pay alım ve satımı arasında kazanç veya kayıp söz konusu olacaktır. Alım-satım bedelleri arasındaki fark pozitif ise satış kârı, farkın negatif olması halinde ise satış zararı söz konusu olacaktır.⁶³³

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ile ilgili olarak “*Türkiye Muhasebe Standartları (TMS), TMS 32, Finansal Araçlar: Sunum, 33. paragrafı*” ile benzer şekilde “*Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standartları (BOBİ FRS), Finansal Araçlar ve Özkaynaklar*” başlıklı 9. bölümüne göre, “*işletmenin geri satın alınan kendi payları, işletme tarafından ihraç edilen ve daha sonra işletme tarafından geri alınan özkaynak araçlarıdır. İşletme kendi paylarını geri satın aldığında bu paylara karşılık verdiği*

⁶³² Yıldırım, a.g.e., s. 304.

⁶³³ Akif Akarca, Mehmet Şafak, “Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabı ve Vergileme Durumu”, **Dünya Gazetesi**, 27.08.2015, (Çevrimiçi: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/anonim.-sirketlerin-kendi.-paylarini-iktisabi.-ve-vergileme-durumu/25181>., Erişim Tarihi: 04.08.2018).

bedelin gerçeğe uygun değeri özkaynaktan düşülür. Ayrıca bu durumda TTK'ya göre, işletme geri satın aldığı kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırır. İşletmenin kendi paylarının satın alımından, satışından, ihracından ya da iptalinden dolayı kâr veya zarara herhangi bir kazanç ya da kayıp yansıtılmaz."⁶³⁴

Standartlara göre, geri alınan paylarla ilgili muhasebeleştirmede özkaynak hesaplarının kullanılması ve alım satımdan kaynaklanan kar ve zararın da bu hesaplara yansıtılması gerekmektedir.

Vergi kanunlarında şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ile ilgili bir düzenleme bulunmamaktadır. Payların iktisap edildiği tutardan farklı bir tutarda elden çıkartılması halinde oluşacak kâr veya zararı vergi kanunları karşısındaki durumu hakkında farklı görüşler mevcuttur. Geri alınan payların elden çıkartılması durumunda oluşacak kârın vergi dışı bırakılması gerektiği yönündeki⁶³⁵ görüşün dayanaklarından biri, iktisap edilen payların emisyon primi olduğu diğeri ise iştirak payları hükmünde olduğu yönündedir.

KVK m. 5/1-ç'de düzenlenen emisyon primi ise sadece anonim şirketler için söz konusu olup, limited şirketler için emisyon primi istisnası söz konusu değildir. Madde'ye göre, *"anonim şirketlerin kuruluşlarında veya sermayelerini artırdıkları sırada çıkardıkları payların bedelinin itibari değeri aşan kısmı"* olarak tanımlanmış ve KV istisnaları içerisinde yer almıştır. Anonim şirketin kuruluş veya sermaye artırım sırasında nominal bedelin üstünde bir bedel ile paylarını satması halinde elde edeceği pozitif kazanç emisyon primi olarak KVK'da yer almıştır. Ancak Kanun'da şirketin kendi paylarını

⁶³⁴ Ataman, Gökçen, **a.g.e.**, s. 124; KGK, BOBİ FRS, Bölüm 9, Finansal Araçlar ve Özkaynaklar, Paragraf 9.68, (Çevrimiçi: [http://kgk.gov.tr/Portal.v2Uploads/files./PDF %20linkleri /bobi_frs.pdf](http://kgk.gov.tr/Portal.v2Uploads/files./PDF%20linkleri/bobi_frs.pdf), Erişim Tarihi: 14.04.2018). TMS 32'de geri alınan paylar için yedek akçe ayrılması hususu yer almamaktadır. TTK m. 520'ye atıf yapan BOBİ FRS'de ise yedek akçe ayrılmaktadır.

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ile ilgili Türkiye Muhasebe Standartları (TMS), TMS 32, Finansal Araçlar: Sunum, 33. paragrafında benzer şekilde, *"İşletmenin, özkaynağına dayalı finansal araçlarını yeniden edinmesi durumunda, bu araçlar ("işletmenin geri satın alınan kendi hisseleri") özkaynaktan düşülür. İşletmenin özkaynağına dayalı finansal araçlarının alışından, satışından, ihracından ya da iptalinden dolayı kar veya zarara herhangi bir kazanç ya da kayıp yansıtılmaz. Bunun gibi, işletmenin geri satın alınan kendi hisseleri, işletme tarafından ya da konsolide edilmiş şirketler grubunun diğer üyeleri tarafından geri alınabilir ya da elde tutulabilir. Alınan ya da ödenen tutarlar doğrudan özkaynakta muhasebeleştirilir."* KGK, TMS 32, Finansal Araçlar: Sunum, paragraf 33, (Çevrimiçi: [http://kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files./Dynamic.ContentFiles/T%20C3%BCrkiye%20 Muhasebe%20 Standartlar%C4%B1./TMSTFRS2018Seti/TMS/TMS_32_2018.pdf](http://kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files./Dynamic.ContentFiles/T%20C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1./TMSTFRS2018Seti/TMS/TMS_32_2018.pdf), Erişim Tarihi: 12.05.2017).

⁶³⁵ Birgül Dikmen, *"Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Satın Alması Durumunda Vergilendirme"*, **Vergi Dünyası**, Sayı: 444, Ağustos 2018, s. 15.

iktisap edip sonrasında kârlı bir şekilde çıkartması ile oluşacak pozitif kazanç KVK m. 5/1-ç’de yer almadığından, bu yönde de vergi kanunlarında ayrıca bir belirleme yapılmadığından vergiye tabi olacaktır. Ancak konunun transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı ve fon aktarımı yönlerine önemle işaret edilmiştir. Daha önce ihraç edilmiş veya ödenmiş sermayeyi temsil eden payların ortaktan satın alınmasında emisyon primi oluşmayacaktır.⁶³⁶

KVK m. 5/1-e’ye göre, “*tam mükellefiyete tabi bir başka kurumun sermayesine katılımlardan elde ettikleri kazançları iştirak kazancı*” olarak tanımlamıştır. 1 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği’nde de iştirak payları⁶³⁷ “*hisse senedi ve ortaklık payı*” olarak tanımlanmıştır. Şirketin kendi hissesini -payını- alması “*tam mükellef bir başka kurum*” tanımına aykırıdır. Buradan hareketle KVK m. 5/1-e’deki “*iki tam yıl elde bulundurulmuş iştirak hissesi satış kazancı istisnası*” kapsamında şirketin kendi payları iştirak payı hükmünde olmayacağından, bu maddenin kapsam ve uygulaması dışında kalmaktadır.⁶³⁸ Dolayısıyla KVK m. 5/1-ç ve e’de düzenlenen bu istisnalar, şirketin kendi paylarını iktisap etmesine yönelik olarak düzenlenmediği için iktisap edilen kendi paylarına bu istisnalar uygulanamayacaktır.

Diğer taraftan Gelir İdaresi tarafından verilen bir özalgede, “*birleşme dolayısıyla ayrılma akçesi verilerek şirketiniz tarafından azınlık paylarının satın alınması sırasında rayiç bedel üzerinden ödeme yapılması durumunda, bu azınlık paylarına ilişkin hisselerin nominal değeri ile rayiç bedeli arasındaki fark, GVK m. 40 ve KVK m. 8’de sayılan*

⁶³⁶ İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mayıs 2017, s. 5. Benzer şekilde Dikmen de, “*Anonim şirketlerin çıkartmış olduğu hisse senetlerini TTK hükümleri çerçevesinde geri alarak tekrar satması işlemi normal bir menkul kıymet alım satım işleminden farklı değildir. Dolayısıyla, bu işlemin normal bir satım işlemi olarak değerlendirilerek elde edilen karın kurumlar vergisi matrahına ilave edilmesi ve vergi dışı bırakılmaması gerekir*” şeklinde ifade etmektedir. Dikmen, a.g.m., s. 15.

⁶³⁷ KVK m. 5/1-e hükmünde yer alan, “*iştirak hisseleri, anonim şirket ortaklık payları (SPK’ya göre kurulan yatırım ortaklıkları hisse senetleri dahil), limited şirketlere ait iştirak payları, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin komanditer ortaklara ait ortaklık payları, iş ortaklıkları ve adi ortaklıklara ait ortaklık payları, kooperatiflere ait ortaklık payları*” olarak 1 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği’nin “*5.6.2.2.2. İştirak hisseleri, kurucu senetleri ve intifa senetleri*” başlıklı bölümünde de sıralanmıştır. Dikmen, a.g.m., s. 16.

⁶³⁸ İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mayıs 2017, (Çevrimiçi: http://www.istanbulymmo.org.tr/Data/Platform/2017_MAYIS_23.pdf, Erişim Tarihi: 01.05.2018), s. 4. Benzer şekilde Dikmen’de, “*şirketin kendisinin ortağı olması söz konusu olmayacağından, bu tanım bir şirketin kendi payını kapsamaz. Bu nedenle geri alınan payların satışından doğan kazançlara iki yılı geçse bile kurumlar vergisi istisnası uygulanmamalıdır*” şeklindedir. Dikmen, a.g.m., s. 16.

giderler kapsamına girmediğinden, bu farkın kurum kazancının tespitinde gider yazılması veya zarar olarak dikkate alınması mümkün bulunmamaktadır”⁶³⁹ şeklinde görüş bildirilmiştir.

Özelge, birleşme durumunda ayrılma akçesinin rayiç değeri ile nominal değeri arasındaki fark için verilmiştir. Ancak şirketin kendi paylarını iktisap ettikten sonra zararlar satması halinde de kurum kazancının tespitinde gider yazılması veya zarar olarak dikkate alınması mümkün bulunmayacağı sonucu çıkmaktadır. Şirketin kendi paylarını iktisap etmesinin ardından bu payları iktisap bedelinin üstünde bir tutarla (kârlı bir şekilde) elden çıkartması durumunda oluşacak kâr vergiye tabi olacak, zararlar elden çıkartılması hali ise kurum kazancının tespitinde gider veya zarar olarak dikkate alınmayacaktır.

Şirketlerin kendi paylarını iktisap ettikten sonra elden çıkartmaları halinde vergilendirme ile ilgili diğer bir husus da KDV konusudur. KDVK m. 17/4-g’ye göre, “*hisse senedi teslimleri*” KDV’den istisnadır. Limited şirket payları ise hisse senedi olarak değil, ortaklık payı hükmünde olduğu ve kıymetli evrak vasfı bulunmadığından KDV’ye tabi olacaktır.⁶⁴⁰ Hisse senetleri ve geçici ilmi habere bağlanmış olan anonim şirket payları⁶⁴¹ ise elde bulundurma süresine bakılmaksızın KDV tabi olmayacak ancak limited şirket paylarının elden çıkartılmasında KDV hesaplanacaktır.⁶⁴² KDVK m. 17/4-r’ye göre, “*kurumların aktifinde en az iki tam yıl süreyle bulunan iştirak hisselerinin devir ve teslimi*” KDV’den istisna olmasına rağmen, yukarıda iştirak hisselerinin KVK karşısındaki durumu için yapılan açıklamalarda yer aldığı üzere “*şirketin kendi payları iştirak payı hükmünde olmayacağından*” bu maddenin kapsam ve uygulaması dışında kalacaktır.

Diğer taraftan şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi için “*serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklar*” içerisinde KV’den istisna edilmiş kazançların mevcut olması halinde, bu

⁶³⁹ Büyük Mükellefler Vergi Dairesi Başkanlığı, 14.08.2015 tarih 64597866-125[19-2015]-18880 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/110356/pdf>, Erişim Tarihi: 03.02.2017).

⁶⁴⁰ Limited şirketin iktisap ettiği paylarını elden çıkartması açık bir şekilde KDV’ye tabidir. Bu durumun tek istisnası olabilir, o da iktisap edilen paylar için sermaye azaltımına gidilmesidir.

⁶⁴¹ Bu durumda da anonim şirket payının hisse senedine veya geçici ilmi habere bağlanması gerekmektedir. Aksi durumda KDVK m. 17/4-g hükmü geçerli olmayacaktır.

⁶⁴² İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mayıs 2017, s. 5.

kazançların işletmeden çekilmesi durumunda KV hesaplanması gerekeceğinden, izleyen bölümlerde konu hakkında yapılan değerlendirmelerin dikkate alınması gerekmektedir.

3.2.1.2.2. Ayrılma Akçesinin Kullanılabilir Özkaynaklardan Ödenmesinin Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi

Ayrılma akçesi, payın kalan ortaklar veya üçüncü kişilere devri yolu ile veya bir önceki bölümde yer aldığı üzere şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile ödenemiyor veya bu yöntemler şirket tarafından arzu edilmiyor ise, payın karşılığının şirketin esas sermayesini aşkın mal varlığından (*kullanılabilir özkaynaklardan*) veya kullanılabilir özkaynaklar ödemeye yetmediği durumlarda ise sermaye azaltımı yolu ile ödenmesi gerekmektedir.⁶⁴³

TTK m. 642 gerekçesine göre, “*öz sermaye ayrılma payının ödenmesine yetmiyorsa işlem denetçisi esas sermayeden ödenmesi gereken miktarı belirler*”⁶⁴⁴ şeklindeki belirleme ile ayrılan ortağın payının TTK m. 642 kapsamında ödenmesi durumunda öncelikli olarak kullanılabilir özkaynaklardan ödeme yapılması, yetmediği durumlarda ise esas sermayeden ödenmesi gereken tutarların belirlenerek, sermaye azaltımı yoluna gidilmesine öncelik tanınmıştır.⁶⁴⁵

Ayrılma akçesi TTK m. 642’ye göre, “*kullanılabilir özkaynaklardan veya sermaye azaltım*” yolu ile ödenmesinde “*pay karşılığı ödeninceye kadar ortaklık mevki açık kalır, paya bağlı bütün haklar donar. Şirket tüzel kişiliği bu süre içerisinde paya ait ortaklık haklarından hiç birini kullanamaz, oy veremez, kâr alamaz*”.⁶⁴⁶ Bu paylara ilişkin olarak

⁶⁴³ Şener, **a.g.e.**, s.929-931; Baştuğ, **a.g.e.**, s.96.

⁶⁴⁴ 6335 sayılı Kanun ile ilgili TTK m. 642/2 yürürlükten kaldırıldığından, işlem denetçisi yerine bu işlemi müdür veya adına hareket eden yetkili kişiler ya da mahkemelerce atanacak kişilerin belirlemesi gerekir.

⁶⁴⁵ Şirket malvarlığından bir ödeme bahis konusu olduğunda, bu ödemenin şirket esas sermayesini azaltıp azaltılmayacağına karar vermek için ayrılma akçesi tutarının bilinmesi, ayrılma akçesinin tespit edilmesi gereklidir. Yine de, esas sermayenin azaltılıp azaltılmayacağı hususu şirkete kalmaktadır. Baştuğ, **a.g.e.**, s.96-97.

Kullanılabilir özkaynakların içerisinde, sermayeye ilavesi dışında başka bir hesaba nakledilmesi ve işletmeden çekilmesi durumunda vergilendirilecek ve/veya vergilendirilmesi ile birlikte cezalı bir işleme muhatap tutulacak KV’den istisna edilmiş kazançlar bulunması durumunda, şirket ortakların nakdi katılma paylarından oluşan esas sermayenin azaltılmasına da karar verebilir. Bu şekilde şirket, vergi ve ceza yükümlülüğünden kaçınabilir.

⁶⁴⁶ Baştuğ, **a.g.e.**, s.92.

şirket tüzel kişiliğinin herhangi bir tasarrufu bulunmadığından ve bu paylara ilişkin ödeme tamamlanıncaya kadar şirketin ve kalan ortakların bu paylar üzerinde bir tasarrufu olmayacağı sonucu çıkmaktadır. Bu durum tasarruf yetkisini elinde bulunduran şirketin, ayrılan ortağın ayrılma akçesini (kullanılabilir özkaynaklardan veya sermaye azaltımı yolu ile) ödeme veya ayrılan ortağın payını ortak/ortaklara veya üçüncü kişilere devretmesine kadar devam edecektir. Ödemenin tamamlanması veya ayrılan ortağın payının kalan ortaklardan birine veya üçüncü kişiye satılması halinde ise yukarıda bahsi geçen kullanılamayan haklar tekrar kullanılabilir.

Kullanılabilir özkaynaklardan -diğer bir ifade ile “*sermayeyi aşkın malvarlığından*”- yapılan ödemelerle ayrılma akçesinin karşılığı ödendiğinde ayrılan ortağın payı, şirketin kendi paylarını iktisap yolu ile edinmesinde olduğu gibi, bu şekilde yapılan bir ödeme ile birlikte artık çıkarılan ortağın payı kesin olarak şirkete geçmiş olur yani ortağın payını şirket edinmiş olur. Şirket bu payda dilediği gibi tasarruf edebilir. İster payı bir üçüncü kişiye devreder, isterse amortismanına tabi tutabilir.⁶⁴⁷

Kullanılabilir özkaynaklar, esas sermaye haricinde şirketin ekonomik faaliyetleri sonucunda TTK, vergi kanunları veya diğer mevzuattan kaynaklanan bir şekilde tasnif edilmiş kazançları olarak tanımlayabiliriz. Bu kaynaklar içerisinde yedek akçeler ve geçmiş yıl karlarında olduğu üzere kazançların bu hesaplara intikali öncesinde KV’e tabi tutulmuş kazançlar yer alabildiği gibi, vergi kanunlarınca istisnaya tabi tutulup vergilendirilmemiş kazançlar da yer alabilmektedir. Ayrılma akçesi için kullanılabilir özkaynaklardan yapılacak ödemelerde, bu ödeme için kullanılacak kaynağın dayanağı

⁶⁴⁷ Ayhan Alkan, Sermaye Şirketleri (Anonim Ve Limited) ile Kooperatiflerde Çıkan ve/veya Çıkarılan Ortaklarla Hesaplaşma Üzerine Bir İnceleme, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010, s. 219; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 96-99.

Payın itfası nedeniyle ortadan kalkan pay, diğer ortakların payı oranında dağıtılır. Her halükarda durumun tescil ve ilanı gerekmektedir. Alkan, **a.g.e.**, s. 219; Baştuğ, **a.g.e.**, s. 96-99.

Ortağın şirketten ayrılması ve ayrılan ortağının payının kalan ortak veya ortaklarca paylaşılması halinin tescil edilmesi gerekir. Ayrılma hali ortaklararası işleme dayanıyorsa (esas sözleşme, ortaklar genel kurul kararı gibi) Ticaret Sicil Yönetmeliği (TSY) m. 22/e-4’e göre, “*limited şirketlerde, genel kurul kararlarında tescile tabi olguların bulunması halinde, müdürler*”in ayrılma hali ve ayrılan ortağın payının kalan ortaklara nasıl dağıtıldığı hususunu tescil ettirmesi gerekir. Çıkma ve çıkarılma, mahkeme kararı ile gerçekleştiği durumlarda çıkan veya çıkarılan ortağın payı ile ilgili olarak kararda yer verilmesi gerekir. Aksi durumda, çıkma ve çıkarılma hali tescil edilsede, payın durumu için ayrıca tespit davası açılması gerekir. TSY m. 26’ya göre, “*mahkemenin veya resmi bir kurumun, bir olgunun resen tesciline ilişkin kararını alan müdürlük, bu kararı resen tescil eder*”.

vergi ve diğer kanunlarındaki istisna şartlarına istinaden vergilendirilmesi gerekmektedir.⁶⁴⁸

Kullanılabilir özkaynaklardan yapılan ödemeler sonucunda şirketin edindiği bu payların kalan ortaklara veya üçüncü kişilere satılması durumunda şirketin kendi paylarını iktisap etmesinde yer verilen vergilendirme durumları ile aynı olacaktır.

Kullanılabilir özkaynakların ayrılma akçesinin ödenmesinde vergilendirme ile ilgili karşılaşılabilecek diğer bir husus ise bu kaynakların şirket tarafından kullanılmasına bağlı olarak kâr dağıtımı olarak kabul edilip, bu tutarlar üzerinden tevkifat yapıp yapılmayacağıdır. Özkaynaklar içerisinde yer alan KV veya başka kanunlar tarafından istisna edilmiş kazançlar ya da KV'ye tabi tutulmuş kazançların, ayrılma akçesinin ödenmesinde şirket tarafından kullanılması ortaklara yapılan bir *“kâr dağıtımı”* sayılmayacağından tevkifat yapılmayacaktır.

Sermaye azaltımının vergi mevzuatı açısından değerlendirilmesi bölümünde detayları ile yer verilen Özelge’de, ortaklara verilen ayrılma akçesi dolayısıyla ayrıca, *“vergi sonrası dağıtılan kazancın ise kâr dağıtımına bağlı vergi kesintisine tabi tutulması”* istenilmiştir. Şirketten ayrılan ortağa verilen ayrılma akçesinin şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile ve kullanılabilir özkaynaklardan veya sermaye azaltımı ile ödenmesi durumunda, GVK m. 94 kapsamında kâr dağıtımına tabi tutulmaması gerekir. Çünkü GVK m. 94/6-b’ye göre, tevkifat yapılabilmesi için GVK m. 75/2-1 ile 5 fıkralarında yer alan *“kâr paylarının”* dağıtılması gerekmektedir.⁶⁴⁹

⁶⁴⁸ Kurum kazancından istisna edilen kazançlarla ilgili olarak KVK m. 5 ve 1 Seri Nolu KVK Genel Tebliği’nin *“5. İstisnalar”* bölümünde yer alan veya başka kanunlarda yer alan istisna ve muafiyet hükümlerine bakılması gereklidir. KVK m. 35’e göre, *“diğer kanunlardaki muafiyet, istisna ve indirimlere ilişkin hükümlerin, kurumlar vergisi bakımından geçersiz olduğu; kurumlar vergisi ile ilgili muafiyet, istisna ve indirimlere ilişkin hükümlerin, ancak bu Kanun’a, GVK’ya ve VUK’a hüküm eklenmek veya bu kanunlarda değişiklik yapılmak suretiyle düzenleneceği ve uluslararası anlaşma hükümlerinin saklı olduğu hüküm altına alınmış olup”*, KVK geçici m.1/9’a göre, 1.1.2007 tarihinden önce *“başka kanunlarda yer alan muafiyet, istisna ve indirimler bakımından 35. Madde hükmü uygulanmaz.”*

⁶⁴⁹ GVK m. 75’e göre, *“kaynağı ne olursa olsun aşağıda yazılı iratlar menkul sermaye iradı sayılır: 1. Her nevi hisse senetlerinin kâr payları 2. İştirak hisselerinden doğan kazançlar (Limited Şirket ortaklarının, iş ortaklıklarının ortakları ve komanditerlerin kâr payları ile kooperatiflerin dağıttıkları kazançlar bu zümreye dahildir. Kooperatiflerin ortakları ile yaptıkları muamelelerden doğan kârların ortaklara, kooperatifle yaptıkları muameleler nispetinde tevzii, kazanç dağıtımı sayılmaz.), 3. Kurumların idare*

GVK m. 75 ve 94’te ayrılma akçesine ilişkin hüküm bulunmadığından, ayrılma akçesinin şirket tarafından ayrılan ortağa ödenmesi “*kâr dağıtımı*” kapsamında değerlendirilemez. Ayrılma akçesi, GVK mük. m. 80’de yer alan hükümlere göre vergilendirilmesi gerekir. GVK mük. m. 80/1’e göre, “*menkul kıymet şekline dönüştürülmemiş anonim şirket ve eshamlı komandit şirket payları da dahil olmak üzere ortaklık haklarının veya hisselerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar*” olarak bu madde hükmüne göre vergilendirilmektedir. Ortağın şirketten ayrılması durumunda vergilendirme GVK mük. m. 80’e göre yapıldığı, ayrılma akçesinin ödenmesi ile ilgili olarak ödeyen taraf olan şirketin “*kâr dağıtımına*” bağlı vergi kesintisi yapmasının vergi kanunları açısından herhangi bir dayanağı bulunmamaktadır.

Ayrılma akçesinin ödenmesinde şirketten çekilecek olan kullanılabilir özkaynaklar içerisinde KV’den stisna edilmiş kazançlar varsa bu kazançlar üzerinden KV hesaplanması gerekmektedir. Ancak ayrılma akçesinin ödenmesine istinaden şirketten çekilen bu kaynaklar “*kâr dağıtımı*” hükmünde olmadığından –kâr dağıtımına bağlı olarak- GV kesintisi yapılmaması gerekir.

3.2.1.2.3. Sermaye Azaltımının Vergi Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi

Sermayenin azaltılması, finansal durum tablosunun özkaynak kısmında yer alan, esas sözleşmede yazılı ve ticaret siciline tescil edilmiş olan sermayenin itibari değerinin tutar olarak indirilmesidir.⁶⁵⁰ Ortağın şirketten ayrılması halinde, eğer ayrılma akçesi başka bir ortak, üçüncü bir kişi veya şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yolu ile el değiştirmiyorsa, ayrılan ortağın ayrılma akçesi şirket esas sermayesi azaltılarak ödenir.

TTK m. 592’ye göre, anonim şirketlerin esas sermayenin azaltılmasına ilişkin TTK m. 473-475 hükümleri “*limited şirketlere kıyas yoluyla uygulanır*”. TTK m. 473/5’e göre sermayenin azaltılması ile sermaye tutarı, TTK m. 332’de belirlenen asgari sermaye

Meclisi Başkan ve üyelerine verilen kar payları; 4. Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca yıllık veya özel beyanname veren dar mükellef kurumların, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından, hesaplanan kurumlar vergisi düşüldükten sonra kalan kısmı”.

⁶⁵⁰ Tekinalp, a.g.e., s. 117.

tutarının altına indirilemez. Asgari sermaye limited şirketler açısından, TTK m. 580'e göre 10.000 TL olarak belirlenmiştir.⁶⁵¹ Bu tutarın altında veya özel kanunları ile asgari sermaye tutarı belirlenen şirketlerde,⁶⁵² belirlenen tutara kadar esas sermaye azaltılarak ortağın ayrılma payı ödenebilir. Esas sermayenin, bu asgari tutarın altına indirilmesi yasal olarak mümkün olmadığından, ya kalan ortaklar tarafından bu sermaye tutarı korunması gerekecek ya da bu tutar korunmadığı durumlarda ise şirketin feshi gerekecektir.⁶⁵³

Sermaye azaltımının, *“ortaklar tarafından nakden veya aynen yapılan ödemelerden kaynaklanması halinde, -mükellefiyet statüsüne bakılmaksızın- ortakların esas olarak işletmeye koydukları sermayeyi TTK hükümleri çerçevesinde geri almış olmaları nedeniyle”* vergilendirme işlemi yapılmamaktadır.⁶⁵⁴ Bu durumda -genelde- ortağın şirketten ayrılmasında alacağı ayrılma akçesi tutarı, şirkete getirdiği katılma payı ile aynı tutarda veya daha düşük bir tutarda ise sermaye azaltımının sadece ortaklar tarafından şirkete aynen ve nakden getirilen tutarlardan oluştuğundan bahisle herhangi bir vergilendirme söz konusu olmamaktadır.

⁶⁵¹ Şener, **a.g.e.**, s. 931.

⁶⁵² Örnek olarak, *“şirket fuarcılık alanında faaliyet göstermek amacıyla kuruluyorsa sözleşmelerinde münhasıran fuar ve sergi, tanıtım, organizasyon, reklam, yayıncılık vb. faaliyetlerde bulunacaklarını belirtmiş olmalı ve yurtiçi fuar organizasyonu yapan şirketlerde en az 250.000 TL, yurtdışı fuar organizasyonu yapan şirketlerde en az 200.000 TL sermayesi olmalı”*dır, (Çevrimiçi: http://www.ito.org.tr/wps/portal/tescil-ilan-kurulus?WCM_GLOBAL_CONTEXT=kurulus., (Erişim Tarihi:01.05.2017). Bu yönde bir belirleme şirketin ilgili faaliyette bulunması ile ilgili olup, özel kanunlarında asgari sermayenin TTK'dan daha yüksek tutarda belirlenmesi sadece o faaliyet yapılmasına engel olacak, şirketin tasfiyesine neden olmayacaktır.

⁶⁵³ Baştuğ, **a.g.e.**, s. 100.

⁶⁵⁴ Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB), Ankara Vergi Dairesi Başkanlığı, 30.07.2013 tarih 38418978-125 [6-12/7]-809 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/96551/pdf>; (Erişim Tarihi: 01.05.2017); İzmir Vergi Dairesi Başkanlığı, 08.08.2012 tarih B.07.1.GİB. 4.35.16.01 -125-741 sayılı Özelgesi, <http://www.gib.gov.tr/node/94015/pdf>, Erişim Tarihi: 01.05.2017); İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı, 05.12.2012 tarih 62030549-125 [9-2012/58] -3132 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/93181/pdf>, Erişim Tarihi: 01.05.2017); Gaziantep Vergi Dairesi Başkanlığı, 30.12.2011 tarih B.07.1. GİB. 4.27.15.01-11-515-56-77 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/100108/pdf>, Erişim Tarihi: 01.05.2017).

Bir önceki bölümde bahsi geçen “birleşme durumunda ayrılma akçesi” içerikli Özelge’nin⁶⁵⁵ tekrarı ile ayrılma akçesinin azınlık paylarının satın alınması⁶⁵⁶ dolayısıyla şirketçe yapılacak sermaye azaltımında;

- “Öncelikle, daha önce sermayeye eklenmiş olan enflasyon düzeltmesi olumlu farklarının şirketinizden çekildiğinin kabulü ile şirketinizden çekilen tutarların önce kurumlar vergisine ve vergi sonrası dağıtılan kazancın ise kâr dağıtımına bağlı vergi kesintisine tabi tutulması”,
- “Daha sonra, önceki yıllarda şirket sermayesine eklenmiş olan yasal yedeklerin işletmeden çekildiğinin kabulü ve çekilen tutarların elde edenin hukuki niteliğine göre kâr dağıtımına bağlı vergi kesintisine tabi tutulması”,
- “Son olarak ise işletmeden çekilmesi halinde vergilendirilmeyecek aynı ve nakdi sermayenin işletmeden çekildiğinin kabulü gerekmektedir”,⁶⁵⁷

şeklinde verilen Özelge’de ayrılma akçesi ödemesinde sermaye azaltımında öncelikle KV’den istisna edilerek “sermayeye daha önce eklenmiş olan gelirler”,⁶⁵⁸ “yeniden değerlendirme değer artış fonu”,⁶⁵⁹ “maliyet artış fonu, enflasyon düzeltmesi olumlu

⁶⁵⁵ Büyük Mükellefler Vergi Dairesi Başkanlığı, 14.08.2015 tarih 64597866-125[19-2015]-18880 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/110356/pdf>, Erişim Tarihi: 03.02.2017). Benzer yönde İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı, 16.03.2018 tarih 62030549-120[94-2015/203]-268414 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/130844/pdf>, Erişim Tarihi: 03.07.2018).

⁶⁵⁶ Özelge’de “satın alma” ifadesi kullanılmış olsa da, ifade payların “ödenmesi” açısından değerlendirilmesi gerekir. Nihayetinde TTK m. 379/3’e göre “*iktisap edilecek pay bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif, en az esas ve çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilemeyen yedek akçeler toplamı kadar olmalıdır*” hükmü gereğince şirketin kendi paylarını alabilmesi için serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklarının bulunması gerekmektedir. Sermaye azaltımı şeklindeki bir ödeme türünde, payın satın alınmasından bahsedilemez.

⁶⁵⁷ Daha önce sermayeye ilave edilen ve sermayeye ilave edilmesi vergiden istisna edilen gelirlerin sermaye azaltımına gidilmesi suretiyle işletmeden çekilmesinde “*vergi güvenliği*” sağlanması amacıyla sermayeyi oluşturan unsurların oranlarında azaltılan sermayeden vergiden istisna edilen gelirlerin çekildiğini varsaymak, sermaye toplamından hangi unsurların çekildiğini bilinemeyeceğinden, vergilendirme açısından daha kabul edilebilir çözüm yolu olacaktır.

⁶⁵⁸ Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB), İzmir Vergi Dairesi Başkanlığı, 08.08.2012 tarih B.07.1. GİB.4.35. 16.01-125-741 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/94015/pdf>, Erişim Tarihi: 01.05.2017).

⁶⁵⁹ Yeniden değerlendirme, 213 sayılı VUK’un mük. m. 298’de yer almakta iken 17/12/2003 tarihi ile bu uygulama yerine enflasyon düzeltmesi uygulaması getirilmiştir.

farkları”,⁶⁶⁰ “*taşınmazlar ile iştirak hisselerinin satışından elde edilen kazançlar*”⁶⁶¹ gibi KV’den istisna edilmiş gelirlerin sermayeden çekildiği kabul edilerek, daha önce sermayeye ilave edilmiş bu gelir ve kazançlar üzerinden KV’nin hesaplanması istenilmektedir. Gelir İdaresi, bu konuda sermayeye daha önce KV’den istisna edilen gelir ve kazançların sermayeden çekilmesi durumunda zamanında tahakkuk etmemiş olan vergilerin hesaplanarak beyan edilmesi yönünde görüş bildirmektedir.⁶⁶²

Ayrılma akçesinin şirket tarafından sermaye azaltım yolu ile ödenmesinde, KV’den istisna edilmiş kazançların işletmeden çekilmesi durumuna bağlı olarak vergilendirilmesi gerekir. Sermaye azaltımında her ne kadar vergi idaresinin görüşü öncelikli olarak istisna edilmiş kazançların işletmeden çekildiğinin varsayılması olsa da, ayrılma akçesinin ödenmesinde önce ayrılan ortağın şirkete koyduğu nakdi ve aynı sermayenin şirketten çekildiğinin varsayılması gerekir. Bu tutar ayrılma akçesinin ödenmesine yetmediği durumlarda ise esas sermayeyi oluşturan ortakların şirkete getirdikleri nakdi veya aynı sermayeler, geçmiş yıl karlarını istisna hükümlerine göre şirketten belirli bir süre sonra çekilmesinde vergilendirilmeyecek şirket kazançları ve şirketten çekilmesi KV’ye tabi olan sermaye unsuru ve şirket kazançlarından ayrılan ortağın payı oranında çekildiğinin kabulü gerekmektedir. Ayrıca, önceki bölümde yer verdiğimiz üzere ayrılma akçesinin ödenmesinde sermaye azaltımı sonrasında kâr dağıtımı bağlı tevkifat yapılmayacaktır.

⁶⁶⁰ VUK mük. m. 298/5’e göre, “*pasif kalemlere ait enflasyon fark hesapları, herhangi bir suretle başka bir hesaba nakledildiği veya işletmeden çekildiği takdirde, bu işlemlerin yapıldığı dönemlerin kazancı ile ilişkilendirilmeksizin, bu dönemde vergiye tâbi tutulur.*”

⁶⁶¹ 5422 sayılı KVK geçici m. 28 ve 5520 sayılı KVK m. 5/1-e’ye göre taşınmazlar ile iştirak hisselerinin elden çıkartılmasından kaynaklanan gelirlerin belirli şartlarda sermayeye ilave edilmesi kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

⁶⁶² Sermaye azaltımında KV’den istisna edilen gelirlerin sermayeye eklenmesi ve ardından sermaye azaltımına gidilmesi konusunda mükellefler hakkında yapılan tarhiyatların yargıya taşınması sonucunda İstanbul 1 No.lu Vergi Mahkemesince verilen 30.06.2017 tarih 2017/457 E.2017/K. 1611 sayılı, 30.06.2017 tarih 2017/456 E. 2017/K. 1609 ve 30.06.2017 tarih 2016/2903 E. 2017/K. 1605 sayılı kararlarında özetle, “*vergiden istisna edilerek sermayeye ilave edilen yeniden değerlendirme fonu, özel fonlar, maliyet artış fonu, enflasyon düzeltmesi olumlu farkları gibi zamanla iç kaynaklara dönüşmüş fonların daha sonra sermaye azaltımı suretiyle işletmeden çekilmesi durumunda vergilendirme yapılabileceğine ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır*” yönünde mahkeme, sermaye azaltımı dolayısıyla şirketten çekilen payların vergilendirilemeyeceğine karar vermiştir. İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mart 2018, (Çevrimiçi: http://www.istanbulymmo.org.tr/Data/Platform/2018_MART_14.pdf, Erişim Tarihi: 02.05.2017), s. 6.

Konu hakkında verilen özelgeler ve mahkeme kararları özel nitelikteki düzenleme ve kararlar olduğundan idarenin ve yargının görüşleri farklılık arzedeblecektir.

3.2.2. Ayrılma Akçesinin Muhasebeleştirilmesi

Ayrılan ortağın payının, ortaklardan biri veya üçüncü kişi tarafından satın alınması durumunda ticaret siciline tescil ve pay defterine kayıt yapılması gerekecektir. Ayrılan ortağın ayrılma akçesinin şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, kullanılabilir özkaynaklardan yapılan ödemeler ve sermaye azaltımı yolu ile ödenmesi durumlarında ise şirket tarafından muhasebeleştirilmesi aşağıdaki gibi olacaktır.

3.2.2.1. Şirketin Kendi Paylarını İktisabı Yolu ile Ayrılma Akçesi Ödenmesinin Muhasebeleştirilmesi

TTK m. 379/1 ve 612/1'e göre, *“şirketin alacağı payların itibari değerlerinin toplamı esas sermayenin % 10'nunu aşmıyorsa”* ve TTK m. 612/2'ye göre ise de, *“şirket sözleşmesinde öngörülen veya mahkeme kararıyla hükme bağlanmış bulunan şirketten çıkma ya da çıkarma dolayısıyla, esas sermaye paylarının iktisabı halinde, birinci fıkradaki üst sınırın % 20 olarak uygulanabileceğine”* yer verilmiştir.

Pay geri alım işlemlerinin muhasebeleştirilmesi ile ilgili olarak muhasebe alanyazınında üç farklı yöntem önerilmiştir. Pay geri alım işlemleri, maliyet yöntemi, nominal değer yöntemi ve geri çekilmiş sayma yöntemi olmak üzere üç yöntem kullanılmak suretiyle muhasebeleştirilebilmekte olup, her üç yöntemde de geri alınan paylar ve ilgili işlemler özkaynakla ilişkilendirildiği için TMS/TFRS uyarınca kabul edilebilir yöntemler olarak değerlendirilmektedir.⁶⁶³

Türk vergi ve muhasebe uygulamalarında ve Tek Düzen Hesap Planı (TDHP)'nda geri alınan payların muhasebeleştirileceğine yönelik özel bir hesap veya düzenleme mevcut değildir.

⁶⁶³ Burak Pirgari, Semra Karacaer, *“Borsa Şirketlerinin Pay Geri Alım İşlemlerine Yönelik TMS/TFRS Uygulamaları”*, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 66, Nisan 2015, s. 110.

Pay geri alım işlemlerinin muhasebeleştirilmesi kapsamında maliyet yöntemi uygulaması, payların ilk ihracı veya limited şirketler açısından kuruluş ve sermaye artırımını esnasındaki sermaye tutarları ile geri alınan paylar ilişkilendirilmeksizin muhasebeleştirilmektedir. Bu yöntemde, geri alınan paylar için özkaynakta indirim hesabı açılmakta ve geri alınan paylar satın alma maliyeti üzerinden bu hesaba kaydedilmektedir. Nominal değer yönteminde, maliyet yöntemine benzer şekilde geri alınan paylar için özkaynakta indirim hesabı açılmakta ve fakat paylar bu hesaba nominal değeri kaydedilmektedir. Geri çekilmiş sayma yönteminde ise özkaynak altında indirim hesabı açılması yerine, doğrudan sermaye hesabından geri alınan paylar itfa ediliyormuş gibi indirilmek suretiyle muhasebeleştirilmektedir.⁶⁶⁴

KVK tarafından bir önceki bölümde yapılan belirlemeler ve geri alınan payların alış ve satış bedelleri arasında oluşacak farklar için TMS 32 ve BOBİ FRS Bölüm 9 kapsamında özkaynaklarda muhasebeleştirilmesi öngörüldüğü ve vergisel durumların açık bir şekilde muhasebeleştirilmesi amacıyla sermaye hesabını düzenleyici olarak

- “510 Geri Alınan Paylar Hesabı (-)”,
- “511 Geri Alınmış Paylara İlişkin Primler Hesabı (+)” ve
- “512 Geri Alınmış Paylara İlişkin İskontolar Hesabı (-)”,⁶⁶⁵

hem geri alınan payların muhasebeleştirilmesi hem de vergi uygulamaları açısından kullanımı daha uygun olacaktır. Geri alınan paylar elden çıkartıldıkları veya sermaye

⁶⁶⁴ Pirgarip, Karacaer, *a.g.m.*, s. 108-109. Yazar, “maliyet, nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemlerinden biri takip edilerek yapılabilecek olmakla birlikte; maliyet yönteminin şirketlere, payların ilk ihracında oluşturulan hesapların yeniden çalıştırılmasına ihtiyaç olmadığı dikkate alınarak, büyük kolaylık sağlayacağı; bu nedenle de geri alınan payların itfa edilmesine yönelik bir niyet bulunmadıkça maliyet yönteminin kullanılmasının uygun olacağı”nı belirtmiştir. Pirgarip, Karacaer, *a.g.m.*, s. 125.

⁶⁶⁵ Geri alınan paylarla ilgili hesaplar Otlu, Bekçi ve Karataş (2014), Pirgarip, Karacaer (2015), Dikmen (2018) ve Kaval (2016)’dan faydalanılarak hazırlanmıştır. Kaval’a göre, bu kayıta “510 Geri Alınan Paylar hesabı kullanılmış olup, aslında Tekdüzen Hesap Planı’nda bu şekilde bir hesap yer almamaktadır. Uygulamada ise bu hesap yerine 110 Hisse Senetleri veya 240 Bağlı Menkul Kıymetler hesaplarının tercih edildiği görülmektedir. Alımın bir yatırım olmadığı, aktifte yer almayıp, özkaynaklardan düşülerek bilançoaya alınacakları standartlar tarafından öngörülen bir durum olması sebebiyle 510 Geri Alınan Paylar hesabı açılmıştır. Böyle bir işin niteliğine ilişkin bir hesabın kullanılması Tekdüzen Muhasebe Uygulama Tebliği’ne de aykırı değildir”. Hasan Kaval, “Geri Alınan Payların Vergilemesinde ve Muhasebesinde Sorunlar”, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt: 2, Sayı: 2, 2016, s. 109.

azaltımı yolu ile itfa edildiklerinde bu paylara ilişkin primler/iskontolar üzerinden vergisel yükümlülükler hesaplanması ardından bu hesaplar özkaynaklardaki yedek hesapları ile de kapatılabilecektir.

Diğer taraftan alanyazınında geri alınan payların “520 Hisse Senedi İhraç Primleri Hesabı” kullanılmak suretiyle muhasebeleştirildiğine rastlanılmış olsa da hem limited şirketler hem de halka açık olmayan anonim şirketler açısından bu hesap kullanılabilir olmadığı için yukarıda yer verilen diğer hesapların kullanılması tercih edilmiştir.

Şirketten çıkması ortaklar genel kurul kararı sonucunda yapılan ayrılma sözleşmesi ile kesinleşen ortağın şirketteki itibari pay değeri 100.000 TL olup, şirket şirket esas sermayesinin % 10’na tekabül etmektedir. Ayrılma akçesinin değerlemesi sonrasında paylar için 150.000 TL ayrılma payının ödenmesi, ödenecek bedelin TTK m. 612 hükmü gereğince şirket tarafından iktisap edilmesi ve TTK m. 520 göre, yedek akçe ayrılması aşağıdaki şekilde muhasebeleştirilecektir.⁶⁶⁶

	0X.0X.2018		
1	510 GERİ ALINAN PAYLAR HESABI 102 BANKALAR HESABI (Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi) 0X.0X.2018	150.000	150.000
2	570 GEÇMİŞ DÖNEM KARLARI H. 540 YASAL YEDEKLER HESABI (İktisap edilen paylar için yedek akçe ayrılması) / /	150.000	150.000

⁶⁶⁶ Örnek, Otlu, Bekçi ve Karataş (2014), Pirgarip, Karacaer (2015), Dikmen (2018) ve Kaval (2016)’dan faydalanılarak hazırlanmıştır.

İktisap Edilen Payların Elden Çıkarılması:

Yukarıda yer alan örnekteki itibari değeri 100.000 TL olan ve 150.000 TL'ye ortağın ayrılma akçesi olarak geri alınan esas sermaye payları, şirket dışından bir kişiye 200.000 TL'ye satılmıştır.

	0X.0X.2018		
1	102 BANKALAR HESABI 510 GERİ ALINAN PAYLAR H. 511 GERİ ALINMIŞ PAYLARA İLİŞKİN PRİMLER HESABI ⁶⁶⁷ (Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi)	200.000	150.000 50.000
2	0X.0X.2018		
	540 YASAL YEDEKLER HESABI 570 GEÇMİŞ DÖNEM KÂRLARI HESABI (Yasal yedekler hesabının serbest bırakılması)	150.000	150.000
	/ /		

Yukarıdaki kayıtlar TMS/TFRS'ye uygun şekilde yapılmıştır. Ancak oluşacak kârın vergilendirilmesi amacıyla “511 Geri Alınmış Paylara İlişkin Primler Hesabı” yerine “679 Diğer Olağandışı Gelir ve Kârlar Hesabı” veya “645 Menkul Kıymet Satış Kârları Hesabı” kullanılmak suretiyle önce vergi dönem vergi matrahının oluşması için gerekli hesaplara alınıp vergi hesaplandıktan sonra kalan tutarlar “511 Geri Alınmış Paylara İlişkin Primler Hesabına” aktarılabilir. Bu şekilde satış kârı dönem sonunda kar zarara devredilecek ve dönem kârı üzerinden 50.000 TL'nin vergisi ödenmiş olacaktır. Yılsonu

⁶⁶⁷ Geri alınan paylar hesabında yer alan payların primli olarak satılması durumunda vergi kanunlarınca istisna tanınmadığından dolayı “520 Hisse Senetleri İhraç Primleri Hesabı”, vergi yönünden istisnâli kazançtan kaynaklandığı nedeni ile ayrı bir hesabın kullanılmasında kullanışlı olacaktır. Bu şekilde KVK'da istisna olarak yer alan hisse senedi ihraç primleri ile geri alınan payların primli bir şekilde elden çıkartılması dolayısıyla istisna tabi olmayan ve vergi kanunlarınca bu tutar üzerinden vergi hesaplanması gerekliliği nedeniyle bu hesap tercih edilmiştir. Söz konusu hesap, kaynak bilgisi yer verilen çalışmada yer almaktadır. Bunun içinde “511 Geri Alınmış Paylara İlişkin Primler Hesabı” kullanılabilir. Bir çalışmada ise bu primli satışlar için “524 Geri Alınmış Hisse Senedi İhraç Primleri Hesabı” tercih edilmiştir. Pirgari, Karacaer, a.g.m., s. 110. Ancak söz konusu hesap TDHP'de maliyet artış fonu için kullanıldığı için 511 No'lu hesap çalışmamızda tercih edilmiştir.

Diğer taraftan bir çalışmada ise “511 Geri Alınmış Paylara İlişkin Primler Hesabı” yerine “645 Menkul Kıymet Satış Karları Hesabı” kullanılmıştır. Kaval, a.g.m., s. 110-11

itibariyle bilançoda 370 Dönem Kârı Vergi ve Yasal Yükümlülükler kaleminde kurumlar vergisi oranında yükümlülük yansımış olacaktır.⁶⁶⁸

0X.0X.2018		
1	102 BANKALAR HESABI	100.000
	512 GERİ ALINMIŞ PAYLARA İLİŞKİN İSKONTOLAR HESABI	50.000
	510 GERİ ALINAN PAYLAR HESABI	
	(Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi)	
0X.0X.2018		
2	540 YASAL YEDEKLER HESABI	150.000
	570 GEÇMİŞ DÖNEM KÂRLARI HESABI	
(Yasal yedekler hesabının serbest bırakılması ⁶⁶⁹)		
/ /		

3.2.2.2. Şirketin Kullanılabilir Özkaynaklardan Ayrılma Akçesini Ödenmesinin Muhasebeleştirilmesi

Şirket ayrılma akçesi ödemesini kullanılabilir özkaynaklarından kısmen veya tamamen yapması durumunda, ayrılan ortağın bu kaynaklardan ödendiği tutara isabet eden orandaki payları şirkete geçmiş olur. Bu durumda ortak sanki payını ayrılmadan önce şirkete devretmiş gibidir.

Şirket, ayrılan ortak pay karşılığını (ayrılma akçesini) sermayeyi aşkın mal varlığından ödediğinde, ayrılan ortağın payı şirkete geçmiş olur. Bu durumda sanki ortak ayrılma payını şirkete devretmiş gibidir. Şirket paya dilediği gibi tasarruf eder. Dilerse payı üçüncü kişiye devreder, dilerse amortismanına tabi tutar.⁶⁷⁰ Kullanılabilir özkaynaklardan yapılan ödeme sonrasında paylar, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi kapsamında bir önceki bölümde yapılan muhasebe kayıtlarına uygun bir şekilde yapılması gerekmektedir.

⁶⁶⁸ Kaval, *a.g.m.*, s. 110-11.

⁶⁶⁹ Otlu, Bekçi ve Karataş, *a.g.m.*, s. 294. Söz konusu örnekteki “520 Hisse Senedi İhraç Primleri” hesabı Kaval (s. 112) tarafından “655 Menkul Kıymet Satış Zararları” hesabına alınmak suretiyle payların alış satış bedelleri arasındaki fark gelir tablosu hesaplarına aktarılmıştır.

⁶⁷⁰ Baştuğ, *a.g.e.*, s. 98.

Kullanılabilir özkaynaklardan kısım kısım yapılan ödemelerde, şirket bu ödemelerin bir kısmını sermaye azaltımı ile yapabileceği gibi bir kısmını kendi paylarını iktisap etme şeklinde iktisap ettikten sonra ortak veya üçüncü kişilere devredebilir veya yine sermaye azaltımı yoluna gidebilir. Bu nedenle, ödemenin kaynağı ile ödeme sonrasındaki satış veya sermaye azaltımına göre muhasebeleştirme işlemlerinin yapılması gerekmektedir.

3.2.2.3. Ayrılma Akçesinin Sermaye Azaltımı Yolu ile Ödenmesinin Muhasebeleştirilmesi

Ayrılma akçesinin ödenmesinde sermaye azaltımı ile ilgili vergi uygulamalarına önceki bölümlerde yer verilmiştir. Buna göre ayrılma akçesinin ödenmesi için şirketin kullanılabilir özkaynaklarının yeterli olmadığı veya tercih edilmediği durumlarda sermayenin azaltılması gerekmektedir. Sermaye azaltımı doğrudan yapılabileceği gibi, şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile edindiği paylar için de sermaye azaltımı yaparak, iktisap edilen paylar itfa edilebilecektir.

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi başlığında yer alan örnekte 100.000 TL itibari değeri olan ve 150.000 TL'ye geri alınan paylar için sermayenin azaltılmasına karar verilmiştir.⁶⁷¹

	0X.0X.2018		
1	500 SERMAYE HESABI 540 YASAL YEDEKLER HESABI 510 GERİ ALINAN PAYLAR HESABI <i>(Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi)</i>	100.000 50.000 150.000	
2	0X.0X.2018 540 YASAL YEDEKLER HESABI 570 GEÇMİŞ DÖNEM KÂRLARI HESABI <i>(Yasal yedekler hesabının serbest bırakılması)</i>	100.000 100.000	
	/ /		

⁶⁷¹ Şirketin iktisap ettiği paylar nedeniyle sermayesini azaltmasında, sermayeye daha önce ilave edilen ve vergiden istisna edilen kazançlar göz ardı edilmiştir.

Yukarıda yer alan örnekte sermayenin tamamının ortaklar tarafından nakden veya aynen ödendiği varsayılmıştır. Sermayeye ortakların katılma payları haricinde şirket kaynaklarından sermaye artırımını yapılması durumunda vergilendirilmesi için sermayenin azaltılması halinde vergilendirme bölümünde yer verdiğimiz hususlara dikkat edilmesi gerekmektedir.

Yukarıda yer alan durumda öncelikli olarak şirketin kendi paylarını iktisap ettikten sonra sermaye azaltımı yolu itfa etmiştir. Ayrılma akçesinin tamamı sermaye azaltım yolu ile ödendiği durumda ise ayrılan ortağın şirkete getirdiği esas sermaye (katılma) payını geri çekmesi durumunun yanında, şirketin ortakların koydukları esas sermaye tutarlarının haricinde kendi kaynaklarından sermayeye ilave edilen vergilendirilmemiş şirket kazançlarından oluşabilmektedir. Bu aşamada ortağın şirket esas sermayesine getirdiği tutar vergilendirilmeyecek, ancak ortağın getirdiği katılma payının haricinde şirketin vergilendirilmiş kazançlarından kaynaklanan sermaye azaltım tutarı ise vergilenecektir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE AYRILMA PAYININ DEĞERLEMESİ

Çalışmanın bu bölümünde, ayrılan ortağın payının gerçek değerinin tespiti açısından öncelikli olarak şirketin gerçek değerinin belirlenmesi için değerlemede kullanılacak genel kabul görmüş değer esasları, değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanacaktır. Bu kapsamda şirket değerinin belirlenmesinde anahtar rol üstlenecek kavramlar öncelikli olarak ele alınmaya çalışılacaktır.

Çalışmanın bu bölümünde UDS tarafından 2017 yılında yayımlanan Değerleme Standartları'nda yer alan değer esasları, değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri dikkate alınmak suretiyle şirketin, dolayısıyla ayrılma akçesinin değerinin tespitinde kullanılabilecek değerlendirme kavramlarına yer verilmiştir. Standartlarda yer almamasına rağmen bazı durumlarda kullanılabilir olması nedeniyle muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımı kapsamında defter değeri, düzeltilmiş defter değeri ve tasfiye değeri gibi yöntemlere de ayrıca yer verilmiştir. Bu bölümde ayrıca, ayrılma payının gerçek değer ile belirlenmesinde değerlemeye dolayısıyla da değere etki edecek unsurlar detaylı olarak ele alınmıştır.

4.1. Değer ve Değerlemenin Temel Kavramları

Değerleme alanyazınında çok çeşitli yaklaşım ve yöntemler kullanılarak bir varlık veya yükümlülüğün parasal tutar olarak değeri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Değerleme yaklaşım ve yöntemlerinden önce değer ve değerle ilişkili kavramlar ile değer esaslarının da açıklanması gerekir.

4.1.1. Fiyat - Maliyet - Değer Kavramları ve Bu Kavramların Birbirleriyle İlişkisi

Fiyat, maliyet ve değer kavramları, değerlemenin temel kavramları olduğundan, bu kavramların öncelikli olarak açıklanması gerekir.

Fiyat, “bir varlık için talep edilen, teklif edilen veya ödenen tutardır. Belirli bir alıcının veya satıcının sahip olduğu finansal kapasite, motivasyon veya özel menfaatler nedeniyle ödenen fiyat, bu varlığa başkalarının atfedeceği değerden farklı olabilir.”⁶⁷² Fiyat, bir miktar para ile bir miktar mal arasında kurulan ilişkiyi temsil etmektedir. Bu ilişki, “insanlar arasındaki kesin değeri belirtmeye eğilimli koşullarda kurulabileceği gibi psikolojik ve fizyolojik faktörlerin etkisiyle” de kurulmaktadır.⁶⁷³

Alanyazında fiyat kavramı, “parasal karşılık, eder, paha, değer ölçüsü” gibi ifadelerle tanımlanmaktadır. Fiyat geniş anlamda, “parayla ifade edilen değeri, mal ya da hizmetleri satın almak için gereken, bir satıcının mal ya da hizmetler üzerindeki hakkından vazgeçmek için istediği parasal tutar” olarak tanımlanabilir.⁶⁷⁴ Fiyat, bir alım-satım sırasında satıcı-alıcı arasında piyasa koşullarında oluşan bir ölçü birimidir.⁶⁷⁵

Maliyet, “belirli bir amaca ulaşmak için katlanılan, parasal olarak ifade edilebilen ve bir değer birikiminin oluşmasına olanak veren fedakârlıkların” toplamı olarak ifade edilmektedir.⁶⁷⁶ Maliyet, varlığı elde etmek ya da yaratmak için gereken meblağdır. Söz konusu varlık elde edildiğinde ya da yaratıldığında, bunun maliyetleri gerçeklik kazanır. Bir varlık için ödenen fiyat onun alıcısı için maliyeti olduğundan, fiyatla maliyet arasında yakın bir ilişki vardır.⁶⁷⁷

Sözlükte değer kavramı, “bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymet” olarak tanımlanmıştır.⁶⁷⁸ Alanyazınında değer kavramı, “kıymet, önem ölçüsü, paha, karşılık, görelî bedel, parasal bedel, fayda” gibi ifadelerle tanımlanmaktadır. Alanyazınında değerîin kesin ve genel kabul görmüş bir tanımı

⁶⁷² UDS 2013, s. 10.

⁶⁷³ Fadime Baştürk, Planlama ile Taşınmaz Değerine Getirilen Rant, Riva Örneği, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2009, s. 27.

⁶⁷⁴ Murat Ertuğrul, “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, **Eskişehir Osmangazi Ü. İİBF Dergisi**, Ekim 2008, Sayı: 3 (2), s. 145.

⁶⁷⁵ Hasan Yalçın, **Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama**, Uygulama Yayıncılık ve Eğitim Hizmetleri, 1. Baskı, 2014, s. 14.

⁶⁷⁶ Osman Altuğ, **Maliyet Muhasebesi**, 14. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul. 2006, s. 15.

⁶⁷⁷ UDS 2013, s. 10.

⁶⁷⁸ Türk Dil Kurumu (TDK) Büyük Sözlük, (Çevrimiçi: http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5874f57ee9bdd2.11202662, Erişim Tarihi: 01.03.2018).

yapılmamakta, değer kavramı; fiyat, bedel ve fayda gibi kavramlarla benzer anlamlarda kullanılmaktadır. Değer kavramı, bu kavramlarla ilişki ve etkileşim içerisinde olmasına rağmen bu kavramlarla aynı anlama gelmemektedir.⁶⁷⁹

Değer, “satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavramdır. Değer gerçek bir veri olmayıp belirli bir değer tanımına göre belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenmesi muhtemel bir fiyatın bir takdirinden ibarettir. Değerin ekonomik anlamdaki kavramı, değerlemenin yapıldığı tarihte malın sahibi veya hizmeti alan kişiye tahakkuk eden yararlar hakkında piyasanın görüşünü yansıtır.”⁶⁸⁰

Değer, “gerçekleşmiş bir veri değil, bir el değiştirme işleminde bir varlık için ödenmesi en olası fiyat veya bir varlığın mülkiyetinden sağlanacak ekonomik faydalar” hakkında bir görüştür.⁶⁸¹

Alanyazındaki fiyat tanımlarında, fiyatın değer ölçüsü olduğu kabul edilmektedir. Ancak fiyat, bir malın her zaman gerçek değerini ifade etmeyebilir. Mevsimsel durum, para hareketleri, arz ve talep dalgalanmaları gibi faktörler değişken özellikleri nedeniyle fiyatı etkilemekte ve fiyatın gerçek değer altında ya da üstünde gerçekleşebilmesine neden olmaktadır.⁶⁸²

Fiyat ve maliyet işlemsel sonuçken, değer ise daha soyut bir kavramdır ve mutlaka taraflar arasındaki bir işlem sırasında mutlaka belirli bir fiyatta mutabık kalınmasını gerektirmez. Değer bir satışta, devam eden bir ticarete veya tasfiye sırasında gerçekleşir. Ana sorun ise, değer hangi esaslara göre hüküm ihtiva ettiğidir. Fiyat, muhtemel bazı durumlarda değeri temsil edebilir. Örneğin, bir işlem sırasında mutabık kalınan fiyat, aynı zamanda

⁶⁷⁹ Ertuğrul, a.g.m., s. 143.

⁶⁸⁰ Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ, **Sermaye Piyasası Kurulu**, İstanbul, Türkiye, Seri: VIII, No:45, (Çevrimiçi: www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/03/20060306-6-1.doc <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn=>, Erişim: 14.01.2018), s. 14 (Tebliğ UDS 2017’nin yürürlüğe girmesi ile yürürlükten kaldırılmıştır.).

⁶⁸¹ UDS 2013, s. 10. Başka bir tanımlamada ise değer, bir varlık karşılığında veya bu varlıktan gelecekte yarar sağlanması hakkı karşılığında ödenecek olan para cinsinden ifade edilen bir meblağdır. Rezaee, a.g.e., p. 165.

⁶⁸² Ertuğrul, a.g.m., s. 145.

ilgili varlığın değeri olabilir. Maliyet de bazen, bir ürün ya da hizmeti üretmek ya da satın almak için gerekli olan para tutarı veya tazminat karşılığı olarak, benzer şekilde değeri temsil edebilir. Buna karşılık değer, işlemsel bir fiyat ya da maliyet ile kolayca ifade edilemeyen ederin -kıymetin- daha genel bir durumunu ifade eder.⁶⁸³

Herhangi bir varlık veya borcun değeri, kimin için veya hangi amaçla değerlendirileceğine bağlıdır. Bu nedenle, değer subjektiftir. Değer daima pozitif olmayıp negatif de olabilir.⁶⁸⁴ Değer, bir varlığın değişimi esnasında ortaya çıkan para cinsinden ifade edilebilen bir tutarı veya yükümlülüğün yerine getirilmesi nedeniyle katlanılan bedeli ifade etmektedir. Buna göre, bir varlık veya yükümlülüğün değişim zamanı veya değişim ortamına göre farklı değerlerinin oluşması mümkündür.⁶⁸⁵

Bir varlık ve yükümlülüğün farklı değişim zamanı ve değişim ortamına göre farklı değerlere sahip olması ve değerlerin subjektif nitelik taşıması nedeniyle, standart bir değer tanımı bulunmamakta ve değerlendirilecek varlık ve yükümlülük için belirli varsayımlarla değerlendirme yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Farklı değişim zamanları ve ortamlarına göre değerlerin belirlenmesinde kullanılacak genel kabul görmüş değer esasları ve varsayımlar izleyen bölümlerde ele alınmıştır.

4.1.2. Değer Esasları

Değer esasları, “bir değerlemenin temel ölçüm varsayımlarının açıklamasıdır.”⁶⁸⁶ Çoğu durumda, “değerleme uzmanının, kanun ve yönetmelikler, sözleşmeler ya da diğer belgeler ile tanımlanmış değer esasları varsa bu esasların kullanılması” gerektiği

⁶⁸³ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 18.

⁶⁸⁴ Hikmet Uluhan, “Finansal Raporlama Açısından Değerleme”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 16, Sayı: 2, 2007, s. 527.

⁶⁸⁵ Fatma Pamukçu, “Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Tablolara Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 103, Ocak-Şubat 2011, s. 81.

⁶⁸⁶ UDS 2013, s. 14. Bazen değer standartları olarak nitelendirilen değer esasları, değer standartları ile eş anlamlı kullanılmaktadır. UDS 2013, s. 14. Değer esasları (standartları) aranan değer türünün bir tanımıdır. Değerin öncülü konu, değerlendirme için geçerli olan fiili ya da kuramsal şartlar kümesine ilişkin bir varsayımdır. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 20. Bazı yazalar ise “değer esasları” için “değerleme kavramı” ifadesini kullanmıştır. Rezaee, **a.g.e.**, p. 166.

belirtilmiştir.⁶⁸⁷ Değer esaslarının belirlendiği çoğu durumda, hangi değer esasının kullanılacağı açık olmasına rağmen, esasın içeriği daha açık olmayabilir. Değerleme uzmanının, “*değerlemenin koşullarına ve amacına uyan değer esaslarını seçmesi gerekmektedir*”. Örneğin yargı açısından, “*Ne değerlendirilecek? Değerlenecek varlık el değiştirecek mi? Alıcı ve satıcılar kimdir?*” gibi soruların açıklığa kavuşturulmasında, değer esasları kanundan, diğer mevzuattan veya emsal kararlardan hareketle ortaya konulmaktadır. Finansal raporlama açısından değer esasları ise, “*finansal raporlama standartları*” tarafından belirlenmektedir.⁶⁸⁸

Değerleme çalışmalarında, değer esasları açık ve anlaşılır bir kavram olarak görülse de, farklı esasların, farklı içeriklerde, farklı anlamları olabilmektedir. Dolayısıyla, değer tanımlanması ve değer belli bir esasa var olan varsayımlara bağlı kalınması, özellikle de vergisel yönden yapılan değerlemelerde ve yargı ya da düzenleyici kuruluşların mevzuat amaçlarıyla birlikte uygulanması fazla çaba gerektiren bir uğraştırır.⁶⁸⁹

Değerlemelerde birçok değer esasları kullanılmakla birlikte bu değer esasları belirli varsayımlardan hareketle oluşturulmuştur. Bu değer esasları esasa ilişkin, “*varsayılan işlem, işlemin tarihi ve tarafları*” gibi ortak özelliklere sahiptirler. Değer esasına bağlı olarak varsayılan işlem “*farklı özellikler taşıyabilir, bunlar varsayımsal bir işlem, gerçek bir işlemi, satın alma (giriş) işlemi veya satış (çıkış) işlemi, belirli özelliklere sahip özel veya pazardaki işlem olabilir*”.⁶⁹⁰

Değerlemede varsayılan işlemin tarihi, “*değerlemeyi gerçekleştiren değerlemede dikkate alacağı bilgiyi ve veriyi etkiler*”.⁶⁹¹ Ayrılma akçesinin belirlenmesinde ayrılma

⁶⁸⁷ UDS 2017, s. 24; UDS 2011, s. 20; Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 22.

⁶⁸⁸ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 22. UDS 2017’ye göre,, “*değerleme, yasa ve yönetmelikler, özel sözleşmeler veya başka belgeler ile tanımlanan farklı değer esaslarının kullanılmasını gerektirebilir. Söz konusu esaslar, bu standartlarda tanımlanan değerlendirme esaslarına benzer gözükse de, ilgili belgede UDS’ye açık bir şekilde atıfta bulunulmamışsa, bunların uygulanması için UDS’de tanımlanandan farklı bir yaklaşım gerekebilir. Bu esaslar, kaynak belgenin hükümlerine göre yorumlanmalı ve uygulanmalıdır. Diğer düzenlemelerde tanımlanan değerlendirme esaslarına örnek olarak, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nda ve diğer muhasebe standartlarında tanımlanan çeşitli değerlendirme ölçüm esasları verilebilir.*”

⁶⁸⁹ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 19.

⁶⁹⁰ UDS 2017, s. 23.

⁶⁹¹ UDS 2017, s. 23.

tarihi veya birleşme, bölünme veya tür değiştirmede ortakların muhalefet ettiği kurumsal işlemin yürürlüğe girmeden önceki tarihin dikkate alınması gibi değerlemede varsayılan işlem tarihinin belirlenmesi gerekir.

Diğer taraftan değer esasları, yapılacak değerlemede işlemin taraflarına ilişkin varsayımları ve tarafların kimler olduğuna ilişkin bilgiler de içerir. Söz konusu taraflar, “varsayımsal, bilinen veya belirli taraflar, belirli/tanımlanmış bir potansiyel grubun üyeleri”⁶⁹² gibi tarafların, değerlendirme işlemi kapsamında yeterli ve gerekli bilgi seviyelerinin veya o işlemle ilgili mecburiyetlerinin ya da özel taleplerinin bulunup bulunmadığı varsayımları ile değerlendirme çalışmasına başlangıç noktası oluşturarak değerlendirilmedeki esasların belirlenmesi sağlanır. Ortağın limited şirketten ayrılmasında payları, şirket veya ortaklar tarafından alınmakta, pazar esasında olduğu üzere istekli alıcı ve satıcı tarafların bulunmadığı ve tarafların ayrılma payının değerini teşkil eden şirket değeri konusunda yeterli bilgilerinin bulunduğu varsayılır.

Aşağıda UDS’de tanımlı olan veya çalışmamız açısından alanyazınında genel kabul görmüş bazı değer esaslarına yer verilmiştir.

4.1.2.1. Defter Değeri

Defter değeri, muhasebe temelli⁶⁹³ bir değer esası olup, şirketin muhasebe kayıtlarında yer alan varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki fark olarak ifade edilebilir. Defter değeri esası, muhasebeden elde edilen verilerden hareketle, işletmelerin finansal durum tablolarında yer alan varlık ve yükümlülükler arasındaki farkı ifade ettiği ve bir değerlendirme çalışması gerektirmediği için UDS’de değer esası olarak tanımlanmamıştır.

⁶⁹² UDS 2017, s. 23-24

⁶⁹³ Damadoran, bu değer esasından bahsederken muhasebe temelli değerlendirme başlığı altında defter değerini kullanmayı tercih etmiştir. Aswath Damadoran, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, Publishers Inc., Danvers, 2005, p. 54. Benzer şekilde Fishman, Pratt and Morrison (2013)’de defter değerinin muhasebe kavramı olduğunu ifade etmektedir. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 27.

Defter değeri genelde, muhasebe ve vergi uygulamalarında kullanılan bir kavramdır ve değerlendirme ve ekonomi alanında da kullanılmamaktadır.⁶⁹⁴ Belirli varlıkların defter değeri, o varlıkların tarihi maliyetinden birikmiş amortismanların çıkarılmasıyla elde edilen değerdir. İşletmenin bütünü açısından defter değeri, varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması sonucunda bulunan değerdir. Muhasebe açısından defter değeri, net varlık veya özkaynakları ifade etmektedir.⁶⁹⁵

Şirketin finansal durum tablosunda yer alan varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki fark olarak tanımlanan defter değeri, net defter değeri, net aktif değeri ve özkaynak ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.⁶⁹⁶ Bu değer esasında işletme değerinin net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır.⁶⁹⁷ Bu hesaplamada kullanılan farklı muhasebe ilkeleri nedeniyle, varlıkların ve yükümlülüklerin defter değerleri de farklı olacaktır. Mesela kur farklarının aktifleştirilerek yatırımın maliyetinde dikkate alınması, farklı amortisman yöntemlerinin uygulanması ya da farklı stok değerlendirme yöntemlerin uygulanması halinde varlıkların değerinde farklılıklar ortaya çıkacaktır.⁶⁹⁸ TTK m. 641/1 gerekçesinde yer alan “*bilanço değeri*” kavramı da özkaynak kavramı ile eş anlamlı olarak defter değerini niteler şekilde kullanılmıştır.

4.1.2.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri (liquidation value), bir varlığın bütünüyle veya parçalar halinde elden çıkarılması halinde elde edilen değeridir.⁶⁹⁹ Tasfiye değeri, şirketin tüm varlıkları nakde

⁶⁹⁴ VUK m. 192’ye göre, “*aktif toplamı ile borçlar arasındaki fark, müteşebbisin işletmeye mevzu varlığını (öz sermayeyi) teşkil eder.*” VUK, bu tanımlama ile teşebbüsün defter değerini özsermaye olarak tanımlamaktadır.

⁶⁹⁵ Rezaee, **a.g.e.** p. 170.

⁶⁹⁶ Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII, No: 45), s. 109. Defter Değeri (muhasebe açısından): “*varlıklarla ilgili olarak, bir varlığın aktifleştirilmiş değerinden şirketin muhasebe defterlerinde görüldüğü şekliyle birikmiş amortismanının, tükenme payının ve iftasının çıkarılmasının ardından kalan değerdir.*” Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII, No: 45), s. 109.

⁶⁹⁷ Demir, Bahadır, *a.g.m.*, s. 66.

⁶⁹⁸ İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası (İYMMO), “*Defter Değerinin Hesaplanması*”, **İYMMO Rapor**, Temmuz 2008, (Çevrimiçi: <http://www.istanbulymmo.org.tr/resimler/dosyalar/701.pdf>, Erişim Tarihi: 13.02.2018), s. 14.

⁶⁹⁹ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, John Wiley & Sons, Inc., 2002, p. 279.

dönüştürüldükten sonra, elde edilen nakitten şirkete ait tüm borçların ödenmesi sonucunda geriye kalan tutardır.⁷⁰⁰ Tasfiye değerinin belirlenmesinde varlıkların satışa hazırlanması ve satış aşamasında oluşacak satış giderlerinin de dikkate alınması gerekir.

Tasfiye değeri, iki farklı varsayım altında belirlenebilir.⁷⁰¹ Tasfiye, “*makul bir pazarlama dönemine sahip ve istekli alıcıların bulunabileceği düzenli bir tasfiye işlemi veya kısıtlanmış bir pazarlama döneminde yapılacak zoraki bir satış işlemi şeklinde olabilir*”. Bu iki varsayım arasındaki fark, tasfiye zamanında istekli alıcıların bulunması için yeterli bir zaman bulunmasına izin verilmesi ile ilgilidir.⁷⁰²

4.1.2.3. Pazar Değeri

Pazar değeri (market value), “*bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.*”⁷⁰³

Tanımdan da anlaşılacağı üzere pazar değeri oluşurken alıcı ve satıcıların varlık ile ilgili beklentileri ve piyasaların genel durumu etkili olmaktadır. Piyasaların yükselmekte olduğu dönemlerde varlığın piyasa değeri, gerçek değerinin üstünde olabileceği gibi, piyasaların düşüş gösterdiği dönemlerde de gerçek değerinin altında olabilmektedir. Genel olarak varlığın pazar değerinin, uzun dönemde varlığın gerçek değerine yaklaştığı varsayılmaktadır.⁷⁰⁴

⁷⁰⁰ Hakkı Öztürk, **Şirket Değerlemesinin Esasları, Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**, Türkmen Kitabevi, 2009, s. 83; Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, 2003, s. 26.

⁷⁰¹ UDS 2017, s. 32; Rezaee, **a.g.e.**, p. 171.

⁷⁰² Rezaee, **a.g.e.**, p. 171. Şirket varlıklarının parça parça veya bütün olarak satılması durumunda da tasfiye değeri farklı değerlere sahip olacaktır. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 28-29.

⁷⁰³ UDS 2017, s. 26.

⁷⁰⁴ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), **a.g.e.**, s. 11.

Pazar değerinde, istekli alıcı ve istekli satıcının işlemlerinde bir aracı ile hareket ettikleri varsayılır. Aracılar, bağımsız üçüncü şahıslar olup, belirli kişiler değildir. Dolayısıyla elde edilen fiyat, belirli bir alıcının güdülerine ya da sinerjisinden etkilenmemiş olacaktır. Pazar değeri, alıcı ve satıcının işlem yaptığı bir piyasaya işaret eder ve değerlendirme tarihindeki mevcut ekonomik koşulları ihtiva eder.⁷⁰⁵

Bir varlığın pazar değeri, varlığın en verimli ve en iyi kullanımını yansıtmaması beklenir. En iyi ve en verimli kullanım ise, *“bir varlığın potansiyelinin yasal olarak izin verilen ve finansal olarak karlı olan en yüksek düzeyde kullanımıdır. En verimli ve en iyi kullanım, bir varlığın mevcut kullanımının devamı ya da alternatif başka bir kullanım olabilir. Bu, bir pazar katılımcısının varlık için teklif edeceği fiyatı hesaplarken varlık için planladığı kullanıma”* göre belirlenir.⁷⁰⁶

4.1.2.4. Gerçek Değer

“Fair” kelimesinin Türkçe karşılığı, *“dürüst, haklı, doğru, gerçek, adil, uygun, makul, tarafsız, hakça, tam”* gibi kavramlarla tanımlanmıştır. İngilizcedeki, *“fair value”* kavramının Türkçe karşılığının ne olduğu konusunda henüz ortak bir görüş mevcut değildir. Bazı yazarlar⁷⁰⁷ bu kavramın Türkçe karşılığını *“makul değer”* olarak, bazı yazarlar⁷⁰⁸ ise *“adil değer”* olarak kullanmayı tercih etmiştir.

Bir varlığın sahip olunan bilgilere göre olması gereken değerine gerçek değer denilmektedir.⁷⁰⁹ Gerçek değer, bir yatırımcının varlıkla ilgili olarak mevcut bütün unsurları göz önüne alınarak varlığın doğru ya da gerçek değerinde bulunduğu

⁷⁰⁵ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 22.

⁷⁰⁶ UDS 2017, s. 29. *“Pazar değeri, varlığın belirli bir sahip ya da satıcı için değer taşıyan piyasadaki diğer alıcılara sunulmamış niteliklerini yansıtmaz. Bu yararlar varlığın fiziki, coğrafi, ekonomik ya da hukuki niteliklerine ilişkin olabilir. Pazar değeri bu gibi değer unsurlarının dikkate alınmamasını gerektirir. Çünkü belirli bir tarihte, belirli bir istekli alıcı değil de sadece istekli bir alıcı bulunduğu varsayılır.”* UDS 2017, s. 29.

⁷⁰⁷ Nuran Cömert, **Finansal Terimler Sözlüğü**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 1996, s. 76; Cemal Çakıcı, **Ansiklopedik Muhasebe Terimleri Sözlüğü**, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2002, s. 260.

⁷⁰⁸ Halil Seyidoğlu, **İngilizce-Türkçe Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük**, 2. Baskı, İstanbul, 2001, s. 180.

⁷⁰⁹ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 17.

düşündüğü tutardır. Diğer bütün alıcılar aynı değerlere ulaştığında varlığın gerçek değerinin, varlığın piyasa değeri olması beklenir.⁷¹⁰

Gerçek değer, finansal raporların hazırlanması, ayrılan pay sahiplerinin payları için değerlendirilmesi, -payın haczi veya zorunlu satışı gibi- diğer pay sahiplerinin paylarının satın alınması, gerçek değer raporlarının hazırlanması ve boşanmalar dâhil birçok farklı durumda uygulanabilir bir değer esasıdır. Gerçek değer tanımı, hangi bağlamda kullanıldığına bağlıdır. Finansal raporların hazırlanmasında gerçek değer, ilgili muhasebe standartlarında tanımlanır ve pazar değerinin aynısı olmamakla birlikte ona oldukça yakın olduğu kabul edilir.⁷¹¹ Gerçek değer ile pazar değeri arasındaki farklılıklar aşağıdaki gibidir:

Tablo 1: Gerçek Değer ile Pazar Değeri Arasındaki Farklılıklar

Pazar Değeri	Gerçek Değer
1. İstekli alıcının bulunduğu,	1. Her zaman istekli alıcının bulunmadığı,
2. İstekli satıcı bulunduğu,	2. İstekli satıcının da bulunmadığı,
3. Zorunluluk altında olmadan el değiştirme işleminin olduğu,	3. Satın alan tarafın mecbur edilmediği, satan tarafın zorunluluk altında olduğu,
4. Normal varsayımsal alıcı ve satıcının varlığının bulunduğu,	4. Önerilen işlemin etkisinin dikkate alınmadığı,
5. Alan ve satan tarafları da eşitleyen bir fiyatın oluştuğu,	5. Satıcı için “gerçek değer” kavramı, stok muhafaza edebilme kabiliyetinin olmadığı,
6. Alıcı ve satıcının eşit bilgiye sahip olduğu,	6. Alıcı ve satıcının eşit bilgiye sahip olduğu varsayımının olmadığı,
7. İki tarafında makul bilgiye sahip olduğu,	7. İki tarafında makul bilgiye sahip olduğu varsayımının olmadığı,
8. Çoğunluk veya azınlık paylara uygulanabilen,	8. Azınlık hisselerine uygulanabilen,
9. Genel olarak uygulanabilen, bir değer esasıdır.	9. Özel olarak uygulanabilen, bir değer esasıdır.

Kaynak: James R. Hitchner, **Financial Valuation: Applications and Models**, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2011, p. 793.

⁷¹⁰ Ayhan Karakoca, Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011, s. 4.

⁷¹¹ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 23.

4.1.2.5. Yatırım Değeri

Yatırım değeri/bedeli (investment value), bir yatırımcıya varlıktan beklenen kazanç veya parasal getirilerin değerini ifade eder. Yatırım değeri, yatırım yapan kişiye özel bir değer esas olarak, pazar değerinden ayrışır.⁷¹² Diğer bir ifade ile varlığın veya şirketin sahibi veya gelecekteki sahibi için değeridir. Bu değer, varlık sahibi veya gelecekteki sahibinin bilgisi, yetenekleri, risk beklentileri ve kazanç potansiyeli gibi faktörleri de barındırır.⁷¹³

Bir varlığın sahibi açısından değeri, *“diğer bir tarafa satışında gerçekleşecek satış bedeli ile aynı olabilse de, bu değer esas olarak bir kişi ya da kurumun varlığı elinde tutmasından sağlayacağı faydaları yansıtır, bu yüzden de varsayımsal bir el değiştirme işlemini içermek zorunda değildir. Yatırım değeri, değerlendirme hangi kişi ya da kurum için üretiliyorsa, o kişi ya da kurumun içinde bulunduğu koşulları ve finansal hedeflerini yansıtır. Bu genellikle yatırım performansını ölçmek için kullanılır”*.⁷¹⁴

Yatırım değerinin kullanıldığı alanlardan biri e birleşme ve devralmalardadır. Yatırım değeri, sahibi belirli olan varlığın gelecekteki kazançlarını yansıtan değerdir. Bu değer en iyi şekilde anlaşılmasını sağlayan ifade, belirli varlığın belirli sahip veya müstakbel alıcı için oluşan değeridir.⁷¹⁵

4.1.2.6. Yerine Koyma Değeri

Değerlemeye tabi varlığa her bakımdan eşdeğer bir varlığı elde etmek için katlanılan maliyetlerin toplamı, değerlemeye tabi tutulan varlığın yerine koyma veya ikâme değerini oluşturur.⁷¹⁶

⁷¹² Shannon P. Pratt, “Defining Standards of Value”, **Valuation**, Vol. 34, No. 2, June 1989, p. 8.

⁷¹³ James R. Hitchner, **Financial Valuation: Applications and Models**, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2011, p. 33.

⁷¹⁴ UDS 2017, s. 31-32.

⁷¹⁵ Rezaee, **a.g.e.**, p. 167.

⁷¹⁶ Ahmet Cingöz, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014, s. 13.

Yerine koyma değeri, bir varlığın eşit fayda sağlayan yeni bir varlığı edinme maliyeti olarak tanımlanabilir. Yerine koyma değeri tahmin edilirken, varlığın yeni materyaller ve mevcut teknolojilerle yapılması göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kapsamda yerine koyma değerinde, varlığın ikamesi olan modern bir eşdeğerinin üretilme maliyetleri dikkate alınır. Yerine koyma değeri, yeniden üretim değeri ile aynı olmayıp, yeniden üretim maliyeti varlığın cari fiyatlara göre benzerini yapma maliyetidir. Yerine koyma değeri ve yeniden üretim maliyetleri genelde doğrudan gelir üretmeyen bina, demirbaş ve ekipmanlar gibi maddi varlıkların değerlemesinde kullanılır.⁷¹⁷

4.1.2.7. Sinerji Değeri

Sinerji değeri, *“iki veya daha fazla varlığın veya hakkın bir araya gelmesi sonucunda oluşan, bunların bir arada toplam değerinin, ayrı ayrı değerlerinin toplamından daha yüksek olduğu değeri ifade eder. Oluşan sinerji sadece belirli bir alıcı için geçerli ise, sinerji değeri, varlığın sadece belirli bir alıcıya yönelik değer ifade eden niteliklerini yansıtacağından, pazar değerinden farklı olacaktır. İlgili hakların toplamının da üzerindeki ilave değer genellikle birleşme değeri olarak nitelendirilir”*.⁷¹⁸

Bir şirketin bütünüyle operasyonel bir işletme olarak devredilmesi, şirketteki varlıkların şirketten bağımsız olarak bir bütün olarak devredilmesi, bir varlığın tamamlayıcı unsurlarla birlikte devredilmesi, şirket paylarının blok olarak devredilmesi, taşınmazın boş olarak devredilmesi gibi varsayımlar, varlığın sinerji değerine etki edecek varsayımlardır. Eğer oluşan sinerji sadece belirli bir alıcı için geçerli ise bu durum özel değere bir örnek olacaktır.⁷¹⁹

⁷¹⁷ Rezaee, **a.g.e.**, p. 171.

⁷¹⁸ UDS 2017, s. 32.

⁷¹⁹ Harun Tanrıvermiş, **Gayrimenkul Değerleme Esasları**, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu A.Ş., Ankara, 2017, s. 500.

4.1.2.8. Makul Değer

Makul değer (equitable value), varlıkların ve yükümlülüklerin istekli ve bilgili taraflar arasında el değiştirmesi için her bir tarafın menfaatlerini yansıttığı düşünülen tahmini fiyatı ifade eder. Pazar değerinden daha kapsamlı ve geniş bir kavram olarak kullanılmaktadır. Makul değer, *“tanımlanmış belirli iki taraf arasında makul olarak görülen fiyatın, ilgili her bir tarafın bu işlemten sağlayacağı avantajları veya dezavantajları da hesaba katarak değerlendirilmesini gerektirir. Pazar değeri ise tersine, pazar katılımcıları için geçerli olmayan veya maruz kalınmayan avantajların veya dezavantajların genel anlamda göz ardı edilmesini gerektirir”*. Makul değer kullanımı ile ilgili aşağıdaki örnekler verilebilir.⁷²⁰

- (a) *“Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi: Burada belirli iki tarafın elinde bulundurduğu payların değeri, taraflar arasında makul olarak görülen fiyatın, pazarda elde edilebilecek fiyattan farklı olabileceğini gösterebilir”*,
- (b) *“Kiralanan bir varlığın kalıcı olarak devredilmesi veya bir kira yükümlülüğünün iptal edilmesi amacıyla, kiraya veren ile kiracı arasında makul bir fiyatın belirlenmesi”*.

4.1.3. Değer Esaslarının Varsayılan Kullanımları

Varsayılan kullanım, *“bir varlığın veya yükümlülüğün kullanılma koşullarını”* tarif etmektedir.⁷²¹ Şirketin olağan faaliyetine devam etmesi veya yakın bir gelecekte faaliyetine son vermesi, iflas ya da tasfiye edilmesi gibi varsayımlar temelinde, şirket değeri ve dolayısıyla değerlendirme aşamasında kullanılacak değer esaslarının tercihi açısından önem taşımaktadır. Değer önermesi, genel olarak sözkonusu değerlemeye uygulanabilir işletimsel durumların en muhtemel kümesi olarak tanımlanır. En fazla sözü edilen iki durum işletmenin sürekliliği ve tasfiye önermeleridir.⁷²²

⁷²⁰ UDS 2017, s. 31.

⁷²¹ UDS 2017, s. 34.

⁷²² Zdeb, a.g.m., p. 5.

Alanyazınında işletmenin sürekliliği ve tasfiye varsayımı temeline dayalı kullanımdan kaynaklanan değer önermeleri, UDS'deki ayrım ile temelde yine aynı varsayımlar kalmakla birlikte UDS'de, “*en verimli ve en iyi kullanım, cari kullanım/mevcut kullanım, düzenli tasfiye ve zorunlu satış*” olarak yer almıştır.⁷²³

En iyi ve verimli kullanım, “*bir varlıktan en yüksek değer elde edileceği kullanımdır*”. Cari kullanım/mevcut kullanım ise, “*bir varlığın, yükümlülüğün veya varlık ve/veya yükümlülük grubunun güncel kullanım şeklini yansıtır*”. Cari kullanım, bazı durumlarda en iyi ve en verimli kullanım olabilir.⁷²⁴

Yukarıda yer alan varsayımlardan en iyi ve en verimli kullanım, bir varlığın satılması veya el değiştirmesindeki değerini niteler şekilde kullanılmıştır. Mevcut kullanım/cari kullanım ise sahiplik değeri olarak tanımlanabilir. Bu iki değer varlığın işleyen teşebbüs değerini ifade ederken, tasfiye değeri ve zorunlu satış ise varlığın tasfiye değerini ifade etmektedir. Bir gayrimenkulün kira getirisi, sahibi için mevcut kullanımından kaynaklanan değerini ifade ederken, bu gayrimenkulün pazar değeri ise el değiştirme değerini ifade etmektedir.

El değiştirme veya sahiplik değeri, değer esaslarının genel varsayımları iken, işletme ile ilgili diğer varsayımlarda belirli bir değer esası altında yapılması gereken varsayımları daha da düzenli bir hale getirirler. Örneğin, pazar değerine (el değiştirme varsayımı altında) ulaşırken, değerlendirme uzmanı işletmenin yakın gelecekte tasfiye edilip edilmeyeceği varsayımı kapsamında değer esasını belirleyecektir. Değerin, işletme ile ilgili varsayımının, varlıkların değeri üzerinde kayda değer bir etkisi olabilir.

İşletme ile ilgili varsayımlar, el değiştirme değeri dâhilinde bulunacak bedeli etkiler. Örneğin, çoğu işletmeye işleyen teşebbüs değeri varsayımından hareketle faaliyete devam edeceği önermesi kapsamında değerlendirme yapılır. Ancak, çoğunluk paylarına değerlendirme yapılırken, işleyen teşebbüs değeri yerine varlıkların tasfiyesi ve tüm borçların ödenmesi

⁷²³ UDS 2017, s. 34.

⁷²⁴ UDS 2017, s. 34-35.

ile elde edilecek tasfiye değerinin daha uygun olduğu zamanlar olabilir. Çünkü işletmenin niteliğine ve finansal tabloların bileşimine bağlı olarak işleyen teşebbüs veya tasfiye değerinden birinin değeri yüksek çıkabilir. Bazı işletmeler muhasebe uygulamaları açısından yüksek bir işleyen teşebbüs değerine ama düşük bir tasfiye değerine sahip olabilir. Buna karşılık bir fabrika arazisi, eğer arazi mülk geliştirilmesi için imara açılmış ve tasfiye süreci ile satılacaksa, bu varlığın değeri daha fazla olabilir.⁷²⁵

4.1.3.1. İşleyen Teşebbüs Değeri

Alanyazınında yanlış kullanıldığı şekilde işleyen teşebbüs değeri, diğer değer esasları gibi bir standart değildir.⁷²⁶ İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin veya işletmenin mal varlığının tasfiye değerinin aksine, bir ticari işletmenin mal varlığının veya potansiyel kazanç gücü olan faal bir işletme olarak değeridir. İşleyen teşebbüs değeri yargısal değerlemelerde, işletmenin değerlendirme zamanında ve sonrasında faaliyetlerine “önceden olduğu gibi” devam edeceği varsayımına dayanır.⁷²⁷

İşleyen teşebbüs değeri, faaliyetlerini sürdüren işletme veya bu şirketteki bir hakkın değeridir. İşletmenin eğitimli bir işgücüne, çalışmakta olan bir tesise, yürürlükte olan gerekli ruhsatlara, sistemlere ve prosedürlere sahip olması gibi etkenlerden kaynaklanan faal bir işletmenin değerini etkileyen maddi olmayan unsurlardır.⁷²⁸

Bu değer, bir şirketin maddi varlıkları ve patent değeri, marka değeri, şerefiye değeri ve müşteri listeleri gibi maddi olmayan varlıklarını da kapsar. İşleyen teşebbüs değeri hesaplanırken, tüm varlıkların cari piyasa değerinden toplam borçlar düşülür. Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer söz konusu iken, işleyen

⁷²⁵ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 28.

⁷²⁶ Rezaee, **a.g.e.**, p. 169.

⁷²⁷ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 29. İşleyen teşebbüs değerinde, yargısal değerlemelerde bir şirketin değerlendirmeden önce, değerlendirme sırasında ve sonrasında aynı şekilde faaliyetine devam edeceği varsayılır. Bir pay sahibinin veya kilit önemdeki bir yöneticinin vefatı, ortağın şirketten baskı sonucunda ayrılması gibi değerlendirmeyi zorunlu kılan veya tetikleyen bir olay nedeniyle bir şirketin koşulları değerlendirme sonrasında farklı olabilir. Hitchner, **a.g.e.**, p. 37. Bu hallerin varlığında, değerlendirme sonrasında şirket, değerlendirme öncesi faaliyetlerine devam etmeyecek ve gelecekte elde edeceği gelir elde etme gücünü kaybedecekse tasfiye değeri ile değerlendirilmesi daha uygun olacaktır.

⁷²⁸ SPK, Değerleme Standartları Tebliği, s. 110.

teşebbüs değerinde maddi ve maddi olmayan tüm varlıklarının cari piyasa değeri temel alınır.⁷²⁹

4.1.3.2. Tasfiye Etme Değeri

Tasfiye değeri, *“bir işletme veya varlığın olağan iş akışı içine değil de tersine tasfiye halinde satıldığı değer”* şeklinde tanımlanır. Bu tanım, varlıkları ve yükümlülükleri bireysel olarak değerlediği için tasfiye değerini genel anlamda kapsamaktadır. Bununla birlikte tasfiye değerinin altındaki sıklıkla da varlıkların satışı ve yükümlülüklerin ödeme zamanı ve şartları ile ilgili varsayımlara daha fazla netlik kazandırmak gerekebilir. Metodolojik olarak tasfiye değeri, yalnızca varlıkların satışından doğan işlemleri değil, bununla ilgili giderleri de dikkate alır.⁷³⁰

4.1.4. Değer Esaslarının Şirket Değerine Etkisi

Sık kullanılan anlamı ile bir varlığın değerinin, gelecekteki elde edeceği gelirlerinin bugüne indirgenmiş tutarına eşit olduğu varsayılır. Fakat değer esasları değiştikçe, aynı varlığın değeri de değişebilmektedir. Belirli bir değer esasının uygulanması, değerlemenin üzerinde oldukça önemli etki yapabilecektir.⁷³¹ Aynı şirkete tasfiye değeri ve pazar değeri esasları ile değerlendirme yapıldığında, farklı değerler elde edilmesi beklenecektir. Çünkü bu değer esaslarının temelinde yatan varsayımlar farklıdır.

Bir şirketin bütün maddi ve maddi olmayan varlıklarına değer biçilmiş ve söz konusu varlıkların toplam değeri şirketin bütün değerinden yüksek çıkmışsa, o takdirde ekonomik değer kaybından söz edilebilir.⁷³² İşleyen teşebbüs değerinde, şirketin mevcut varlıkları ile gelecekteki kârlılık düzeyleri ve gelecekte elde edeceği gelirlerin bugüne indirmiş tutarının daha yüksek olması beklenir. Gelecekte elde edilecek gelirlerin daha yüksek

⁷²⁹ Öztürk, a.g.e., 2009, s. 23.

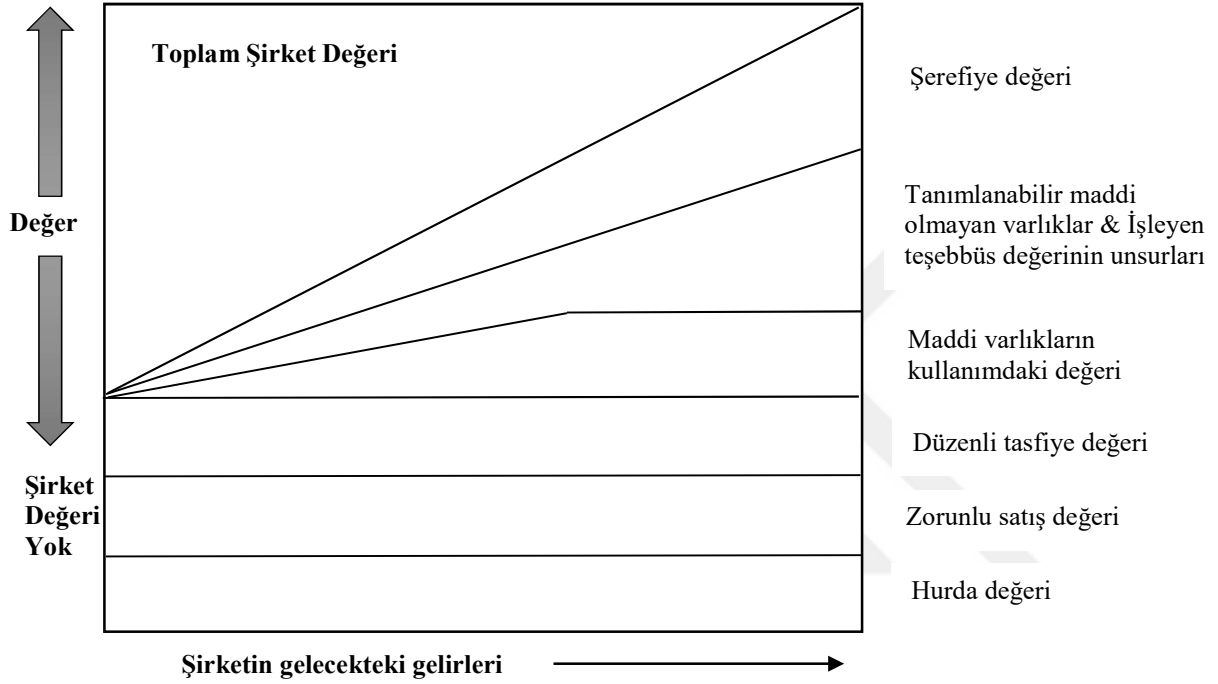
⁷³⁰ Fishman, Pratt and Morrison, a.g.e., p. 29.

⁷³¹ Reazee, a.g.e., s. 174.

⁷³² Hitchner, a.g.e., s. 358-359.

olması durumunda şirketler, defter değeri ile değil işleyen teşebbüs değeriyle değerlendirilir.⁷³³

Aşağıda yer alan şekilde toplam şirket değeri ile çeşitli değer esasları arasındaki ilişki görülebilir.



Şekil 1: Değer Esaslarının Şirketin Gelecekteki Gelirleri ile İlişkisi

Kaynak: Present Worth of Future Benefits of Ownership, Hitchner p. 359; Illustration of Relationship Among Various Types of Business Value and the Future Income of That Business, Reazee, p. 173.

Hurda değer

Diyagramda görüldüğü gibi, maddi varlıklarının hurda değeri, şirketin gelir düzeyi ne olursa olsun değişmeyeceğinden, hurda değerinin şirketin en düşük değeri olduğu varsayılır. Örneğin, bir makinanın hurda değeri, gelir düzeyinden bağımsız bir değer taşımaktadır.

⁷³³ Aswath Damodaran, **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, 2nd Edition, John Wiley, New York, 2006, p. 16.

Zorunlu satış (açık artırma) değeri

Zorunlu satış değeri, ikinci olası en düşük değer ve hurda değerinden farklı olarak bir işletmenin bir bütün olarak olası en düşük değeri olduğu varsayılır. Hurda değerinde olduğu gibi zorunlu satış değeri de işletmenin gelir düzeyinden bağımsızdır. Düzenli tasfiye değeri, kavramsal olarak zorunlu satış ile aynı olmasına rağmen, zorunlu satıştan farklı olarak alıcı bulmak için daha fazla sürenin bulunduğu varsayımı ile düzenli tasfiye durumunda daha yüksek bir değer elde edilmesi beklenir.⁷³⁴

Düzenli tasfiye değeri

Düzenli tasfiye değeri, satıcının bir varlığın en yüksek teklifi veren kişiye satılması için makul bir süreye sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır. Satıcı, varlıklarını nispeten daha yüksek bir oranda satın alma yeteneğine sahip en büyük alıcı havuzuna sahip bir satış kanalı kullanır. Düzenli tasfiye değeri, genellikle maddi duran varlıkların değerlendirmesinde kullanılır. Maddi varlıkların “bulunduğu durumdaki gibi” esasına göre satılması halinde elde edilmesi beklenen brüt tutarın tahminidir. “Düzenli” terimi, tasfiyenin mevcut tüm alıcıları tanımlamak için makul bir süreye izin vereceğini ve satıcının satış sürecinin kontrolünü elinde tutacağını ima eder.

Maddi varlıkların kullarımdaki değeri

Şirkette mevcut maddi varlıkların değeri, o varlık yenisi ile değıştirme değerine eşit olana kadar şirketin geliriyle orantılı olarak yükselir. Şirketin gelirinin olmadığı bir düzeyde, kullanım değeri ve düzenli tasfiye değeri teorik olarak eşittir. Şirket daha yüksek gelir elde etmeye başladıkça, maddi varlıkların önemi de artar ve kullanım değeri düzenli tasfiye değerini aşar. Tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların değeri, şirketin geliri arttıkça artma eğilimindedir. Maddi varlıklarda olduğu gibi bunların önemi de şirketin geliri ile birlikte artar. Şerefiye değeri, genelde şirketin gelirlerinin artmasıyla artış gösterir. Şerefiye, şirketin toplam değeri ile maddi ve tanımlanabilir maddi olmayan varlıklarının

⁷³⁴ Reazee, a.g.e., p. 173.

değeri arasındaki fark olduğundan, şirketin gelirleri ve gelecekteki gelir öngörülerine bağlı olarak şerefiye ve dolayısıyla şirket değeri de artacaktır.⁷³⁵

Maddi varlıkların kullanımdaki değeri, şirketin geliriyle orantılı olarak yükselir (kullanım değeri yenisi ile değiştirme değerine eşit olana kadar). Şirketin gelirlerinin olmadığı bir düzeyde, kullanım değeri ve düzenli tasfiye değeri teorik olarak eşittir. Şirket daha yüksek gelir elde etmeye başladıkça, maddi varlıkların önemi de artar ve kullanım değeri düzenli tasfiye değerini aşar.⁷³⁶

Tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar & işleyen teşebbüs değeri

Tanımlanabilir varlıklar, işten ayrılacak ve makine, taşıt, bina veya diğer teçhizat gibi elden çıkarılacak herhangi bir varlıktan oluşur. Eğer bir varlık tanımlanabilir varlık olarak kabul edilmiyorsa, o zaman değeri satın alma işleminden kaynaklanan şerefiye tutarının bir parçası olarak kabul edilir. Diğer yandan, bir şirketin faaliyet halinde iken bir bütün halinde satılması durumunda ortaya çıkan değere işleyen teşebbüs değeri denilmektedir. İşleyen teşebbüs değerinde varlıkların cari değerleri dikkate alınarak hesaplanan aktif toplamından borçların cari değeri düşülmekte, bulunan farka “şerefiye” eklenmektedir. Bu durumda şirketin, yönetim beceri düzeyi, süreç kalitesi, ürün kalitesi, personel kalitesi, pazar payı ve müşteri potansiyeli gibi entelektüel varlıkların da değere olan etkisi dâhil edilmektedir.⁷³⁷

Şerefiye değeri

Şerefiye bir şirket için ödenen fiyat ile şirketin net aktif değeri arasındaki olumlu farktır. Hesaplanma şekli ne olursa olsun bir şirkete belirli alıcıların ödemeye hazır olduğu ya da ödediği fiyat ile şirketin net aktif değeri arasındaki fark şerefiye olarak tanımlanmaktadır.

⁷³⁵ ⁷³⁵ Reazee, a.g.e., p. 174.

⁷³⁶ Reazee, a.g.e., p. 173.

⁷³⁷ Rıdvan Bayırlı, Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, s. 54-55.

Şerefiye, işletme birleşmelerinden elde edilen ve işletme içinde üretilen şerefiye olmak üzere iki grupta toplanabilir.⁷³⁸

Şerefiye değeri, genelde şirketin gelirlerinin artmasıyla artış gösterir. Şirketin gelirleri ve gelecekteki gelir öngörülerine bağlı olarak şerefiye ve dolayısıyla şirket değeri de artacaktır.⁷³⁹

4.1.5. Değerleme ve Değerlemede Amaç

Değerleme, belirli bir varlığın belirli bir zamandaki değerinin para cinsinden ifade edilmesidir. Değerlemede, değere etki eden birçok unsur bulunduğundan, değerlendirme işleminin özünde sübjektiflik bulunmaktadır.⁷⁴⁰

İşletme ekonomisi açısından değerlendirme, varlıkların değerinin para birimi ile ifade edilmesi için yapılan bir kıymet takdiri olarak tanımlanabilir. Muhasebe açısından değerlendirme, bir şirketin sahip olduğu varlık ve yükümlülüklerin ve diğer ekonomik unsurların belirli bir zamandaki değerinin para ile ifade edilmesidir.⁷⁴¹ Vergi kanunları yönünden değerlendirme VUK m. 258'e göre, "*vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespittir*". UDS'ye göre değerlendirme ise, "*varlık ve yükümlülüklerin değerinin tespit edilme süreci veya değer görüşü veya tahminini gösteren tutar*"⁷⁴² olarak tanımlanmıştır.

⁷³⁸ Başak Ataman, "Maddi Olmayan Duran Varlıkların İtfasına İlişkin IAS 38 ile IFRS 3 Standardında Yer Alan Düzenlemeler ve Türk Vergi Mevzuatıyla Karşılaştırılması", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 25, Ocak 2005, s. 45.

⁷³⁹ Reazee, **a.g.e.**, p. 174.

⁷⁴⁰ Sema Küçük, "Değerleme ve Dönem Sonu İşlemleri", **Yaklaşım Dergisi**, 2006, s. 16. (Çevrimiçi: http://uye.yaklasim.com/FileZone/yaklasim/Ucretsiz_Ekler/D%C3%B6nem%20Sonu/ek_201201/1c.htm, 12.02.2018).

⁷⁴¹ Ümit Ataman, Halil Kibar, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, 1. Baskı, Türkmen Kitabevi, 1999, s. 17.

⁷⁴² UDS, **Terimler Sözlüğü**, "Valuation", 2014, (Çevrimiçi: <https://www.ivsc.org/standards/glossary>, Erişim Tarihi: 20.01.2018). "Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makine teçhizat, mal stoku şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir. Başka bir deyişle değerlendirme bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin kıymetini belirlemek amacıyla söz konusu nesnenin özellikleri hakkında görüş bildirmektir". Chambers, **a.g.e.**, s. 6.

Değerlemede bir varlığın değeri, değerlemenin kimin için yapıldığına, ölçülmekte olan değer türüne, tahminin yapıldığı zamana ve değerlemenin amacına göre değişmektedir.⁷⁴³

Geleceğe yönelik bir tahmin söz konusu olduğu için değerlemede yalnızca nesnel değerlendirmelerin değil, aynı zamanda öznel değerlendirmelerin de, yani görüş bildirmenin de önemli bir yeri vardır. Bu anlamda değerlendirme bir malın veya bir hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmaktır.⁷⁴⁴

Değerleme belirli bir zamandaki, varlık ve yükümlülükler veya mal ve hizmetin bütününe ya da belirli bir kısmına değer takdir etmektir. Değerleme ile varlık ve yükümlülükler veya bir bütün olarak işletme, belirli ölçüt, yöntem ve yaklaşımlar kullanılmak üzere para cinsinden bir tutarı ifade etmek üzere değerlendirme yapılması isteyen tarafların bilgisine sunulur. Değerleme sonucunda yapılan kıymet takdiri ile değerlendirilen kıymet ile ilgili tüm paydaşlar belirli çıkarsamalarda bulunarak, kendileri için gerekli bilgi ve para cinsinden kıymet takdirine ulaşmış olurlar. Değerlemede taraflar pay sahipleri, devlet, finans kuruluşları ve değerlendirilecek kıymetle ilgili paydaşlar olabilir. Değerleme sonucunda ulaşılan bilgi ve yapılan kıymet takdiri ile tüm paydaşlar kendileri için gerekli bilgilere sahip olurlar.

En yalın hali ile bir işteki menfaatin (-gelirin-) değeri üzerine kurulmuş teori, sahibine ileride getirecek olduğu yararlarla bağlıdır.⁷⁴⁵ Finans alanyazınında genel kabul gören yaklaşım, şirketin gerçek değerinin gelecekte elde edeceği nakit akışlarının bugünkü değeri olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle şirket değeri, şirketin gelecekte elde edeceği nakit akımlarına ve bunların elde edilme risk düzeyine bağlıdır.⁷⁴⁶

Diğer bir bakış açısı ile şirket değerlemenin amacı, şirketin uygun ve makul pazar değerinin tespitidir. Şirket veya payları alan açısından değerlemenin amacı ise, şirket ve

⁷⁴³ Rezaee, a.g.e., p. 165.

⁷⁴⁴ Yalçın, a.g.e., s. 27.

⁷⁴⁵ Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita, **The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**, Fifth Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2008, p. 56.

⁷⁴⁶ Öztürk, a.g.e., s. 27.

paylar için ödenebilecek en yüksek değerin belirlenmesi, alıcı taraf için de bu şirket veya paylara ödenebilecek en az değerin belirlenmesidir. Alıcı ve satıcı arasında genelde bu iki değer arasında bir fiyatta anlaşılır. Yatırımcılar yatırımlarını şirketin geçmiş dönemde gösterdiği performansa göre değil, gelecek dönemde göstereceği performansa göre yaparlar.⁷⁴⁷

Değerleme çalışması sonucunda varılan görüşünün, *“belirtilen amaç veya kapsam dışında kullanılmaması önem arz ettiğinden, değerleme çalışmasına hangi amaçla hazırlanılmakta olduğu hususunun açıkça belirtilmesi gerekir”*. Değerlemenin amacı, kullanılacak değer esaslarının seçimini etkileyecek ve değerleme çalışmasında değerin belirlenmesine etki edecektir.⁷⁴⁸ Değerlemede amaç, *“değerlemenin yapılma nedenlerini”* ifade etmektedir. Değerleme, finansal ve vergisel raporlama, yargıdaki işlemler gibi durumlarda görüş bildirmeye ve karar almaya dayanak teşkil eder.⁷⁴⁹ Değerlemenin bu genel amaçlar için kullanımlarının yanı sıra özel amaçlar için de yapılması söz konusudur. Şirket değerlemesini gerçekleştirirken öncelikli amaç, değer esasları ve varsayımları kapsamında en uygun değerin takdir edilmesidir. Özel amaç, daha çok genel uygulamaların aksine, bireysel taleplerin karşılanması nedeniyle gerçekleştirilmektedir.

Şirket değerlemesi, finansal ve yargısal amaçların yanında diğer birçok amaçla da gerçekleştirilmektedir. Şirketlerin, şirketteki payların, menkul kıymetlerin veya maddi olmayan varlıkların değerlemesi çok çeşitli amaçlarla gerçekleştirilebilir. Bu değerleme çalışmaları aşağıdaki amaçları içerebilmektedir.⁷⁵⁰

- Ticari işlemler: Satın alma, birleşme, bölünme, şirketlerin ilk halka arzı, çalışanlara yapılacak hisse bazlı ödemeler ve diğer hisse bazlı planlar, ortak ve

⁷⁴⁷ Öztürk, a.g.e., s. 26-27.

⁷⁴⁸ UDS 2017, s. 14.

⁷⁴⁹ UDS 2017, s. 7.

⁷⁵⁰ American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), **Statements on Standards for Valuation Services; VS Section 100, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset**, 2007, (Çevrimiçi: https://www.aicpa.org/interestareas/forensicandvaluation/resources/standards/downloadabledocuments/ssvs_full_version.pdf, Erişim Tarihi: 29.01.2018), p. 1.

pay sahiplerinin şirket içi alımları veya şirket içi satışları, payların geri alınmasında,

- Hukuki ihtilaflar: Miras, eşler arasındaki mal rejimi, icra, borca batıklık, iflas gibi davalarda, sözleşme veya mülkiyet anlaşmazlıkları hakkında açılan davalarda, ortaklık veya ayrılan veya muhalif ortakların paylarının değerinin belirlenmesinde, istihdam ve fikri mülkiyet anlaşmazlıkları gibi konularda,
- Uygunluk odaklı işlemler: Finansal raporlama ve vergisel bazlı kurumsal yeniden yapılanmalar veya gelir, emlak ve veraset ve intikallerde vergi kanunlarına uygunluk ya da bağış ve yardımların değerlendirilmesi gibi konularda,
- Planlama odaklı işlemler: Gelir vergisi, emlak vergisi, veraset ve intikal vergisi, birleşme ve devralmalar veya kişisel finansal planlama işlemlerinde,

Yukarıda yer alan amaçların tarafların beklentilerine uygun olarak gerçekleştirilmesi için değerlendirme çalışmasında değerlendirme uzmanı, değerlendirme faaliyetini yürütürken şirketin içinde bulunduğu sektörün durumu, büyüklüğü ve büyüme hızı, genel ekonomik durum, şirketin içerisinde bulunduğu rekabet ortamı, şirketin kullandığı teknoloji, makine teçhizatın durumu ve araştırma geliştirme faaliyetleri, şirket şerefîyesi ve diğer maddi olmayan varlıkları ve hakları, şirketin maliyet yapısı ve finansal durumu, sahip olduğu işgücü ve kalifiye elemanların nitelikleri gibi hususları dikkate alarak şirket değerini değerlendirme amacına uygun bir şekilde belirlemelidir.⁷⁵¹

Değer tahmininde bulunmak için değerlendirme uzmanı iki tür değerlendirme görevi üstlenmektedir. Bunlar, değerlendirme görevi ve hesaplama görevidir. Değerlendirme görevi, hesaplama görevine göre oldukça fazla prosedürün uygulanmasını gerektirmektedir. Değerlendirme görevi, bir değer tahmini ile sonuçlanırken, hesaplama görevi değer hesaplanmış bir tutarı ile sonuçlanır. Değerlendirme görevi, değerlemeyi talep edenin istekleri doğrultusunda belirlenir.⁷⁵²

⁷⁵¹ American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**. Amerikan Değerleme Birliği (The American Society of Appraisers ASA), **Şirket Değerleme Standartları (Business Valuation Standards)** p. 21-26.

⁷⁵² American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), **Statements on Standards for Valuation Services; VS Section 100, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset**, p. 6-7. Değerlemeyi talep edenin isteklerinden kasıt, değerlendirme için gerekli yasal veya

- **Değerleme görevi:** Değerleme uzmanının bir değerleme görevi gerçekleştirirken, değerlendirilecek varlığın değerini tahmin etmede uygun gördüğü değerleme yaklaşım ve yöntemlerini uygulamakta serbest olduğu ve değeri tahmin ettiği bir görevdir. Değerleme uzmanı, değerlendirme sonucunu tek bir tutar veya bir tutar aralığında açıklar.
- **Hesaplama görevi:** Değerleme uzmanı bir hesaplama görevi gerçekleştirdiğinde, değerlendirme analisti ve müşteri, değerlendirme uzmanının kullanacağı değerlendirme yaklaşımları ve yöntemlerini (bu yaklaşım ve yöntemler değerlendirme görevine göre daha kısıtlı bir değerlemeyi gerektirmektedir) ve değerlendirme uzmanının değerlemeye konu varlığın değerini hesaplama sürecinde gerçekleştireceği prosedürlerin kapsamını kabul eder ve değerlendirme uzmanı görevin niteliğine uygun olarak değer hesaplanma görevini gerçekleştirir. Değerleme uzmanı, uyguladığı prosedürlerin sonuçlarını hesaplanmış bir değer olarak raporlar. Hesaplanan değer, bir tutar aralığı ve ya tek bir miktar olarak ifade edilebilir. Hesaplama görevi, değerlendirme için gerekli olan bütün prosedürleri (değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin seçimi ve uygunluğu gibi) içermemektedir.

4.2. Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri

Değerleme yaklaşımı, bir ya da birden fazla değerlendirme yöntemi kullanılarak değer belirleme faaliyetidir. Değerleme yöntemi ise, değer tahmininde kullanılan belirli bir teknik veya model olarak tanımlanmaktadır. Değerleme prosedürü ise bir değerlendirme yönteminin adımlarını gerçekleştirme şekli, eylemi ve tekniği olarak tanımlanmıştır.⁷⁵³

Şirket değerlemesinde farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Değerleme standartları yayımlayan kuruluşlar ve alanyazınındaki yazarlar, belirli sınıflandırmalara göre temel

finansal durumların varlığında önceden belirlenmiş ve/veya değerlemeyi talep edenin esas ve yöntem hakkındaki belirlemeleri konusunda değer esası, değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin belirli olması durumunda değerlendirme uzmanı bu talepler doğrultusunda değerlendirme görevini bu esas, yaklaşım ve yöntem tercihlerine uygun olarak sonuçlandıracaktır. Değerleme görevi ise daha çok yasal ve değerlemeyi talep eden tarafından belirli bir değer esası, değerlendirme yaklaşım ve yöntemi belirlenmediği durumlarda değerlendirme uzmanının değerlendirilecek varlık için farklı yaklaşımlar ve yöntemlerle bir tutar veya tutar aralığında varacağı değer tahmini sonucunu ifade etmektedir.

⁷⁵³ UDS, **Terimler Sözlüğü**, “*Valuation Approach/Valuation Method*”; Chambers, **a.g.e.**, s. 199; Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII, No: 45), s. 109.

yaklaşımları maliyet, gelir ve pazar yaklaşımı olarak genel bir ayrıma tabi tutmaktadırlar.⁷⁵⁴

Bir değerlemede “seçilecek değerlendirme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıklarının içeriği ile ilişkili olması” gerekir. Temel değerlendirme yaklaşımları, (1) pazar yaklaşımı, (2) gelir yaklaşımı, (3) maliyet yaklaşımı ve (4) muhasebe temelli yaklaşım olarak genel bir ayrıma tabi tutulmaktadırlar. Değerlemede kullanılan pazar yaklaşımı fiyat dengesi, gelir yaklaşımı fayda beklentisi ve maliyet yaklaşımı ise ikame ekonomi ilkelerine dayanmaktadır.⁷⁵⁵ Muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımı ise şirket varlık ve yükümlülüklerin değerlerini yasal mevzuat veya finansal raporlama ilkelerine dayalı olarak, muhasebe verilerinden hareketle kayıtlı değerleri veya düzeltilmiş değerlerini esas alarak özkaynak değerini tespit eden bir yaklaşım olarak kabul edilebilir.

Bu kapsamda;

- **Pazar yaklaşımı** için varlıkların emsal değerinin tespit edilebileceği bir piyasanın varlığının bulunması,
- **Gelir yaklaşımında** şirketin nakit akışlarının olması ve güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi,
- **Maliyet yaklaşımında** varlığın maliyetinin benzeri ile karşılaştırılabilmesi veya “yeniden üretim maliyeti”nin hesaplanabilir olması ve

⁷⁵⁴ UDS 2017, s. 41. “Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartlarına ilişkin esasları belirlemek üzere”, Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1), 01.02.2017 tarih ve 29966 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Tebliğ’in m. 3/1’e göre “Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.” (Çevrimiçi: <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20170201/0>, Erişim Tarihi: 17.01.2018).

⁷⁵⁵ UDS 2017, s. 41. Değerleme alanyazınında yukarıda sayılan değerlendirme yaklaşımlarının haricinde birçok değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri mevcut olmasına rağmen temel belirleme fiyat dengesi, fayda beklentisi ve ikame ekonomi ilkelerine göre sınıflandırılmaktadır. Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi “şirketin vergi sonrası net faaliyet kârının, o kârı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değeri” yani fayda beklentisi temeline dayanır. Diğer taraftan Fazla Kazanç Yöntemi (excess earnings method)’nde olduğu gibi gelir yaklaşımı ve muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımlarını birleştirerek şirketin net aktifleri ile şirketten bağımsız olarak ölçülemeyen maddi olmayan varlıklarının oluşturduğu şerefiye değerini ortaya koyan karma bir yöntemlerde mevcuttur.

- **Muhasebe temelli değerleme yaklaşımında** ise yasal mevzuat veya finansal raporlama ilkelerine dayalı olarak özkaynak değerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bir şirketin değerinin, şirketin kayıtlı malvarlığı değerinden daha yüksek olması durumunda, değerlemenin muhasebe temelli değerleme yaklaşımı ile değil, pazar, gelir veya maliyet yaklaşımları (UDS, 2017:41)⁷⁵⁶ veya değerleme alanyazınında kabul görmüş diğer yaklaşım ve yöntemler ile değerlendirilmesi gerekir.⁷⁵⁷ TTK m. 641’de “*bilanço değeri*” olarak özel bir ifade ile belirtilen kavram, muhasebe temelli değerleme yaklaşımı kapsamında defter değeri için kullanılan kanuni bir kavramdır.

Özellikle muhasebe standartlarının yaygın olarak kullanılmaya başlanması, bu yaklaşımın muhasebe ağırlıklı olması nedeniyle muhasebe temelli değerleme yaklaşımı UDS’de yer almamaktadır.⁷⁵⁸ Ancak, yine de değerleme alanyazınında muhasebe temelli değerleme yaklaşımına yer verilmektedir.⁷⁵⁹ Maliyet, gelir ve pazar yaklaşımı⁷⁶⁰ olarak üç temel yaklaşım içerisinde birçok farklı değerlendirme yöntemi bulunmaktadır. Çalışmanın

⁷⁵⁶ UDS, 2017:41. UDS 2011’de yatırım ve holding şirketlerin değerinin varlıklar ve borçların toplamından çıkartılabileceği, bu yaklaşımın varlık yaklaşımı veya net varlık yaklaşımı yöntemi olarak adlandırılmasına rağmen bir değerlendirme yaklaşımı olarak kabul edilmediğine de yer verilmiştir. Değerleme alanyazını açısından varlık yaklaşımı, net aktif değeri gibi muhasebe verilerinden elde edilen verilerden hareketle şirket değeri tespit edilse de varlık yaklaşımına UDS 2017’de yer verilmemiştir.

⁷⁵⁷ Gerçek değer belirlenmesinde kullanılacak değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerini yargıda yapılacak değerlemeler açısından genel kabul görmüş değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri olarak sınırlandırılabilse de TTK m. 641/2 gerekçesine göre ayrılma akçesinin değeri, “*şirket sözleşmesi ile Kanun’dan farklı bir şekilde düzenleme olanağı*” sağlanmıştır. Bu şekilde ayrılma akçesi, şirket sözleşmesi ile belirli bir tutar, belirli bir varlık değeri, belirli bir tutarın herhangi bir endekse bağlı değeri gibi gerçek değer esasının haricinde de belirlenebilme olanağı bulunmaktadır. Ancak bu gerçek değerden farklı bir şekilde ayrılma akçesinin tutarının belirleme serbestisi gerekçede “*hukukun genel ilkeleri*” ile sınırlandırılmıştır.

⁷⁵⁸ UDS 2011, s. 43. UDS 2011’de yatırım ve holding şirketlerin değerinin varlıklar ve borçların toplamından çıkartılabileceği, bu yaklaşımın varlık yaklaşımı veya net varlık yaklaşımı yöntemi olarak adlandırılmasına rağmen bir değerlendirme yaklaşımı olarak kabul edilmediğine de yer verilmiştir. UDS 2017’de ise varlık yaklaşımına yer vermemiştir.

⁷⁵⁹ Değerleme alanyazınında yaklaşım temelleri farklı bir şekilde de ele alınmıştır. Bilanço temelli, gelir tablosu temelli, şerefiye (goodwill) temelli ve nakit akış temelli değerlendirme yaklaşımları olarak ele alınmıştır. Pablo Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, Academic Press, 2002, p. 24, 27, 33, 37.

⁷⁶⁰ ASA ve NAVCA değerlendirme yaklaşımları olarak aktif bazlı, gelir bazlı ve piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımlarını temel almıştır. Amerikan Değerleme Uzmanları Derneği (The American Society of Appraisers ASA), Şirket Değerleme Standartları (Business Valuation Standards), (Çevrimiçi: https://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0, Erişim Tarihi: 19.01.2018), p. 9-12; National Association of Certified Valuators and Analysts (NACVA), “*Fundamentals, Techniques & Theory, Commonly Used Methods Of Valuation*”, Chapter Six, p. 1; International Valuation Standards Council, UDS, 105 2016, p. 6.

izleyen bölümlerinde, UDS’de tanımlanmış pazar, gelir ve maliyet yaklaşımı ile muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımlarına yer verilecektir.

4.2.1. Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımının temelini, birbirine benzer varlık veya şirketlerin pazar tarafından nasıl fiyatlandırıldığı oluşturur.⁷⁶¹ Pazar yaklaşımı,⁷⁶² *“varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (veya benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği”* yaklaşımı ifade eder.⁷⁶³

Pazardaki alıcıların varlık için belirledikleri değer, o varlığın değerini oluşturur. Bunun içinde etkin bir pazarın ve o pazarda benzer varlıkların değişiminin yapılması gerekir. Değerlemeye tabi tutulacak varlığın benzerlerinin pazar fiyatının varlığı halinde, pazar yaklaşımı açısından iyi bir gösterge olacaktır.⁷⁶⁴

Etkin bir piyasada pazar fiyatı, varlığın değerini en iyi tahmin aracıdır. Pazar yaklaşımının amacı, bu değer doğrulanmasıdır. Pazarda hangi varlıkların düşük ya da aşırı değerli olduklarına ilişkin yatırım kararlarının verilmesinde iki varsayım söz konusudur. Birincisi, piyasaların etkin olmadığı ve değerlemeyle ilgili hesaplamalarda yanlışlar yapıldığı varsayımdır. İkincisi ise, bu etkinsizliğin ve yanlışlığın nasıl ve ne zaman düzeltileceği ile ilgili varsayımdır.⁷⁶⁵

Pazar yaklaşımında bir varlığın değeri, standardize edilmiş kazançlar, nakit akışları, defter değeri ve gelirler gibi temel değişkenler kullanılmak üzere karşılaştırılabilir varlıkların fiyatlarından hareketle tespit edilir.⁷⁶⁶ Öncelikli olarak karşılaştırılabilir varlığın belirlenmesi ve bu varlığın pazar değerine ilişkin bilgilerin sağlanması

⁷⁶¹ Damodaran, **Damodaran on Valuation**, p. 299; Öztürk, **a.g.e.**, s. 112.

⁷⁶² Bazı yazarlar pazar yaklaşımı için piyasa (Chambers (2009)) veya göreceli yaklaşım (Damodaran (2005)) terimlerini kullanmışlardır. Çalışmamızda kavram birliğinin sağlanması amacıyla ise UDS’de yer alan kavram ve terimler tercih edilmiştir.

⁷⁶³ UDS 2017, s. 42.

⁷⁶⁴ Chambers, **a.g.e.**, s. 201.

⁷⁶⁵ Aswath Damodaran, **Investment Valuation**, John & Wiley, New York, 2002, p. 6; Chambers, **a.g.e.**, s. 199.

⁷⁶⁶ Damodaran, **Investment Valuation**, ch2, p. 10.

gerekmektedir. Pazar bilgileri elde edildikten sonra bu değerler standart hale getirilmektedir. Standart duruma dönüştürme işlemleri ile de fiyat çarpanları oluşturulur. Bundan sonra, değerlemesi yapılmakta olan varlığın çarpanı veya standardize edilmiş değeri, karşılaştırılacak olan varlığın standart değeri ile kıyaslanır. Bu kıyaslama sırasında, çarpanı etkileyebilecek şirketler arası farklılıklar dikkate alınır.⁷⁶⁷

UDS'ye göre aşağıda yer verilen hallerde, “*pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir*”:⁷⁶⁸

- “*değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedelle son dönemde satılmış olması*”,
- “*değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi ve/veya*”
- “*önemli ölçüde benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve/veya güncel gözlemlenebilir işlemlerin söz konusu olması*”.

Pazar yaklaşımında kullanılan değerlendirme yöntemleri çalışmanın izleyen kısımlarında ele alınmıştır.

4.2.1.1. Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi

Karşılaştırılabilir işlemler yönteminin amacı, pazarda mevcut fiyatlandırılmış benzer varlık veya şirketler değerlendirilerek, değerlendirme yapılan varlık veya şirketler için değer tespiti edilmesidir.⁷⁶⁹ Bu yöntemde, değerlendirme konusu varlığın pazardaki aynı veya benzer varlıklarla ilgili alış ve satış fiyat bilgilerinden yararlanılarak gösterge niteliğindeki değere ulaşılabilmektedir.⁷⁷⁰ Gösterge niteliğindeki değer, yakın zamanda

⁷⁶⁷ UDS 2017, s. 45-46.

⁷⁶⁸ UDS 2017, s. 43.

⁷⁶⁹ İvgen, **a.g.e.**, s. 117.

⁷⁷⁰ UDS 2017, s. 45. UDS 2011’de ise, pazar yaklaşımı içerisinde ayrı yöntemlere yer vermemesine rağmen, UDS 2017’de ise iki ayrı yönteme yer vermiştir. Damadoran pazar yaklaşımı yerine “*relative valuation*” kavramı ile ifade etmiştir. Damadoran, **Investment Valuation**, ch 2, p. 9.

yapılan bir birleşme veya satış olabileceği gibi,⁷⁷¹ halka açık olmayan şirketlerin el değiştirme fiyatları ve analizlerinin yer aldığı veritabanlarındaki karşılaştırılabilir şirketlerin verileri de kullanılabilir. ⁷⁷²

Karşılaştırılabilir işlemler yönteminde, “*karşılaştırmanın dayanağını teşkil eden ve karşılaştırma birimi olarak da bilinen bir dizi farklı karşılaştırılabilir kanıt kullanılabilir. Taşınmaz mülkiyet hakları için genelde kullanılan birçok karşılaştırma biriminden bazılarında metrekare birim fiyat, metrekare birim kira ve kapitalizasyon oranları örnek verilebilir. İşletme değerlemesi için genelde kullanılan birçok karşılaştırma biriminden bazıları arasında FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) çarpanları, kazanç çarpanları, hâsılat çarpanları ve defter değeri çarpanları yer alır. Finansal araç değerlemesi için genelde kullanılan birçok karşılaştırma biriminden bazıları arasında ise, getiriler ve faiz marjları gibi ölçütler yer alır. Kullanılan karşılaştırma birimleri varlık sınıfları arasında ve sektörler ile coğrafi bölgeler itibarıyla farklılaşabilir.*”⁷⁷³

Değerlemede kullanılacak çarpanların dayandığı temel amaç; değer, gelecekte nakit akışlarını artıran etkiye bulunurken, varlığın riski üzerinde azaltıcı etkiye bulunmasıdır. Bu yöntemde çarpanlar, değerlerin özünü oluşturmaktadır. Bu çarpanların performansının belirlenmesinde iki ölçüt esas alınmaktadır. Bu ölçütlerden biri, değer gelecekteki kârlılığını yansıtmaması, diğer ölçüt ise birbirine benzer şirketler arasından seçilen karşılaştırılabilir şirketlerin risk ve büyüme gibi önemli özelliklerinin değerlendirilmesidir. ⁷⁷⁴

⁷⁷¹ İsmet Demirkol, Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s. 27.

⁷⁷² “*Institute of Business Appraisers (IBA), BIZCOMPS®, Pratt’s Stats™, Mid Market Comps (ValueSource), Mergerstat®*” gibi veritabanlarında yer alan veri kaynakları, Amerika’da göreceli olarak küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin satış ve birleşme gibi durumlardaki el değiştirme ve birleşme değerleri ile ilgili oluşturulmuş ve bu işlemlerden kaynaklanan verileri sunan veritabanlarıdır. ASA “*Chapter Six: Commonly Used Methods Of Valuation*”, **Fundamentals, Techniques & Theory**, V. 1, 2012, p. 14.

⁷⁷³ UDS 2017, s. 45-46.

⁷⁷⁴ Chambers, **a.g.e.**, s. 202.

Karşılaştırılabilir işlemler yönteminin en belirgin özelliği, değeri belirlenecek varlığın niteliklerine en benzer özellikte ve yakın zamanda satışı yapılmış yeterli sayıda varlığın bulunmasıdır.⁷⁷⁵

Bu yöntemin temel uygulama aşamaları şu şekilde sıralanabilir:⁷⁷⁶

- “ilgili pazardaki katılımcılar tarafından kullanılan karşılaştırma birimlerinin tespit edilmesi”,
- “ilgili karşılaştırılabilir işlemlerin tespit edilmesi ve bu işlemler için temel değerlendirme ölçütlerinin hesaplanması”,
- “karşılaştırılabilir varlıklar ile değerlendirme konusu varlık arasında niceliksel benzerliklerin ve farklılıkların tutarlı bir karşılaştırmalı analizinin yapılması”,
- “karşılaştırılabilir varlıklar ile değerlendirme konusu varlık arasındaki farklılıkların yansıtılabilmesi amacıyla değerlendirme ölçütleri (varsa) için gerekli düzeltmelerin yapılması”
- “düzeltilmiş değerlendirme ölçütünün değerlendirme konusu varlığa uygulanması ve”
- “çeşitli değerlendirme ölçütünün kullanılması halinde gösterge niteliğindeki değerlerin tek bir sonuca ulaştırılması”.

Diğer taraftan karşılaştırılabilir işlemler yöntemi değerlemenin risk, büyüme ve nakit akımları gibi temel değişkenlerini ihmal ettiği için, piyasalar yükseliş halindeyken aşırı değerlemeye, piyasalarda düşüş söz konusuysa düşük değerlemeye yol açabileceği ve değerlemede kullanılan çarpanların analistler tarafından sübjektif bir şekilde seçilme ihtimali olduğu için eleştirilmektedir.⁷⁷⁷

4.2.1.2. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki kılavuz emsaller yöntemindeki temel amaç, borsada işlem gören benzer nitelikteki varlık ve şirketlerin gösterge niteliğindeki değerinden hareketle değerlendirilecek

⁷⁷⁵ Tanrıvermiş, a.g.e., s. 133.

⁷⁷⁶ UDS 2017, s. 46.

⁷⁷⁷ İvgen, a.g.e., s. 117-120.

varlık ve şirketin değerinin tespit edilmesidir. Borsadaki kılavuz emsaller yöntemi, karşılaştırılabilir işlemler yöntemine benzemekle birlikte, bu yöntemin uygulanabilmesi için varlık ve şirketlerin borsada işlem görüyor olması gerekmektedir.⁷⁷⁸

Bu yöntemin temelindeki düşünce, bir şirketin veya varlığın değerinin borsada işlem gören karşılaştırılabilir şirketler emsal gösterilerek belirlenebilmesidir. Bu yöntemde bir varlık, benzer varlıkların borsada nasıl fiyatlandırıldığına bakılarak değerlendirilir.⁷⁷⁹

Bu yöntemde, borsadaki benzer varlık veya şirketin, *“benzer pazar segmentine, coğrafi konuma, hâsılat ve/veya varlık büyüklüğüne, büyüme oranlarına, kâr marjlarına, kaldıraça, likiditeye ve çeşitlendirmeye sahip olanlar”* arasından seçilmesi gerekir.⁷⁸⁰

Uygun çarpanın kullanılması, değerlendirilecek şirketin özelliklerine ve değerlemenin amacına göre büyük ölçüde değişiklik göstermektedir. Örneğin faaliyete yeni başlayan bir şirketin değerlemesi için satışa dayalı gelir çarpanını kullanmak uygunken, istikrarlı bir sektörde uzun süredir faaliyet gösteren güçlü bir şirket için kazanç ve defter değeri çarpanlarını kullanmak daha uygundur. Bunun yanında, tasfiye halindeki bir şirketin değerlemesinde defter değeri çarpanları kullanılabilir.⁷⁸¹

Değerlemesi yapılacak bir şirketin nakit akışları, büyüme potansiyeli ve risk profiline birebir benzer karşılaştırılabilir bir şirket bulmak oldukça zordur. Bu nedenle, karşılaştırılabilir şirketler ile değerlendirilen şirketler arasındaki farklılıklar araştırılarak, bu farklılıkları gidermek amacıyla birtakım kontrol işlemlerinin yapılması gerekmektedir.

Bu yöntemin temel uygulama aşamaları, *“ilgili pazardaki katılımcılar tarafından kullanılan değerlendirme ölçütlerinin/karşılaştırılabilir kanıtların tespit edilmesi, borsadaki ilgili kılavuz emsallerin tespit edilmesi ve bu işlemler için temel değerlendirme ölçütlerinin*

⁷⁷⁸ UDS 2017, s. 47-48.

⁷⁷⁹ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 123.

⁷⁸⁰ UDS 2017, s. 48.

⁷⁸¹ Küçükcaraba, **a.g.e.**, s. 105-106.

hesaplanması, borsadaki emsaller ile değerlendirme konusu varlık arasındaki farklılıkların yansıtılabilmesi amacıyla değerlendirme ölçütleri (varsa) için gerekli düzeltmelerin yapılması, düzeltilmiş değerlendirme ölçütünün değerlendirme konusu varlığa uygulanması ve çeşitli değerlendirme ölçütünün kullanılması halinde gösterge niteliğindeki değerlerin ağırlıklandırılması” şeklinde sırlanabilir.⁷⁸²

4.2.1.3. Pazar Yaklaşımında Kullanılan Karşılaştırma Birimleri

Pazar yaklaşımında çeşitli çarpanlar kullanılmaktadır. UDS’de birçok karşılaştırma birimi mevcut olmasına rağmen çalışmamızda, şirket değerlemesi için kullanılan karşılaştırma birimi olarak FAVÖK çarpanı, kazanç çarpanı, hasılat çarpanı ve defter değeri çarpanına yer vermiştir. Bu çarpanlar aşağıda yer alan kısımlarda ele alınmıştır.

4.2.1.3.1. Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr Çarpanı

Faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr çarpanı, şirketlerin pazar değerlerini hesaplamada kullanışlı bir göstergedir. FAVÖK, şirketin nakit kârlılığının ve borç ödeme kapasitesinin bir göstergesi olarak görülmektedir. Net kârın hesaplanmasında, faiz, vergi ve amortisman giderleri göz önünde bulundurulmaktadır. Amortisman oranları ve yöntemleri ülkeden ülkeye, hatta şirketten şirkete göre değişmektedir. Dolayısıyla şirketlerin karşılaştırılmasında, faaliyet ve net kâr yanıltıcı olabilmektedir. Bu nedenle bu kâr kalemlerinin yerine faiz, vergi ve amortisman öncesi kârın kullanılması öngörülmektedir.⁷⁸³

Faiz, vergi ve amortisman öncesi kârın yaygın olarak kullanılmasının üç temel nedeni vardır. Bu nedenlerden ilki, oranın genellikle pozitif olmasıdır. Şirketin net kârı negatif

⁷⁸² UDS 2017, s. 48-49. Damadoran, ise bu yaklaşımdaki aşamaları, a) karşılaştırılabilir şirketlerin belirlenmesi, b) karşılaştırılabilir standardize fiyatlara ulaşmak için pazardaki fiyatların ortak bir değişkenle ölçeklendirilmesi ve c) varlıklar arasında düzeltme işleminin yapılması, şeklinde sıralamıştır. Damadoran, **Damodaran on Valuation**, s. 299-300. Bu yöntemin benzer şekildeki aşamaları için bkz. Yalçın, **a.g.e.**, s. 234.

⁷⁸³ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 134.

olsa bile genelde FAVÖK değeri pozitif çıkmaktadır. İkinci neden, şirketlerin amortisman yöntemlerinin farklılık göstermesinden kaynaklanmaktadır. Üçüncü neden ise, şirketlerin farklı finansal kaldıraç oranlarına sahip olmasıdır. FAVÖK şirketlerin amortisman yöntemlerindeki farklılıkların ve farklı finansal kaldıraç oranlarının kâr üzerindeki etkilerini ortadan kaldırmaktadır.⁷⁸⁴ FAVÖK çarpanı aşağıdaki gibi formüle edilebilir:⁷⁸⁵

$$\text{Şirket Değeri/FAVÖK} = \frac{\text{Özkaynakların Pazar Değeri} + \text{Borcun Pazar Değeri} - \text{Nakit}}{\text{FAVÖK}}$$

4.2.1.3.2. Kazanç Çarpanları

Bir varlığa ödenen fiyat ile varlıktan beklenen kazancın belirlenmesi amacıyla en yaygın kullanılan çarpanlardan biri kazanç çarpanlarıdır.

Kazanç çarpanlarıyla değerlemede şirketler, muhasebeden elde edilen verilerle bulunan çarpan değerlerine dayanılarak değerlendirir.⁷⁸⁶ Başlıca kazanç çarpanları aşağıdaki gibidir.

- **Fiyat/Kazanç Oranı:** Söz konusu oran, hisse başına net kâr ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gerektiğinden hareket eder. Söz konusu çarpan, şirketin bir birim vergi sonrası hisse başı kârına karşılık yatırımcıların kaç birim ödemeye razı olduklarını gösterir. Diğer bir ifadeyle fiyat/kazanç oranı, hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancın kaç katı olduğunu ortaya koymaktadır. Fiyat kazanç oranı aşağıdaki gibi formüle edebilir:⁷⁸⁷

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

- **Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) – Beklenen Büyüme Oranı:** Bu çarpan özellikle yüksek büyüme oranına sahip şirketlerde kullanılmaktadır. Benzer büyüme ve riske sahip

⁷⁸⁴ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 134; Ercan vd., **a.g.e.**, s. 59.

⁷⁸⁵ Damadoran, **Damodaran on Valuation**, p. 389.

⁷⁸⁶ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 126.

⁷⁸⁷ Chambers, **a.g.e.**, s. 217-219.

şirketler arasında hangi şirkete yatırım yapılacağını belirlemede, F/K oranı düşük olan şirket tercih edilebilir.⁷⁸⁸ Çarpan oranları, beklenen büyüme oranlarından düşük olan şirketler daha düşük değerlendirilmiş olarak kabul edilir.⁷⁸⁹

- **Fiyat/Gelecekteki Kazanç Oranı:** F/K oranı negatif olan şirketlerde, fiyat/gelecekteki kazanç oranı kullanılmaktadır.⁷⁹⁰

4.2.1.3.3. Gelir Çarpanları

Kazanç ve defter değeri çarpanları, muhasebeden elde edilen verilerle belirlenmektedir. Bu nedenle bu çarpanlar muhaseden elde edilen ölçümlerle belirlenmekte, muhasebe ilke ve kurallarından etkilenmektedir. Muhasebe tarafından üretilen bilgilerden daha az etkilenen gelir çarpanları, bir varlığın değerinin, varlığın elde ettiği gelire oranı olarak tanımlanabilir.⁷⁹¹

Şirketin toplam gelirinin ölçülmesinde kullanılan ve kazanç çarpanlarına alternatif olan gelir çarpanları, kâr elde etmeyen şirketler için de kullanılabilir niteliktedir. Kazanç çarpanları, negatif kârlılığı olan şirketlerde kullanılmamakta ancak gelir çarpanları, şirketin hasılatlarını dikkate aldığından kâr elde etmeyen ve farklı muhasebe uygulamaları kullanan şirketlerin değerlemesinde de kullanılabilir. Gelir çarpanları, stok değerlendirme yöntemleri, amortisman uygulamaları, araştırma ve geliştirme harcamalarının aktifleştirilmesi ve gider şeklinde muhasebeleştirilmesinden etkilenmemektedir.⁷⁹²

Gelir çarpanlarını kullanmak suretiyle değişik sektörlerde faaliyette bulunan ve farklı muhasebe ilke ve uygulamalarına sahip şirketleri karşılaştırabilmek, defter değeri çarpanları ve kazanç çarpanlarına göre daha kolaydır. Ancak, şirket değerlemesinde şirketin satışlarını esas alıp maliyetlerini göz ardı etmesi nedeni ile bu çarpan, zarar eden

⁷⁸⁸ İvgen, **a.g.e.**, s. 137.

⁷⁸⁹ Küçükcaraba, **a.g.e.**, s. 114; İvgen, **a.g.e.**, s. 137; Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 131-132.

⁷⁹⁰ Ercan vd., **a.g.e.**, s. 57; Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 133; Küçükcaraba, **a.g.e.**, s. 116.

⁷⁹¹ Damadoran, **Damodaran on Valuation**, p. 305.

⁷⁹² Ercan vd., **a.g.e.**, s. 68.

bir şirketin sadece satışları dikkate alması nedeni ile şirketin veya varlığın daha değerli olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır.⁷⁹³

Gelir çarpanları olarak, fiyat/satışlar (F/S) oranı ve şirket değeri/satışlar oranı aşağıda kısaca açıklanmıştır.

- **Fiyat/Satışlar Oranı:** Oran, şirketin toplam piyasa değerinin şirketin son on iki aylık satışlarına bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu çarpan, şirketin satışları için alıcıların ne kadar ödeme yapmaya istekli olduklarını belirlemede kullanılır. Bu oran, şirketin satışları ile özkaynaklarının pazar değeri arasındaki ilişkiyi göstermektedir.⁷⁹⁴ Şirketin satışları üzerinde ortaklar ve borç verenlerin belirli hakları bulunduğundan, bu çarpanın payı ile paydası arasında tutarsızlık bulunmaktadır.⁷⁹⁵
- **Şirket Değeri/Satışlar Oranı:** Bu oran, F/S oranında payda olan şirketin piyasa fiyatı olarak adlandırılan fiyat yerine, şirketin özkaynakları ile borçlarının toplamını payda kullanarak, şirketin özkaynak ve borçları toplamalarının satışlara oranlanması ile bulunmaktadır. Şirket değeri/satışlar oranı, perakendecilik ve telekomünikasyon sektörlerindeki şirket değerlemelerinde yaygın olarak kullanılmaktadır.⁷⁹⁶

Fiyat/satışlar oranını etkileyen temel değişkenler; net kâr marjı, kâr payı ödeme oranı ve özkaynak maliyetiyken, şirket değeri/satışlar oranını etkileyen temel değişkenler; vergi sonrası net kâr marjı, yeniden yatırım oranı ve sermaye maliyetidir.⁷⁹⁷

4.2.1.3.4. Yerine Koyma Değeri ve Defter Değeri Çarpanları

Varlıkların yerine koyma maliyetlerini esas alan çarpanlar ile muhasebe verilerine dayanan defter değeri çarpanları, şirket değerlemelerinde kullanılmaktadır. Bu

⁷⁹³ Konuralp, a.g.e., s. 222.

⁷⁹⁴ Sipahi, Yanık ve Aytürk, a.g.e., s. 138. Alanyazınında bu çarpan “*Fiyat/Satışlar Oranı*” olarak adlandırılmakta ancak bu kavramda yer alan fiyatın “*şirketin piyasa fiyatı*” olduğundan, “*fiyat*” kavramı yerine “*şirketin piyasa fiyatı*” kavramının kullanılması daha uygundur.

⁷⁹⁵ İvgen, a.g.e., s. 126.

⁷⁹⁶ İvgen, a.g.e., s. 133-134.

⁷⁹⁷ Yalçın, a.g.e., s. 278-279.

çarpanlardan en fazla kullanılanları yeniden yerine koyma (Tobin's Q) oranı ile piyasa değeri/defter değeri oranlarıdır.⁷⁹⁸

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri:** Bu oran, iki değer arasında belli bir katsayı belirlemeye yönelik olarak kullanılmaktadır. Şirketlerin geçmiş muhasebe verilerinden hareketle veya aynı sektördeki diğer şirketlerin muhasebe verilerinden yararlanmak suretiyle, şirketin defter değeri ile piyasa değeri arasında makul bir katsayı bulunmaya çalışılmaktadır.⁷⁹⁹ Bu oran, duran varlıkları yüksek olan sektörlerdeki şirketler ile finansal hizmet sunan şirketlerin değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır.⁸⁰⁰ Piyasa değeri/defter değeri oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

- **Yeniden Yerine Koyma (Tobin's Q) Oranı:** Defter değerinin, varlıkların gerçek değerinin tespitinde iyi bir ölçüt olmadığı durumlarda, varlıkların yerine koyma maliyeti alternatif bir yöntem olarak kullanılmaktadır.⁸⁰¹ Bir varlığın piyasa değeri, o varlığın yerine koyma maliyeti ile karşılaştırılır ve şirketlerin varlıklarının piyasa değeri bu varlıkların yerine koyma maliyetine bölünür.⁸⁰² Yeniden yerine koyma oranı, Tobin's Q oranı olarak da bilinmekte ve aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir:

$$\text{Yeniden Yerine Koyma Oranı} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Yenileme Değeri}}$$

4.2.1.3.5. Sektöre Özgü Çarpanlar ve Diğer Çarpanlar

Sektöre özgü çarpanlar, özellikle karşılaştırılabilecek fazla çarpanın bulunmadığı durumlarda, belirli sektörlerde, zarar eden veya negatif kârlılığı olan, hesaplanan defter değerleri düşük ve yeni kurulan şirketlerde kullanılmaktadır.⁸⁰³

⁷⁹⁸ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 135.

⁷⁹⁹ Chambers, **a.g.e.**, s. 221-222.

⁸⁰⁰ Öztürk, **a.g.e.**, s. 116.

⁸⁰¹ Gürbüz, Ergincan, **a.g.e.**, s. 177; Küçükcaraba, **a.g.e.**, s. 121; Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 138.

⁸⁰² Yalçın, **a.g.e.**, s. 273.

⁸⁰³ Öztürk, **a.g.e.**, s. 120.

Sektöre özgü çarpanların kullanılmasının bazı avantajları bulunmaktadır. Bu avantajlardan ilki, şirket değeri ile şirket faaliyetlerinin detayları ve üretilen mal ve hizmetler arasında bağlantı kurmasıdır. İkincisi, sektöre özgü çarpanlar finansal tablolardan bağımsız olarak, şirketin mal ve hizmet üretimi olarak adlandırılan çıktılarından hareketle, bu çıktıların kapasitelerine oranla bir değer hesaplamasına yardımcı olmaktadır. Üçüncü avantaj ise, kullanılabilecek başka bir çarpan veya değerlendirme yöntemi bulunamadığı durumlarda kullanılabilir bir yöntem olmasıdır.⁸⁰⁴

Bazı sektörler için kullanılabilecek çarpanlar aşağıdaki tabloda verilmiştir. Ancak sektörel çarpanlar tabloda verilenlerle sınırlı değildir. Bu çarpanlar dışında birçok farklı çarpan da türetilebilir.

Tablo 2: Bazı Endüstriler İçin Önerilen Sektörel Çarpanlar

Sektör	Önerilen Çarpan	Sektör	Önerilen Çarpan
Sağlık	Şirket Değeri / Yatak sayısı	Havacılık	Şirket Değeri / Uçak sayısı
Turizm	Şirket Değeri / Oda sayısı	Havacılık	Şirket Değeri / Yolcu sayısı
Perakende	Şirket Değeri / Metrekare	Çimento	Şirket Değeri / Ton
Telekom	Şirket Değeri / Abone sayısı	Görsel Medya	Şirket Değeri / Ekran sayısı
Bilgi Teknolojileri	Şirket Değeri / Çalışan sayısı	Yazılı Medya	Şirket Değeri / Abone sayısı
Demir Çelik	Şirket Değeri / Ton	Petrol, Doğalgaz	Şirket Değeri / Varil

Kaynak: Hakan Bilir, İhsan Kulalı, “İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılması Analizi”, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 7, Sayı:1, 2014, s. 58.

Çarpanların değerlemede sağlıklı bir şekilde kullanılabilmesi için aşağıdaki dört konunun dikkate alınması gerekmektedir.⁸⁰⁵

⁸⁰⁴ Yalçın, a.g.e., s. 280.

⁸⁰⁵ Chambers, a.g.e., s. 204-205.

- Kullanılacak çarpanın devamlılığının sağlanması ve göreceli olarak karşılaştırılması yapılacak tüm paylarda aynı çarpanın kullanılması,
- Değerlemede kullanılan çarpanın, piyasadaki şirketler arasında nasıl değişkenlik göstereceği konusunda duyarlı olunması,
- Her çarpanı oluşturan temel değişkenlerin neler olduğunun ve bu temel değişkenlerdeki değişimlerin çarpanı nasıl etkileyeceğinin iyi tanımlanmış olması,
- Karşılaştırılabilir şirketler bulunması ve karşılaştırmaların bu şirketler arasında yapılması, şirketlerin yapısal özellikleri arasındaki farklılıkların ortaya konularak kullanılacak çarpanlara göre düzenlemenin yapılması.

Eğer değerlendirme uzmanı sektör ortalaması ile şirketin değerlendirme ölçüleri arasındaki farka ilişkin temel değerlendirme unsurları açısından herhangi bir açıklama yapamıyorsa ve şirket için hesaplanan çarpan, sektör için hesaplanan ortalama çarpanın üstünde ise ilgili şirket, ortalamanın üstünde (aşırı) değerlendirilmiş olarak kabul edilir. Tersine şirket için hesaplanan çarpan, sektör için hesaplanan ortalama çarpanın altında ise ilgili şirket ortalamanın altında (az) değerlendirilmiş olarak kabul edilir.⁸⁰⁶

4.2.2. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımının temelini, *“yatırımcıların yatırımlarından getiri elde etmeyi beklmeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmasının gerekli görülmesi”* teşkil eder”.⁸⁰⁷ Bu yaklaşım, değerlendirilecek şirketi bir yatırım olarak görmekte ve şirketi gelecekte sağlayacağı gelirleri dikkate alarak değerlemektedir. Gelir yaklaşımı, gelecek yıllardaki nakit akışlarını belirli iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgedikten sonra, iskonto edilmiş yıllık tutarların toplamını alarak şirketin bugünkü değerini tespit etmektedir.⁸⁰⁸

⁸⁰⁶ A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, 2. Baskı, Literatür Yayınları, 2008, s. 181-182.

⁸⁰⁷ UDS 2017, s. 52. Bu yaklaşıma göre şirket değeri, şirketin gelecekte elde etmesi beklenen gelirlere dayanmaktadır. Varlıklar, gelir elde ettikleri sürece değer ifade ederler. Şirketin gelecekte elde edeceği gelirler de nakit akışı yaratma kapasitesine bağlıdır. Bu yaklaşıma göre, şirketin değeri gelecekte elde edeceği nakit akışlarının bugünkü değerine eşittir. Bu nakit akışları, şirketin büyüme potansiyeli ve riskine bağlıdır. Öztürk, **a.g.e.**, s. 84.

⁸⁰⁸ Chambers, **a.g.e.**, s. 232.

Gelir yaklaşımı, “*gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir*”.⁸⁰⁹

Gelir yaklaşımına göre bir şirketin değeri, ilgili şirket varlıklarının gelecek dönemde yaratacağı kazançların, şirketin hedeflenen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile günümüze iskonto edilmesi sonucunda bulunan nakit akışlarının değerine eşittir. Gelir yaklaşımında şirketin değeri, şirketin yaratabileceği nakit akışlarına ve bu nakit akışlarının risklilik derecesine bağlıdır.⁸¹⁰

Gelir yaklaşımının uygulanması ve bir değerlendirme sırasında diğer yaklaşımlar yerine gelir yaklaşımının tercih edilmesi ve uygulanması için varlığın gelecekteki gelir tutarının ve zamanlamasına ait gerçekçi tahminlerin bulunması, varlığın gelir yaratma kapasitesinin bulunması, varlığın değeri etkileyen önemli bir faktör olması veya varlığın pazar yaklaşımında kullanılabilecek benzerlerinin az sayıda olması ve ya hiç olmaması durumunda uygulanması gerekmektedir.⁸¹¹

Pazar yaklaşımı ile değerlemede, pazarda benzer varlıklara ödenen fiyatlar veri olarak alınarak varlığın değeri tespit edilmeye çalışılırken, gelir yaklaşımında ise varlığın gelecekte nakit yaratma kapasitesine değer tahmini yapılmaktadır.⁸¹²

Gelir yaklaşımı, varlığın elde bulundurulması ile sağlanacak olan gelirleri esas alır.⁸¹³ Gelir yaklaşımının temelindeki varsayım ileriye dönüktür. Bu ileriye dönük olma varsayımı, yatırım kararlarını ve şirket değerlemelerini de etkiler. Bugünkü değer her

⁸⁰⁹ UDS 2017, s. 51.

⁸¹⁰ Karakoca, **a.g.e.**, s. 20. Varlığın değeri, varlığın yarattığı nakit akışı, nakit akışlarının zamanlaması ve nakit akışlarıyla ilişkilendirilebilecek risk derecesi şeklindeki üç fonksiyona bağlıdır. Gürbüz, Ergincan, **a.g.e.**, s. 104.

⁸¹¹ UDS 2017, s. 51.

⁸¹² Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 123.

⁸¹³ Chambers, **a.g.e.**, s. 206.

zaman sermayenin fırsat maliyeti ile indirgenmiş olan gelecekteki nakit akışlarına eşittir.⁸¹⁴

Gelir yaklaşımının, uygulamada karmaşık bir yöntem olduğu söylenilebilir. Ayrıca birçok bilgi ve girdiyi içermesi, sübjektif varsayımlar yapılması ve geleceğe yönelik belirsizlikler bulunması modelin dezavantajlarını oluşturmaktadır. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, sürekli dalgalanan döviz kurlarının varlığı gibi ek risklerin de nakit akışlarının tahmininde ve iskonto oranının belirlenmesinde dikkate alınması gerekir. Bu yöntem nakit akışları pozitif olan ve geleceğe yönelik nakit akışları kolaylıkla tahmin edilebilen şirketler için daha anlamlı sonuçlar vermektedir.⁸¹⁵

Gelir yaklaşımında, gelir kapitalizasyonu yöntemi ve fazla kazanç yöntemi gibi yöntemler bulunmasına rağmen,⁸¹⁶ en bilinen yöntem İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yöntemidir. Gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.⁸¹⁷

Gelir yaklaşımı kapsamında şirket değerlemesinde kullanılan yöntemler içerisinde nakit akışlarının tahmin edilmesine yönelik olarak en fazla tercih edilen İNA yöntemi ile maddi olmayan duran varlıkların ve şerefiyenin değerlemesinde en çok tercih edilen fazla kazanç yöntemine çalışmanın izleyen kısımlarında yer verilmiştir.

⁸¹⁴ Hitchner, **a.g.e.**, p. 122.

⁸¹⁵ Öztürk, **a.g.e.**, s. 86; Chambers, **a.g.e.**, s. 237-238.

⁸¹⁶ Hitchner, **a.g.e.**, p. 123. **Gelir kapitalizasyonu yöntemi** (Capitalized cash flow method): Bu yöntem doğrultusunda bir varlığın değeri, o varlığın gelecekte sağlayacağı ortalama yıllık net gelirlerin bugünkü değerlerinin alınmasıyla bulunur. Bu kapsamda, ortalama yıllık net nakit akışı ve sabit bir kapitalizasyon oranı atanır ve işlem bu iki nihai değer üzerinden gerçekleştirilir. Ebubekir Ayan, “Gayrimenkul Değerlemesinde Gelir İndirgeme Yaklaşımı ve Yaklaşımın Türkiye Koşullarında Uygulanabilirliği (Kocaeli Uygulaması)”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 1, 2010, s. 385.

Fazla kazanç yönteminde, “bir maddi olmayan varlığın değeri, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığa atfedilebilen nakit akışlarının, nakit yaratması beklenen diğer varlıklara (yardımcı varlıklara) atfedilebilen nakit akışları kısmı düşüldükten sonra hesaplanan bugünkü değeri olarak tahmin edilir. Bu yöntem, genellikle, iktisap edenin bir işletme için ödediği toplam fiyatın, maddi varlıklar, tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar ve şerefiye arasında pay etmesi gerektiği değerlemelerde kullanılır”. UDS 2017, s. 87. Fazla kazanç yöntemi aktif ve gelir temelli yaklaşımların karışımı olan yöntemdir. Hitchner, **a.g.e.**, p. 123.

⁸¹⁷ UDS 2017, s. 52.

4.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

Bu yönteme göre şirket değeri, şirketin mevcut yapısı, organizasyonu ve insan kaynakları ile gelecekte elde etmesi beklenen nakit akışlarının analizi sonucunda belirlenmektedir.⁸¹⁸ İNA yöntemi bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan daha fazla getiri sağlaması durumunda değer yarattığı temeline dayanır.⁸¹⁹ İNA yönteminde, tahmini nakit akışları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.⁸²⁰

Nakit akış analizi yalnızca kârlılığı değil, yatırımla ilgili bütün nakit giriş ve çıkışlarını dikkate alır. Hesaplamalarda nakit çıkışı gerektirmeyen amortismanlar ve diğer muhasebe uygulamalarına ilişkin düzeltmeler yapılarak somut bilgilere ulaşılır. Bu nedenle nakit akışları, gerek bir yatırım için karar vermede, gerekse şirket değerlemelerinde öncelikli olarak dikkate alınmaktadır.⁸²¹ Ayrıca bu yöntemde şirketin sermaye durumu, yatırım planları, marka değeri, entelektüel sermayesi gibi şirkete değer yaratan birçok unsuru da dolaylı olarak değerlendirme kapsamında dikkate almaktadır.⁸²²

Bu yaklaşıma göre herhangi bir varlığın değeri, varlığın yarattığı nakit akışı, nakit akışlarının zamanlaması ve söz konusu nakit akışlarıyla ilişkilendirilebilecek risk derecesinden oluşan üç değişkenin fonksiyonudur. İNA formülasyonu aşağıdaki gibidir.⁸²³

⁸¹⁸ İvgen, **a.g.e.**, s. 43.

⁸¹⁹ Chambers, **a.g.e.**, s. 233. Şirket varlıkları değer yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedirler. İvgen, **a.g.e.**, s. 43.

⁸²⁰ UDS 2017, s. 53. Alanyazınında ayrıca, İNA kapsamında iki yönteme yer verilmektedir: Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flow to Equity), Şirkete Serbest Nakit Akışları (Free Cash Flow to Firm) yöntemleri. Öztürk, **a.g.e.**, s. 84; Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 104-109. Şirkete serbest nakit akışları, şirket ortaklarının şirketin her türlü finansal yükümlülüklerinin karşılanmasından sonra (borç ödemeleri, yeniden yatırım ödemeleri, vergi vs.) nakit akışlarından aldıkları paylar olarak tanımlanabilir. İvgen, **a.g.e.**, s. 48.

⁸²¹ Chambers, **a.g.e.**, s. 207-208; Karakoca, **a.g.e.**, s. 21.

⁸²² Hakan Yılmaz, Bekir Elmas ve Selçuk Yalçın, “Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Kullanımı: BİST Bilişim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 31, Sayı: 5, 2017, s. 1222.

⁸²³ Gürbüz, Ergincan, **a.g.e.**, s. 104-105.

$$\text{Değer} = \sum_{n=1}^N \frac{NA_n}{(1+i)^n}$$

Bu formülde, N: varlığın ömrünü, NA_n : n dönemindeki nakit akışını, i: iskonto oranını, ifade etmektedir.

İndirgenmiş nakit akışlarıyla şirket değerleme yaklaşımında nakit akışlarının tahmin dönemi genellikle 5-10 yıllık bir zaman dilimini kapsar. Tahmin süresinin sonunda bir artık değer (sonsuz kadar devam eden değer) hesaplanır. Artık değer bugünkü değeri, tahmin dönemindeki nakit akışlarının bugünkü değerine eklenir.⁸²⁴

İNA yöntemi kapsamındaki şirkete serbest nakit akışları, özkaynağa serbest nakit akışları ve kâr payı iskontolama yöntemleri İNA yönteminin varyasyonları şeklindedir.⁸²⁵ İNA yöntemi ile aynı verileri kullanmakla birlikte, farklı amaçlarla farklı sonuçlara ulaşmayı sağlayan diğer yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

Şirkete Serbest Nakit Akışları: Bu yöntem, şirketin tümüne yönelik bir değerlemeyi kapsamaktadır. Bu şekilde bir bütün olarak şirket değeri bulunduğundan sonra, bu değerden tüm yükümlülükler için yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek özkaynakların değeri bulunur.⁸²⁶ Diğer bir anlatımla şirkete olan serbest nakit akışları, vergiler dahil tüm faaliyet giderleri ödenip, gerekli işletme sermayesi ve maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımları yapıldıktan sonra şirkete kalan tüm nakit akışlarıdır.⁸²⁷ Yöntem aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:⁸²⁸

Şirkete Serbest Nakit Akışları = Faaliyet Kârı (1 – Vergi Oranı) – Semaye Harcamaları + Amortismanlar – /+ Nakit Dışı Çalışma Sermayesindeki Değişim

⁸²⁴ Chambers, **a.g.e.**, s. 209.

⁸²⁵ UDS 2017, s. 52.

⁸²⁶ Chambers, **a.g.e.**, s. 246.

⁸²⁷ Öztürk, **a.g.e.**, s. 100.

⁸²⁸ Damodaran, **Damodaran on Valuation**, p. 105

Bu yöntem, şirketin esas faaliyet kârını temel almaktadır. Şirkete olan serbest nakit akışları, FAVÖK'ten vergi ve şirketin ihtiyacı olan sermaye harcamaları (işletme sermayesi ve maddi ve maddi olmayan duran varlıklara harcanan sermaye) çıkarılıp, amortisman ve itfa giderleri eklenerek bulunur. Şirkete serbest nakit akışları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile iskonto edilerek şirket değeri bulunur. Şirketin borcunun düşülmesi ve hazır değerlerin (nakit ve nakit benzerlerinin) eklenmesi ile özkaynak değerine ulaşılır.⁸²⁹

Özkaynaklara Serbest Nakit Akışları: Şirketin her türlü finansal ve vergisel yükümlülüklerinin karşılanması sonrasında şirket ortaklarına -yatırımcılarına- kalan nakit akışı olarak tanımlanabilir.⁸³⁰ Bu yöntemde tahmini finansal tablolar üzerinden sadece sermayedarlara gelecekte sağlanması beklenen nakit akışları tahmin edilmektedir.⁸³¹ Bu yöntemde iskonto faktörü olarak, şirketin özkaynak maliyeti kullanılır. Özkaynaklara serbest nakit akışlarının şimdiki değere iskonto edilmiş tutarlarının toplamı, şirketin özkaynak değerini verir.⁸³² Yöntem aşağıdaki şekilde formüle edilebilir.⁸³³

Özkaynaklara Serbest Nakit Akışları = Net Gelir - (Sermaye Harcamaları – Amortismanlar) – Nakit Olmayan İşletme Sermayesindeki Değişim + (Borç Alışları – Borç Ödemeleri)

Kâr Payı İskontolama Yöntemi: Bu yönteme göre, bir şirketin pay senedinin gerçek değeri, gelecekte ortaklara dağıtılması öngörülen kâr paylarının belirli bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesi ile bulunur.⁸³⁴ Şirketler gelirlerinin tamamını kâr payı olarak dağıtmayabilirler. Kâr dağıtımını her yıl değişen bir şekilde gerçekleştirebilir. Bu nedenle şirketin toplam dönem net kârı değil, dağıtılan kâr paylarının iskonto edilmesi

⁸²⁹ Öztürk, a.g.e., s. 100-101.

⁸³⁰ Damodaran, **Damodaran on Valuation**, p. 105; İvgen, a.g.e., s. 48; Sipahi, Yanık ve Aytürk, a.g.e., s. 123.

⁸³¹ Chambers, a.g.e., s. 249; Öztürk, a.g.e., s. 93.

⁸³² Öztürk, a.g.e., s. 92.

⁸³³ Damodaran, **Damodaran on Valuation**, p. 105; Öztürk, a.g.e., s. 93.

⁸³⁴ İvgen, a.g.e., s. 50.

gerekir. Bu yöntemde şirkete ilişkin nakit akışlarını en iyi temsil eden verinin, şirketin ortaklarına dağıttığı veya dağıtacağı kâr payları olduğu kabul edilmektedir.⁸³⁵

Yukarıda İNA kapsamında yer alan üç yöntem, aynı verileri farklı amaçlar için kullanmaktadır. Aşağıdaki tabloda İNA kapsamındaki üç yöntemde kullanılan alternatif girdilere yer verilmiştir.

Tablo 3: İndirgenmiş Nakit Akışları ile Değerleme Alternatifleri

Değerlemede Kullanılan Alternatif Veriler	Alternatifler		
Nakit Akışları	Kâr Payı İskontolama Yöntemi	Özkaynaklara Serbest Nakit Akışları Yöntemi	Şirkete Serbest Nakit Akışları Yöntemi
İndirgeme Oranı	Özkaynak Maliyeti		AOSM
Büyüme Modeli	İstikrarlı Büyüme	İki Aşamalı Büyüme	Üç Aşamalı Büyüme

Kaynak: A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, 2. Baskı, Literatür Yayınları, 2008, s. 109; Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s. 118.

4.2.2.2. İndirgenmiş Nakit Akışları Yönteminde Aşamalar

Farklı alternatifleri (şirkete olan serbest nakit akışları, özkaynakalara olan serbest nakit akışları ve kâr payı iskontolama gibi) olsa da İNA’da kullanılan temel veriler aynıdır. İNA yöntemi, cari dönemde nakit akışları pozitif olan, gelecek dönemlerdeki nakit akışları kolaylıkla tahmin edilebilen ve uygun iskonto oranının belirlenmesinde risk değişkenlerini kullanabilen şirketler için daha başarılı sonuçlar verebilmektedir.⁸³⁶ İNA yönteminde şirketin geçmiş verileri ve performansı analiz edilerek, geleceğe yönelik nakit akışlarının tahmini yapılır. Nakit akışlarının indirgenmesinde kullanılacak indirgeme oranı, firmanın nakit akışlarının riskliliğini yansıtacak şekilde belirlenir. Nakit akışlarının tahmin süreci sonunda şirketin sonsuza kadar alacağı değer “devam eden

⁸³⁵ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 104-105.

⁸³⁶ Chambers, **a.g.e.**, s. 210-212.

değer” olarak belirlenir. Son aşamada ise gerekli hesaplamalar yapılarak şirket değerine ulaşılır.⁸³⁷ İNA yönteminin temel aşamaları şu şekilde sıralanabilir:⁸³⁸

- “değerleme konusu şirkete göre en uygun nakit akışı türünün seçilmesi (örneğin, vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışları, toplam nakit akışları veya özsermayeye ait nakit akışları, reel veya nominal nakit akışları vb.)”,
- “nakit akışlarının tahmin edileceği en uygun kesin sürenin varsa belirlenmesi”,
- “söz konusu süre için nakit akış tahminlerinin hazırlanması”,
- “kesin tahmin süresinin sonundaki devam eden değer değerleme konusu şirket için uygun olup olmadığının; daha sonra da, şirketin niteliğine uygun devam eden değer belirlenmesi”,
- “uygun indirgeme oranının belirlenmesi” ve
- “indirgeme oranının varsa devam eden değer de dâhil olmak üzere, tahminî nakit akışlarına uygulanması”.

Aşağıda İNA yönteminde kullanılan nakit akış türü, kesin tahmin süresi, nakit akışı tahminleri, devam eden değer, hurda değer/elden çıkarma maliyeti ve indirgeme oranı gibi kavramlar İNA kapsamında açıklanmış olsa da, bütün gelir yaklaşımında yer alan yöntemler için de kısmen veya tamamen kullanılabilir.⁸³⁹

Nakit Akış Türü: Nakit akışının amacı, şirketlerin finansman yapısının nakit durumu üzerindeki etkisini değerlendirmektir. Genel olarak şirketlerin herhangi bir andaki finansal yükümlülüklerini karşılayabilecek miktarda bir nakde sahip olmaları gerekir. O nedenle bir şirketin yılın belirli bir anında nakit durumunda bir açık ya da eksi bakiye olup olmayacağının bilinmesi gerekir.⁸⁴⁰

⁸³⁷ Mustafa Kırılı, “Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi’nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değer’in Belirlenmesi”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt: 12, Sayı: 2, 2005, s. 159.

⁸³⁸ UDS 2017, s. 53.

⁸³⁹ UDS 2017, s. 53.

⁸⁴⁰ Mikail Erol, “Nakit Kavramı Bağlamında Nakit Yönetimi ve Nakit Yönetiminde Nakit Akış Analizinin Yönetim Aracı Olarak Kullanılması”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl: 3, Sayı: 10, Eylül 2003, s. 101.

Değerleme konusu varlığın veya şirketin niteliğine uygun nakit akışının seçilmesinde belirli unsurların dikkate alınması, ayrıca indirgeme oranının ve diğer girdilerin seçilen nakit akış türü ile de tutarlı olması gerekir.⁸⁴¹ Değerlemelerde çoğu zaman varlığın veya şirketin bütününe ait (*şirkete*) nakit akışlar kullanılmakla birlikte diğer nakit akış yöntemleri⁸⁴² de kullanılabilir. Bu yöntemlerin kullanılması durumunda nakit akışlarının bu yöntemlere uygun olması gerekir. Nakit akış tahmininde, nakit akışının vergi öncesi veya sonrasındaki değerleri dikkate alınabilmektedir. Nakit akış tahmininde dikkate alınması gereken diğer bir unsur ise, enflasyon beklentisidir. Reel nakit akışları enflasyon tahminlerini dikkate almazken, nominal nakit akışları enflasyon tahminlerini de içermektedir. Nominal nakit akışları ile değerlendirme yapıldığında, indirgeme oranının da enflasyon oranını içermesi gerekir. Değerlemede kullanılan para biriminin enflasyon etkilerini fazla şekilde içermesi durumunda, risk ile ilgili belirsizlerin değerlendirilmesinde dikkate alınması gerekir.⁸⁴³

Kesin Tahmin Süresi: Nakit akışlarının tahmin edilme süresi, şirketin bulunduğu sektörün konumuna göre değişiklik göstermektedir. Genel olarak tahmin edilme süresi 5-10 yıl olmasına karşılık, şirketin bulunduğu sektöre göre tahmin süresi azalır artabilmektedir. Sektöre ilişkin ve sektör üzerinden değerlendirilen şirkete ilişkin verilerin durağan olması ve genel olarak yanılma payının düşük olmasına paralel olarak nakit akışlarının tahmin süresi de kısalabilir. Göreceli olarak daha fazla belirsizliğin bulunduğu bir sektörde faaliyet gösteren bir şirketin değerlendirilmesi gerçekleştirilirken nakit akışlarının daha uzun süreler için tahmin edilmesi gerekmektedir.⁸⁴⁴ Belirli bir süre için faaliyet gösteren şirketler için nakit akışlarının tahmini bu sürenin sonuna kadar yapılmalıdır.⁸⁴⁵ Örneğin, güneş enerji santrallerinin yaklaşık ömürleri 30 yıl olduğundan, böyle bir santrale sahip şirketin değerlemesindeki tahmin süresinin 30 yıl olması gerekir.

⁸⁴¹ UDS 2017, s. 53.

⁸⁴² UDS 2017, s. 53-54. Özsermayeye Serbest Nakit Akışları (Free Cash flow to Equity) ve Temettü İskontolama Modeli (Dividend Discount Model). Öztürk, **a.g.e.**, s. 86-92.

⁸⁴³ UDS 2017, s. 53-54. Nominal nakit akışlarını reel nakit akışlarına çevirmek için Reel Nakit Akışları = Nominal Nakit Akışları / (1+e)^t formülünden faydalanılabilir. İvgen, **a.g.e.**, s. 72.

⁸⁴⁴ Karakoca, **a.g.e.**, s. 26.

⁸⁴⁵ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 59.

Nakit Akışı Tahminleri: Kesin tahmin süresi ile ilgili nakit akışı, “*ileriye dönük finansal bilgiler (gelir/nakit girişi ve harcama/nakit çıkışı projeksiyonları) kullanılarak oluşturulmaktadır*”. Bu şekilde gelecekte nakit akışlarının planlı veya öngörülebilir olması durumunda, bu duruma uygun nakit akış tahminlerinin oluşturulması gerekir. Planlanan nakit akışlarının, “*değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki tüm nakit girişlerinin ve çıkışlarının miktarını ve zamanlamasını değer esasına uygun bir bakış açısıyla kapsamayı gerekli görmektedir*”.⁸⁴⁶

Geleceğe ilişkin tahminlerin temelinde, finansal tahminler yer alır. Bu tahminlerde bulunabilmek için şirketin iş planının incelenerek, yönetimin izlemeyi hedeflediği stratejiler ve olası yeni projeler değerlendirilir. Takip edilecek stratejinin analizi yapılır ve çeşitli senaryolar geliştirilerek, bu senaryoların gerçekleşmesi durumunda yapılması gerekenler belirlenir.⁸⁴⁷ Nakit akışlarının tahmin edilmesinde üç yöntem kullanılmaktadır.⁸⁴⁸

- Beklenen değer; her bir zaman dönemi için iyi ya da kötü senaryolara örtülü ya da açık bir şekilde olanak tanıyan beklenen bir nakit akış tahmininde bulunur.
- Senaryo analizi; nakit akışları en iyi durumdan en kötü duruma kadar her bir senaryo için değerler de tahmin edilerek farklı nakit akış senaryoları oluşturur.
- Simülasyonlar; her bir girdi için muhtemel dağılımları tahmin eder ve her bir dağılımdan ve her simülasyonda tahmin edilen değerlerin çıktılarının süzülmesi simülasyonu çalıştırır.

⁸⁴⁶ UDS 2017, s. 56.

⁸⁴⁷ Chambers, **a.g.e.**, s. 258.

⁸⁴⁸ Yalçın, **a.g.e.**, s. 173-174.

Tablo 4: Serbest Nakit Akışının Unsurları ve Değer Belirleyicileri

Serbest Nakit Akışı	Değer Belirleyiciler
Gelirler	Satışların Büyüme Hızı
(-) Harcamalar	
Faaliyet Kârı	Faaliyet Kâr Marjı
(-) Vergi	Vergi Oranı
Net Faaliyet Kârı	
(-) Net Sabit Varlıklara Yatırım	Ek Sabit Varlık İhtiyacı
(-) Çalışma Sermayesine Yatırım	Ek Çalışma Sermayesi İhtiyacı
Serbest Nakit Akışı	

Kaynak: Başak Turan İçke, *Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*, Derin Yayınları, 2007, s. 74.

Devam Eden Değer: İNA’da şirketin faaliyetlerini sonsuza kadar sürdüreceği varsayılmaktadır. Ancak bir şirket değerlemesinde 5-10 yıllık nakit akışları tahmini yapılır. Şirket değeri bulunurken bu nakit akışlarının ve şirketin beşinci ya da onuncu yıldaki değeri bugünkü değere indirgenir. Bu değer, devam eden değer olarak tanımlanmaktadır.⁸⁴⁹

Devam eden değerın hesaplanmasında birçok yöntem bulunmakla birlikte, en yaygın kullanılan üç yöntem aşağıdaki gibidir:⁸⁵⁰

- Gordon büyüme modeli - sabit büyüme modeli: “Sadece sınırsız ömürlü varlıklar için uygun olan bu yöntemde varlığın sonsuza kadar sabit bir oranda büyüdüğü veya küçüldüğü varsayılmaktadır”,
- Pazar yaklaşımı - çıkış değeri: “Hem bozulan bir yapıya/sınırlı ömre hem de sınırsız ömre sahip varlıklar için uygun olan bu yöntemde varlığın kesin tahmin süresinin sonundaki pazar değeri hesaplanır”,
- Hurda değer - elden çıkarma maliyeti: “Sadece bozulan bir yapıya/sınırlı ömre sahip varlıklar için uygun olan bu yöntemde, devam eden değer genellikle varlığın hurda

⁸⁴⁹ İvgen, a.g.e., s. 71-72. “Varlığın/şirketin kesin tahmin döneminden sonra da devam etmesinin beklenmesi halinde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin varlığın söz konusu dönemin sonundaki değerini tahmin etmeleri gerekir. Devam eden değer daha sonra genelde tahmini nakit akışları için uygulanan indirgeme oranı kullanılmak suretiyle değerlendirilme tarihine indirgenir”. UDS 2017, s. 57.

⁸⁵⁰ UDS 2017, s. 58-59.

değerinden elden çıkarma maliyetlerinin düşülmesi ile hesaplanır. Maliyetlerin hurda değerini aştığı hallerde, devam eden değer negatif olur ve elden çıkarma maliyeti veya varlığın geri çekilmesi opsiyonu olarak nitelendirilir”.

İndirgeme Oranı: Tahmini nakit akışlarını bu günkü değere indirmek için kullanılan oranın, *“hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir”.*⁸⁵¹

İndirgeme oranını oluştururken uygun bir yöntemin tercih edilmesi ve bu oranın *“uygunluğunun ortaya konmasına veya belirlenmesine yönelik olarak sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (SVFM), ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), gözlemlenen veya çıkarsama yapılan oranlar/getiriler, iç verim oranı (İVO), ağırlıklı ortalama varlık getirisi (AOVG) ve toplama yöntemi”* kullanılabilir.⁸⁵²

4.2.2.3. Fazla Kazanç Yöntemi

Fazla kazanç yöntemi (excess earnings method), UDS’de varlık standartları altında *“UDS 210 Maddi Olmayan Varlıklar”* standardında, gelir yaklaşımları içerisinde yer almaktadır. Bu yöntem, karma bir yöntem olarak gelir ve muhasebe temelli yaklaşımlara ait verileri kullanmaktadır.⁸⁵³

Fazla kazanç yönteminde, *“bir maddi olmayan varlığın değeri, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığa atfedilebilen nakit akışlarının, nakit yaratması beklenen diğer varlıklara (yardımcı varlıklar) atfedilebilen nakit akışları kısmı düşüldükten sonra hesaplanan bugünkü değeri olarak tahmin edilir. Bu yöntem, genellikle, iktisap edenin bir işletme için*

⁸⁵¹ UDS 2017, s. 59.

⁸⁵² UDS 2017, s. 59-60.

⁸⁵³ UDS 2017’de, *“UDS 210 Maddi Olmayan Varlıklar”* standardında gelir yaklaşımları içerisinde ayrıca *“isim hakkından kurtulma yöntemi, kazanç primleri yöntemi veya dâhil -ve- hariç yöntemi, sıfırdan yatırım (greenfield) yöntemi ve dağıtıcı yöntemi”* ne yer verilmiştir. UDS 2017, s. 87. Bu yöntem karma bir yöntem (defter değeri+gelir yaklaşımı) olduğu ve şirketlerin şerefiye değerlerinin önemli olduğu ve başka yöntemlerle değerlendirilemediği durumlarda kullanılabilir olması nedeniyle çalışmamızda yer verilmiştir. Tanımlanabilir maddi olmayan varlıklarının yanında şerefiye değerinin de yüksek olduğu şirketlerde -diğer yöntemler kullanılabilir olmadığı durumlarda- azınlık payların değerlemesinde kullanılabilir bir yöntemdir.

ödediği toplam fiyatın, maddi varlıklar, tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar ve şerefiye arasında pay etmesi gerektiği değerlemelerde kullanılır".⁸⁵⁴ Fazla kazanç yöntemi aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

Şirket Değeri = Net Aktifler (Maddi Varlıklar + Finansal Tablolarda Yer Alan Tanımlanabilir Maddi Olmayan Varlıklar) + Şerefiye

Fazla kazanç yöntemi, ilk olarak 1920 yılında ABD Hazine Bakanlığı tarafından, içki yasağı nedeniyle içki imalatçıların kayıplarından dolayı oluşan şerefiye değerlerini belirlemek üzere uygulanmıştır. 1968 yılında ABD Gelir İdaresi tarafından gözden geçirilerek ve güncellenerek 68-609 sayılı Gelir Kararları (Revenue Ruling 68-609)'nda yer verilmiştir. Fazla kazançlar yöntemi aslında işletmeleri bir bütün olarak değerlendirmek amacıyla değil, maddi olmayan varlıkları ve şerefiyeyi değerlemek amacıyla geliştirilmiştir.⁸⁵⁵ Maddi olmayan duran varlıkların değerlemesinde maliyet ve pazar yaklaşımlarının uygun veya uygulanabilir olmadığı durumlarda, gelir yaklaşımı kapsamındaki diğer yöntemlerle, falza kazanç yöntemine başvurulmaktadır.⁸⁵⁶

Değerleme alanyazınında kullanılan diğer yaklaşım ve yöntemlerin aksine, bu yöntem halka açık olmayan şirketlerin değerlerini belirlemede, gelir yaklaşımı ve muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımlarını birleştirerek şirketin net aktifleri ile şirketten bağımsız olarak ölçülemeyen maddi olmayan varlıklarının oluşturduğu şerefiye değerini ortaya koyan bir yöntemdir. Bu yöntemde, şirket kazançlarının maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklardan kaynaklandığı varsayılmaktadır. Finansal tablolarda yer alan

⁸⁵⁴ UDS 2017 s. 87. UDS 2017'de şerefiye, "*bir işletmeden, işletmede sahip olunan paylardan veya bir varlık grubunun kullanımından kaynaklanan, bir başka varlığın bünyesinde ayrı olarak tanımlanmamış bulunan, gelecekte elde edilecek herhangi bir ekonomik faydadır. Şerefiyenin değeri, genelde, tanımlanabilir maddi, maddi olmayan ve parasal varlıkların güncel veya potansiyel yükümlülüklerle göre düzeltilmiş değerlerinin, işletmenin değerinden düşülmesi sonrasında kalan artık değerdir. Şerefiye genel olarak, gerçek veya varsayımsal bir şirket satın alma işleminde şirketin diğer tanımlanabilir varlıklarının değerine ilave olarak ödenen fiyatı temsil eder*" şeklinde tanımlanmıştır. UDS 2017, s. 82.

⁸⁵⁵ Shannon P. Pratt, **Business Valuation Body of Knowledge**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2003, p. 174.

⁸⁵⁶ FASB (Financial Accounting Standards Board), Private Company Council, Education Session, PCC Issue No. 13-01A, 2013, (Çevrimiçi: [http://www.fasb.org/cs/BlobServer? blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175827641040&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs](http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175827641040&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs), Erişim Tarihi: 02.05.2018), p. 9.

ve almayan bütün maddi olmayan varlıkların toplamını oluşturan şerefiye, ticari unvan ve itibar, vasıflı ve eğitilmiş bir iş gücü, benzeri diğer öğeleri barındırmaktadır.⁸⁵⁷

Fazla kazanç yönteminin, “*birden çok döneme ait tahmini nakit akışı (çok dönemli fazla kazanç yöntemi) ve tek bir döneme ait tahmini nakit akışı (tek dönemli fazla kazanç yöntemi) kullanılarak veya tek bir döneme ait tahmini nakit akışı kapitalize edilerek (kapitalize edilmiş fazla kazanç yöntemi veya formül yöntemi) uygulanması mümkündür*”.⁸⁵⁸

Fazla kazanç yönteminin uygulama aşamaları şu şekilde sıralanabilir:⁸⁵⁹

- Şirketin maddi varlıklarının net değerinin belirlenmesi: Değerleme tarihi itibarıyla finansal durum tablosunda yer alan kalemlerde gerçek ekonomik değerlerini gösterecek şekilde düzeltmeler yapılır.
- Ortalama net kazançların belirlenmesi: Ortalama net kazançlar için şirketin değerleme tarihinden önceki en az beş yıllık ortalama net gelirlerin belirlenmesi gerekmektedir. Diğer yıllara göre normal gelire sahip olmayan, ortalamanın üstünde ya da altında olan yıllardaki gelirlerin hesaplama dışı bırakılması gerekir.
- Şirketin maddi varlıklarının kâr oranını belirleme: İşletme riskini de içerecek şekilde belirlenen getiri/kâr oranı, birinci aşamada düzeltilen maddi varlıkların net değeri ile çarpılarak işletme varlıklarının yaratabileceği kâr tutarı belirlenir.
- Maddi olmayan varlıkların getiri/kâr oranının belirlenmesi: İkinci aşamada belirlenen normal kâr tutarından, üçüncü aşamada belirlenen maddi varlıklardan sağlanan kâr tutarı düşülerek, maddi olmayan varlıkların normal kâr tutarına olan katkısı belirlenir.

⁸⁵⁷ Goerge B. Hawkins, “*The excess earnings method- should it be put out to pasture in equitable distribution cases?*”, (Çevrimiçi: <https://www.businessvalue.com/resources/Valuation-Articles/Excess-Earnings-Time-to-Go.pdf>, Erişim Tarihi: 02.05.2018)

⁸⁵⁸ UDS 2017, s. 87. ABD Gelir İdaresi (Internal Revenue Service – IRS) 68-609 sayılı Gelir Kararları (Revenue Ruling 68-609)’nda yer verilen bu yöntem, formül yaklaşımı (formula approach) olarak da adlandırılmaktadır. Söz konusu Karar’da formül yaklaşımının, “*işletmelerin maddi olmayan duran varlıklarının gerçek pazar değerini değerlemede, daha iyi bir yöntem bulunmaması kaydı ile kullanılabileceği*” belirtilmiştir. IRS’in bu yaklaşımına rağmen fazla kazanç yöntemi, küçük işletmelerin değerlemesinde ve profesyonel uygulamalarda en popüler yöntemlerden biridir. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 175.

⁸⁵⁹ Pratt, Niculita, **a.g.e.**, p. 334-335; Cingöz, **a.g.e.**, s. 95.

Bulunan bu tutar “fazla kazanç” olarak adlandırılır. Bu aşamada, işletmeyi temsil edeceği düşünülen ve kapitalizasyon oranı olarak kullanılmak üzere maddi olmayan varlıklar için bir getiri/kâr oranı belirlenir. Daha sonra fazla gelir tutarı, belirlenen bu ikinci oran ile kapitalize edilerek şerefiye vb. maddi olmayan varlıkların değeri saptanır.

- İşletme değerinin belirlenmesi: Birinci aşamada düzeltmeler sonucu elde edilen maddi varlıkların cari net değeri ile dördüncü aşamada saptanan maddi olmayan varlıkların değeri toplanarak işletme değerine ulaşılır.

Fazla kazanç yönteminde şirketin maddi olmayan varlıklarının değeri, şirketin düzeltilmiş net aktiflerine uygulanan makul bir getiri oranının uygulanması sonucunda bulunan aşırı kazancın kapitalize⁸⁶⁰ edilmesi ile belirlenmektedir.⁸⁶¹ Şirketin net aktiflerinin bu değere eklenmesi ile toplam şirket değerine ulaşılmaktadır. Fazla kazanç yönteminde, getiri oranı ve kapitalizasyon oranlarının kullanılması ile şirket kazançlarından finansal tablolarda yer almayan maddi olmayan duran varlıkların değerinin belirlenmesi ve şirket net aktiflerinin eklenmesi suretiyle şirket değerine ulaşılabacaktır.⁸⁶²

Şirket değerinin belirlenmesinde, öncelikli olarak şirketin net aktif değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Uygun bir getiri oranı ile net aktiflere atfedilebilen şirket kazançları hesaplanır. Şirket kazançlarının düzeltilmiş tutarları belirlenir. Düzeltilmiş şirket kazançlarından net aktiflere atfedilen ve uygun bir getiri oranı ile belirlenen kazançlar çıkartılmak suretiyle fazla kazançlar tespit edilir. Bu değer bir taraftan da şirketin maddi olmayan duran varlıklarına atfedilebilecek kazançlarını ifade etmektedir. Bulunan bu değer ise uygun bir kapitalizasyon oranı ile çarpılmak suretiyle şirketin şerefiye (ve

⁸⁶⁰ Kapitalizasyon Faktörü – Temsili tek bir döneme ait geliri sermaye değerine dönüştürmek amacıyla söz konusu gelire uygulanan çarpan. Kapitalizasyon Oranı – Bir yatırımdan üretilen gelirle temsil edilen ve yüzde cinsinden ifade edilen getiri. Getiri Oranı – Bir yatırımda gerçekleşen veya gerçekleşmesi beklenen ve söz konusu yatırımın yüzdesi cinsinden ifade edilen kar (zarar) ve/veya değer değişikliği tutarı. UDS - B - Teknik Bilgi Notu (Tbn) – 1 İndirgenmiş Nakit Akışları (Tanımlar).

⁸⁶¹ NACVA (National Association of Certified Valuers and Analysts), “*Fundamentals, Techniques & Theory, Commonly Used Methods of Valuation*”, Chapter Six, Volume: 1, 2012, (Çevrimiçi: http://edu.nacva.com/preread/2012BVTC/2012v1_FTT_Chapter_Six.pdf, Erişim Tarihi: 04.05.2018), p. 18.

⁸⁶² thebusinessprofessor.com (Çevrimiçi: <https://thebusinessprofessor.com/knowledge-base/excess-earnings-method/>, 14.05.2018).

finansal tablolarında yer almayan maddi olmayan varlıklarının) değerini verecektir. Kapitalize edilen bu değer ile şirket net aktifleri değerinin toplamı, şirket değerini oluşturacaktır.⁸⁶³

Fazla kazanç yönteminin hesaplanmasına ilişkin olarak aşağıdaki örnek verilebilir.

$$V = (E - A \cdot R_a / C_g) + A^{864}$$

V= Şirket toplam değeri,

E = Şirketin düzeltilmiş kazançları = 500.000 TL

A = Şirketin net aktif değeri = 2.000.000 TL

R_a = Şirket aktifleri için belirlenen getiri oranı = %10

C_g = Maddi olmayan duran varlıklar için belirlenen kapitalizasyon oranı = %20

$$V = (500.000 - 2.000.000 \cdot 0,10 / 0,20) + 2.000.000$$

$$V = (1.500.000) + 2.000.000 = 3.500.000 \text{ TL}$$

Bu yöntemde iki adet getiri-kapitalizasyon oranı öngörülmektedir. Maddi varlıklar için normal bir getiri oranı belirlenirken, diğer taraftan maddi olmayan varlık getiri oranı olarak da farklı bir kapitalizasyon oranı ortaya konmaktadır. Maddi varlıklar için belirlenen oran daha objektif, maddi olmayan değerler için belirlenen oranlar ise daha subjektiftir.⁸⁶⁵

4.2.3. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı, değerlendirme yapılan varlığın maliyetinin benzeri ile karşılaştırılarak değerlendirme yapılması esasına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda varlığın değeri, benzer bir varlığın maliyetinin uygun düzeltme işlemleri ile fiziksel, fonksiyonel ve ekonomik bozulmalarını dikkate alarak değer tespit edilmektedir. Bu yaklaşım genelde şirketlere ait gelir getirmeyen makine ve ekipmanlar ile taşınmazların değerlemesinde

⁸⁶³ NACVA, *a.g.m.*, p. 18.

⁸⁶⁴ (Çevrimiçi: <https://thebusinessprofessor.com/knowledge-base/excess-earnings-method/>, 14.05.2018).

⁸⁶⁵ Cingöz, *a.g.e.*, s. 96.

kullanılmaktadır. Yaklaşım, belirli varlıklara sahip olan şirketler haricinde, bütün olarak şirket değerlemesinde ise nadiren kullanılmaktadır.⁸⁶⁶

Maliyet yaklaşımı, “bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir”.⁸⁶⁷ Başka bir tanımda ise maliyet yaklaşımı, bir varlığın gelecekteki hizmet kapasitesini yenilemek için gereken para miktarını ölçmek suretiyle değer göstergesini tahmin etmenin genel yolu olarak tanımlanmıştır.⁸⁶⁸

Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde açıklanan pazar ve gelir yaklaşımları, şirket ve şirket paylarının değerlemesinde uygulanabilirler. Kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve şirketin varlıkları hakkında yeterli pazar bilgisinin mevcut olmadığı, şirketin ilk dönemleri veya yeni kurulmuş şirketler haricinde, maliyet yaklaşımı ise genelde uygulanamaz.⁸⁶⁹

Değerleme konusu varlığın gerçek -adil- piyasa değerini bulmak için ilk olarak yenileme veya yerine koyma maliyetinin belirlenmesi gerekir. Bu değer belirlendikten sonra, yıpranma payı bu tutardan düşülerek net değer elde edilir. Yıpranma payı, fiziksel bir aşınmadan olabileceği gibi, fonksiyonel-teknolojik veya ekonomik bir sebepten kaynaklanabilir. Fonksiyonel yıpranma veya teknolojik eskime, o anda piyasada daha yüksek kapasiteli ancak daha düşük maliyetli varlıkların bulunmasına bağlıdır. Ekonomik

⁸⁶⁶ Reazee, **a.g.e.**, p. 178.

⁸⁶⁷ UDS 2017, s. 60.

⁸⁶⁸ Mark L. Zyla, **Fair Value Measurement**, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2013, p. 171. Yazar bu tanımı, “*The International Glossary of Business Valuation Terms*”den alınan tanım olarak belirtilmiştir. Benzer şekilde, TFRS 13 Gerçeğe Ugun Değer Ölçümü standardında maliyet yaklaşımı, “*bir varlığın hizmet kapasitesini yenilemek amacıyla hâlihazırda gerekli olan cari tutarı yansıtan bir değerlendirme yöntemi*” olarak tanımlanmıştır.

⁸⁶⁹ Tanrıvermiş, **a.g.e.**, s. 511.

yıpranma ise, söz konusu varlığın beklenen verim oranından daha düşük bir getiri veya katkı oranına sahip olmasından kaynaklanır.⁸⁷⁰

Bu yaklaşım, değ erlenmekte olan varlık ile tamamıyla aynı veya eş it yarar sağ layan yeni bir varlığ ın elde edilmesinin maliyetinin, mevcut varlığ ın ekonomik ö mrü boyunca sağ layacağı faydanın ekonomik değ eri ile orantılı oldu ğ u varsayımına dayanır. Bu nedenle, -adil- gerç ek piyasa değ eri ile belirlenen yenileme veya yerine koyma değ eri eş it olmalıdır. Pazar değ eri, belirlenen yerine koyma veya yenileme maliyetinden düşük olması durumunda, değ erlenen varlığ a bir talep oluş mayacaktır. Bu da yapılan değ erleme ç alışmasının ç ok anlamlı olmayacağı sonucunu doğ uracaktır. Diğ er taraftan, pazar değ erinin, belirlenen yerine koyma veya yenileme maliyetinin üzerinde oluş ması durumunda, varlığ ın değ eri yükselecektir.⁸⁷¹

Ař ağı da yer verilen durumlarda, maliyet yaklaş ımının uygulanması ve bu yaklaş ıma ö nemli ve/veya anlamlı ağı rlık verilmesi gerekli g ö rülmektedir.⁸⁷²

- “katılımcıların değ erleme konusu varlıkla ö nemli ölç üde aynı faydaya sahip bir varlığ ı yasal kısıtlamalar olmaksızın yeniden oluşturabilmesi ve varlığ ın, katılımcıların değ erleme konusu varlığ ı bir an evvel kullanabilmeleri için ö nemli bir prim ö demeye razı olmak durumunda kalmayacakları kadar, kısa bir sü rede yeniden oluşturulabilmesi”,
- “varlığ ın doğ rudan gelir yaratmaması ve varlığ ın kendine öz gü niteliğ inin gelir yaklaş ımını veya pazar yaklaş ımını olanaksız kılması” ve/veya
- “kullanılan değ er esasının temel olarak ikame değ eri ö rneğ inde oldu ğ u gibi ikame maliyetine dayanması”.

Maliyet yaklaş ımı, maddi olmayan varlıkların değ erlemesinde de kullanılmaktadır. Bu yaklaş ım, karşılaştırılabilir bir maddi olmayan varlığ ın satın alınması, geliştirilmesi veya ü retimi kapsamında yapılan maliyet değ erinin belirlenmesi ç alışmasıdır. Bir yazılım

⁸⁷⁰ Cingöz, a.g.e., s. 34.

⁸⁷¹ Cingöz, a.g.e., s. 34.

⁸⁷² UDS 2017, s. 60-61.

programının üçüncü bir kişi tarafından satın alınmasındaki bir fiyat veya bu yazılımın yeniden üretimi için katlanması gereken toplam maliyet olabilir.⁸⁷³

Maliyet yaklaşımı kapsamındaki yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

4.2.3.1. İkame Maliyeti Yöntemi

İkame maliyeti yöntemi, gösterge niteliğindeki değerin eşdeğer fayda sağlayan benzer bir *varlığın* maliyetinin hesaplanmasıyla belirlendiği yöntemdir. İkame maliyeti, varlığın fiziksel özelliklerinden ziyade, varlıktan elde edilen faydanın birebir aynısının sağlanmasına dayandığı için, bir katılımcının ödeyeceği fiyatın belirlenmesi ile ilişkili olan maliyettir. İkame maliyetinde genellikle fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma payları dikkate alınarak düzeltmeye tabi tutulur. Söz konusu düzeltmeler sonrası yöntem amortize edilmiş ikame maliyeti olarak da adlandırılmaktadır.⁸⁷⁴

Değerlemeye tabi varlığa her bakımdan eşdeğer bir varlığı elde etmek için katlanılan tüm maliyetlerin toplamı, değerlemeye tabi tutulan varlığın yerine koyma veya ikame değerini oluşturur. Yerine koyma veya ikame maliyeti olarak da adlandırılan bu kavram, değerlemeye tabi varlık ile o varlıktan sağlanabilecek yararı verebilecek bir varlığın satın alınması, taşınması ve işler duruma getirilmesi için katlanılan harcama ve maliyetlerin toplamıdır.⁸⁷⁵

İkame maliyeti yönteminin temel aşamaları:⁸⁷⁶

- “*eşdeğer fayda sağlayan bir varlığı oluşturma veya elde etme arayışında olan normal bir katılımcı tarafından katlanılacak tüm maliyetlerin hesaplanması*”,

⁸⁷³ Rezaee, **a.g.e.**, p. 229.

⁸⁷⁴ UDS 2017, s. 62.

⁸⁷⁵ Cingöz, **a.g.e.**, s. 13.

⁸⁷⁶ UDS 2017, s. 62.

- “değerleme konusu varlığa ilişkin fiziksel, işlevsel ve dışsal yıpranmaya bağlı herhangi bir amortismanın söz konusu olup olmadığının tespit edilmesi”,
- “değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla toplam maliyetlerden toplam amortismanın düşülmesi” şeklindedir.

Yerine koyma değeri tahmin edilirken, varlığın yeni materyaller ve mevcut teknolojilerle yapılması göz önünde bulundurulmaktadır. Bu kapsamda yerine koyma değerinin belirlenmesinde, varlığın ikamesi olan modern bir eşdeğerinin üretilme maliyetleri dikkate alınır.⁸⁷⁷

4.2.3.2. Yeniden Üretim Maliyeti Yöntemi

Yeniden üretim maliyeti, “modern eşdeğer varlığın maliyetinin değerlendirme konusu varlığın birebir aynısını yeniden oluşturma maliyetinden büyük olması veya değerlendirme konusu varlıktan elde edilen faydanın, modern eşdeğer varlıktan ziyade, ancak varlığın birebir aynısının üretilmesinden sağlanabilmesi” durumlarında kullanılması daha uygundur.⁸⁷⁸

Yerine koyma değeri, yeniden üretim değeri ile aynı olmayıp, yeniden üretim maliyeti varlığın cari fiyatlara göre benzerini yapma maliyetidir. Yerine koyma değeri ve yeniden üretim maliyetleri genelde doğrudan gelir üretmeyen bina, demirbaş ve ekipmanlar gibi maddi varlıkların değerlemesinde kullanılır.⁸⁷⁹

Yeniden üretim maliyeti yönteminin temel aşamaları ise aşağıdaki gibidir: ⁸⁸⁰

- “varlığın birebir aynısını yeniden oluşturma arayışında olan normal bir katılımcı tarafından katlanılacak tüm maliyetlerin hesaplanması”,

⁸⁷⁷ Rezaee, a.g.e., p. 171.

⁸⁷⁸ UDS 2017, s. 62-63.

⁸⁷⁹ Rezaee, a.g.e., p. 171.

⁸⁸⁰ UDS 2017, s. 63.

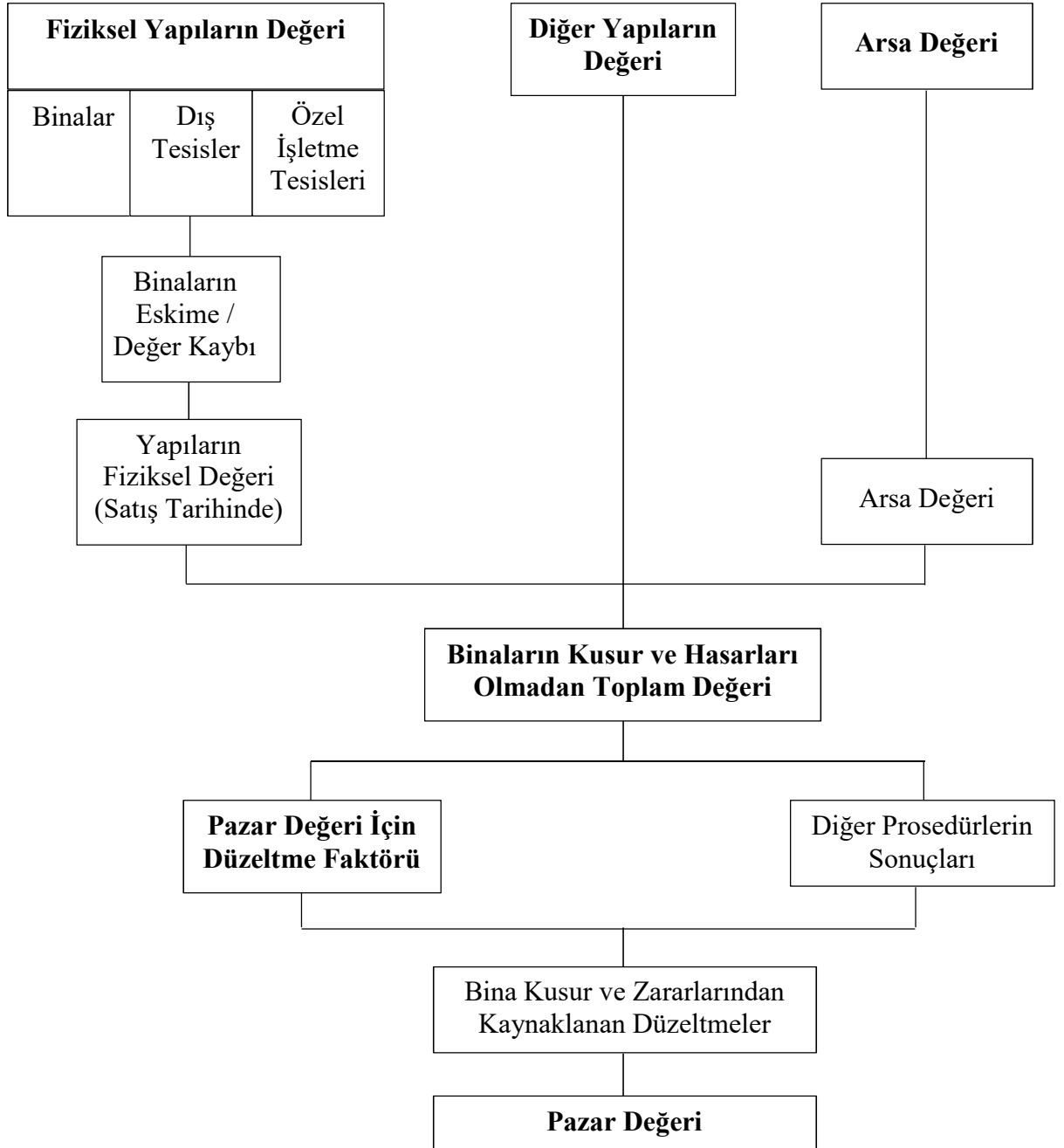
- “değerleme konusu varlığa ilişkin fiziksel, işlevsel ve dışsal yıpranmaya bağlı herhangi bir amortismanın söz konusu olup olmadığının tespit edilmesi”,
- “değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla toplam maliyetlerden toplam amortismanın düşülmesi”.

4.2.3.3.Toplama Yöntemi

Toplama yöntemi, genellikle “yatırım şirketleri veya değer in esasen sahip oldukları payların değer inin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanılır”. Bu yöntemde, “değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi ve değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması” ile varlık değerine ulaş ılmaktadır.⁸⁸¹

Toplama yöntemi ile ilgili olarak değerlendirme süreci aşağıdaki şekildeki gibi olacaktır.

⁸⁸¹ UDS 2017, s. 63.



Şekil 2: Pazar Değerine Göre Düzeltilmiş Toplama Yöntemi

Kaynak: Michael Mürle, “Assessment of The Market Value of Real Estate with Private Housebuilding Derived from The Summation Method of Valuation with Adjustment to Current Market Value”, (Çevrimiçi: https://www.fig.net/resources/proceedings/fig_proceedings/korea/full-papers/pdf/session25/murle.pdf, Erişim Tarihi: 22.03.2018), p. 2.

Toplama yönteminde, geliştirilmiş gayrimenkullerin (binalar, park alanları, peyzaj vb.) değerini belirlenirken, bu gayrimenkulün yeniden üretim maliyetinden fiziksel, fonksiyonel ve ekonomik bozulmalara isabet eden değerleri çıkartılıp arsanın pazar değeri eklenmektedir. Maliyet yaklaşımı kapsamında her arsa/arazinin eşsiz olması ve yerine koyulabilecek başka bir arsa olmaması nedeniyle arsalar pazar değeri ile değerlendirilir.⁸⁸²

Aşağıda bu yaklaşım için bir örnek uygulamaya yer verilmiştir.

Tablo 5: Maliyet Yaklaşımı ile Değerleme Örneği (Apartman Kompleksi)

Değerlenecek Kıymetler	Yeniden Üretim Maliyeti	Eskime Payı	Pazar Değeri
Bina (235.000 m ² , birim m ² fiyatı 42.000 €)	9.870.000 €	% 10	8.883.000 €
Demirbaşlar, cihazlar, ekipmanlar	770.000 €	% 20	616.000 €
Eklentiler			
- Asfalt yol	250.000	% 15	212.500
- Beton yol	275.000	% 10	247.500
- Sundurma	7.500	% 25	5.625
- Sokak lambaları	80.000	% 10	72.000
- Peyzaj	110.000	% 15	93.500
- Yüzme havuzu	80.000	% 20	64.000
- Diğer	10.000	% 10	9.000
Eklentiler Toplam	812.500 €		704.125 €
Toplam Yeniden Üretim Maliyeti	11.452.500 €		10.203.125 €
Arsa	Uygulanamaz	Uygulanamaz	897.000 €
Toplam Değer			11.100.000 €

Kaynak: Zabihollah Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach*, II. Edition, John Wiley & Sons, Inc. New York, 2001, p. 179.

⁸⁸² Rezaee, a.g.e., p. 178.

4.2.4. Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımı

Muhasebe temelli değerleme yaklaşımı⁸⁸³ varlıklardan yükümlülükler çıkartılmak suretiyle bir ya da birden fazla yöntem kullanılarak, bir bütün olarak şirketi, şirket paylarını, tahvillerini ya da maddi olmayan duran varlıkların değerini belirleyen bir değer ölçümüdür.⁸⁸⁴ Bu yaklaşım, şirketin maddi varlıkları, maddi olmayan varlıkları ve yükümlülüklerini tespit etmekte kullanılır.⁸⁸⁵

Bu değerleme yaklaşımında, muhasebe verileri temel alınarak şirket değerlemesi yapılmaktadır. Geleneksel bir yaklaşım türü olan bu yaklaşımda, şirket değerinin finansal durum tablosunda belli olduğu, bu tablodan görüldüğü kabul edilir. Durağan bakış açısını yansıtan bu yaklaşım, paranın zaman değeri ve şirketin gelecekte elde edeceği gelirleri dikkate almamakla birlikte, finansal tablolara yansımayan fakat şirket değerini etkileyen diğer faktörleri de dikkate almamaktadır.⁸⁸⁶

Muhasebe temelli değerleme yaklaşımı, defter değeri ve düzeltilmiş net defter değeri olarak iki farklı yöntem ile şirket değerlemesinde kullanılan geleneksel bir yaklaşım türüdür. Düzeltilmiş defter değeri yöntemi içerisine yerine koyma varsayımı, tasfiye varsayımı ve işleyen teşebbüs varsayımları yer almaktadır.⁸⁸⁷ Muhasebe temelli değerleme yaklaşımı içerisinde yer alsa da, defter değeri yöntemi, muhasebe verilerinden hareketle değer tahmin etmeye yönelik hesaplamaları içerir. Bir şirketin gerçek ekonomik değeri ile defter değerinin belirli bir zamanda eşit olması ancak bir tesadüf olabilir. Şirketin gerçek değerinin, defter değerinden daha düşük veya daha yüksek olma ihtimali aynı değerleri taşımaları ihtimalinden daha yüksek bir olasılıktır.⁸⁸⁸

⁸⁸³ **Aktif Esaslı Yaklaşım:** “Münferit şirket aktifleri eksi pasiflerin pazar değerini esas alan yaklaşımlar kullanarak şirket ve/veya sermaye ortaklığının değerini takdir etmenin bir yoludur.” Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ, Seri: VIII, No: 45, s. 109.

Damadoran ise bu yaklaşım için tasfiye ve muhasebe temelli değerleme başlığını kullanmayı tercih etmiştir. Damadoran, **Valuation Approaches and Metrics**, p. 55.

⁸⁸⁴ ASA, **Business Valuation Standards 2009**, p. 9. Şirket değerlemesinde aktif bazlı değerleme yaklaşımı, diğer değerleme yaklaşımları içerisinde maliyet bazlı değerleme yaklaşımı ile paralellik arz etmektedir. ASA, **Business Valuation Standards**, 2009, p. 9.

⁸⁸⁵ Hitchner, **a.g.e.**, p. 309.

⁸⁸⁶ Chambers, **a.g.e.**, s. 200; Öztürk, **a.g.e.**, s. 78-79.

⁸⁸⁷ NAVCA, Chapter Six, p. 1-2.

⁸⁸⁸ Pratt, Niculita, **a.g.e.**, p. 352.

Yüksek tutarda duran varlıklara sahip şirketler ile gelir elde etme potansiyeli düşük şirketler için varlıklarının defter değeri, bu şirketlerin gerçek değerini ifade edebilir. Diğer taraftan, gelecekte yüksek nakit akışları beklenen ve büyüme potansiyeli olan şirketlerin defter değerleri ise gerçek değerlerinden farklı olacaktır.⁸⁸⁹

Çalışmanın izleyen kısımlarında muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımlarından defter değeri yöntemi, düzeltilmiş defter değeri ve tasfiye değeri yöntemlerine yer verilecektir.

4.2.4.1. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri yöntemi, muhasebe verilerinden hareketle, şirket varlıklarının defter değerinden yükümlülüklerin çıkartılması ile pay sahiplerinin özkaynak değerlerinin belirlenmesidir.⁸⁹⁰

Bu yöntemde, değerlendirme tarihinde şirket değerinin, net varlıkların defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır.⁸⁹¹ Defter değeri, esas itibarıyla bir şirketin özkaynaklarının toplamının, çıkarılmış ya da ödenmiş pay senedi adedine bölünmesi suretiyle belirlenmektedir.⁸⁹²

Gelir tablosunun düzenlenme amacı şirketin gerçek gelirlerini ölçmek iken, finansal durum tablosunun düzenlenme amacı şirketin varlık ve yükümlülüklerinin güvenilir bir şekilde değerlerinin kayda alınmasıdır.⁸⁹³ Ancak, varlıklar ve yükümlülükler finansal durum tablosunda genelde tarihi maliyetle kayıtlı oldukları için, finansal durum tablosundan elde edilen muhasebe verileri şirket değerlemesinin amaçlarıyla çelişebilmektedir.⁸⁹⁴ Defter değeri yönteminin şirket değerlemesinde anlamlı sonuçlar üretebilmesi için ya şirketin yeni kuruluş aşamasında olması veya değerlemede varlık ve yükümlülüklerin düzeltilmiş değerlerinin kullanılması gerekmektedir.

⁸⁸⁹ Sipahi, Yanık ve Aytürk, **a.g.e.**, s. 59.

⁸⁹⁰ NAVCA, Chapter Six, p. 2; Demir, Bahadır, **a.g.e.**, s. 66.

⁸⁹¹ Demir, Bahadır, **a.g.e.**, s. 66.

⁸⁹² İYYMO, *a.g.m.*, s. 14.

⁸⁹³ Damadoran, **Valuation Approaches and Metrics**, p. 54.

⁸⁹⁴ Demir, Bahadır, **a.g.e.**, s. 66.

Defter değerinin hesaplanmasında şirketin varlıklarını elde ettiği maliyet değerlerinin dikkate alınması ve finansal tablolarının dönem içerisindeki enflasyon, faiz artışları, duran varlıkların değer artışları gibi değer artış ve azalışlarını içermediği düşünüldüğünde, bu yöntemin önemli derecede zayıf yönlerinin bulunduğu görülmektedir. Bu nedenle defter değeri yöntemi, şirket değerlemesinde sık tercih edilmeyen bir yöntemdir.⁸⁹⁵

Varlık ve yükümlülüklerin muhasebeleştirilmesinde bunların tarihi maliyetlerle kayda alınması, enflasyonun tarihi maliyetler üzerindeki etkisi, varlık ve yükümlülüklerin kayıtlı değeri ile pazar değeri arasındaki farklılıklar, varlıkların fiziksel, fonksiyonel ve ekonomik anlamdaki değer kayıplarının finansal tablolara yansıtılmaması veya varlık ve yükümlülüklerin değer artışları gibi nedenler, defter değeri ile pazar değeri arasında farklılaşmaya neden olmaktadır.⁸⁹⁶ Bu sıralanan nedenlerden dolayı yöntemin önemli derecede zayıf yönlerinin bulunduğu görülmektedir.⁸⁹⁷

4.2.4.2 Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi

Düzeltilmiş defter değeri,⁸⁹⁸ bir şirketin varlık ve yükümlülüklerinin pazar değeri bulunarak, şirket değerinin tespit edilmesi anlamına gelmektedir. Dayanağı olan özel amaç ve şartlara bağlı olarak bu yöntem, varlıklardan yükümlülükler çıkartılmak suretiyle yerine koyma değeri veya tasfiye değeri yerine kullanılmaktadır. Bu yöntemde varlıkların defter değeri, yerine koyma değeri veya tasfiye değeri kullanılmak suretiyle, pazar

⁸⁹⁵ Chambers, **a.g.e.**, s. 185.

⁸⁹⁶ Demir, Bahadır, **a.g.e.**, s. 66-68.

⁸⁹⁷ Chambers, **a.g.e.**, s. 185.

⁸⁹⁸ TTK m. 379/3 Gereğesi 3. fıkrası: “İktisap edilecek hisse senetlerinin bedeli şirketin net aktifinden ödenebilir. Net aktif şirket sermayesini aşan malvarlığı değeridir. “Kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler” ibaresiyle şirketin iradesiyle ayrılmış bulunan, esas sözleşmeye dayalı ve olağanüstü yedek akçeler ile kanunî yedek akçelerin kullanılabilir bölümü ve geçen yıllardan aktarılan kâr kastedilmiştir. Yeniden değerlendirme fonu kapsam dışıdır. Gerçi net aktif içinde gizli yedek akçeler de yer alabilir, ancak bu tür yedek akçelerin kullanılabilir hâle getirilmesi yedeği açık duruma getirici işlemleri gerektirir. Kanun bütün net aktifin bu iktisaba kullanılmasına izin vermemiştir.” “İktisap edilecek paylar için ödenecek bedel çıkarıldıktan sonra, şirket gene net aktife sahip bulunmalı ve bu net aktifin tutarı, esas sermaye veya çıkarılmış sermaye ile “dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamı kadar” olmalıdır. Dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler, inter alia, Kanun’un m. 519 üçüncü fıkrasında harcama yeri belirtilmiş kanunî yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu (m. 520.1) maddede öngörülen çalışanlar ve işçiler yararına yedek akçeler ile harcanma yerleri belirlenmiş yedek akçelerdir.”

değerine göre düzeltilir. Ardından da kayda alınmış veya alınmamış olan yükümlülükler de bu varlıkların değerinden düşülür.⁸⁹⁹

Düzeltilmiş defter değeri yöntemi, şirketin finansal durum tablosunda yer alan defter değerlerinin pazar değerleri ile düzeltilerek değerlendirilmesidir. Düzeltilmiş defter değeri yönteminde, varlıkların pazara göre yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir.⁹⁰⁰ Defter değerinden düzeltilmiş defter değerine ulaşılırken şirketin maddi duran varlıkları ile iştiraklerinin gerçekleşmiş değer artışları (pazar değeri-defter değeri) hesaba katılır. Maddi duran varlıkların gerçekleşmiş değer artışları uzman raporlarına dayandırılır. Defter değerinden düzeltilmiş defter değerine geçilirken TRFS'ye ilişkin düzeltmeler, enflasyon muhasebesi ve karşılıklar dikkate alınır.⁹⁰¹

Düzeltilmiş defter değeri, değerlendirme için özellikli bir ölçüt-yöntem sayılabılır. Düzeltilmiş defter değeri, işletmenin sürekliliği varsayımı altında şirketin gelecekteki gelir akışlarını, sürdürülen harcamalarını ve ertelenmiş vergilerini yansıttığı için teorik olarak tasfiye değeri olmayacak,⁹⁰² bu değer üstünde bir tutarı ifade edeceği varsayılacaktır. Bu değer altında bir değer taşıması durumunda ise tasfiye değeri yönteminin kullanılması gerekmektedir.

Düzeltilmiş defter değeri yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yönteminin sağlıklı şekilde uygulanmadığı şirketlerin, çok değerli maddi ve maddi olmayan varlıkların bulunması durumunda bu şirketlerin (holdingler, yatırım şirketleri ve bunların iştirakleri gibi) değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. Ayrıca sürekli zarar eden ve yakın gelecekte tasfiye olacak şirketlerin değerlendirilmesinde de kullanılabilecek bir yöntemdir.⁹⁰³

⁸⁹⁹ NACVA, Chapter Six, p. 3.

⁹⁰⁰ Yazıcı, **a.g.e.**, s. 54-55.

⁹⁰¹ Chambers, **a.g.e.**, s. 211-212.

⁹⁰² Pratt, Niculita, **a.g.e.**, p. 930.

⁹⁰³ NAVCA, Chapter Six, p. 3; İvgen, **a.g.e.**, s. 165; Chambers, **a.g.e.**, s. 213.

4.2.4.3 Tasfiye Değeri Yöntemi

Tasfiye değeri, şirkete ait varlıkların satılıp borçların ödenmesinden sonra pay sahiplerine kalan değer olarak tanımlanan bu değer sadece tek başına bir yöntem olarak değil, gelir yaklaşımı ile birlikte kullanılmakta, bu kapsamda devam eden değeri ifade etmektedir.

Tasfiye değeri iki farklı varsayım altında belirlenebilir. Tasfiye, *“makul bir pazarlama dönemine sahip ve istekli alıcıların bulunabileceği düzenli bir tasfiye işlemi veya kısıtlanmış bir pazarlama döneminde yapılacak zoraki bir satış işlemi”* şeklinde olabilir.⁹⁰⁴ Aralarındaki fark, tasfiye zamanında istekli alıcıların bulunması için yeterli bir zaman bulunmasına izin verilmesi ile ilgilidir.⁹⁰⁵

Düzenli tasfiye, *“bir varlık grubunun, alıcı (veya alıcıların) bulunması için makul bir süresi olan ve olduğu gibi satış yapma zorunluluğu bulunan bir satıcının tasfiye satışından elde edilebilecek değerini”* ifade etmektedir. Zorunlu satış ise, *“belirli bir değer esasının değil, el değiştirmenin gerçekleştiği durumun tanımıdır. Zorunlu satışta, bir satıcının kabul edeceği fiyat, pazar değeri tanımındaki haliyle varsayımsal istekli bir satıcının durumundan ziyade, bu satıcının içinde bulunduğu kendisine özgü koşulları yansıtır”*.⁹⁰⁶

Bir varlığın mümkün olabilecek en düşük değeri hurda değeri olmasına rağmen bir şirketin, bir işin değeri bakımından, en düşük değeri tasfiye değeri olacaktır. Başka bir ifade ile değer açısından bakılırsa en kötü senaryo işe son verilmesi, varlıklarının tasfiye

⁹⁰⁴ Rezaee, **a.g.e.**, p. 171; UDS 2017, s. 32.

⁹⁰⁵ Rezaee, **a.g.e.**, p. 171. Şirket varlıklarının parça parça veya bütün olarak satılması durumunda da tasfiye değeri farklı değerlere sahip olacaktır. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 28-29.

⁹⁰⁶ UDS 2017, s. 35. **Düzenli Tasfiye:** Bir varlığın açık piyasada bir alıcı bulabilecek şekilde makul bir süre tanınarak satışa çıkarıldığında getireceği net meblağ hem alıcının hem de satıcının varlığın dönüştürüldüğü ve kullanılması mümkün olan kullanım ve amaçlarından bilgi sahibi olduğu, satıcının satmaya zorlandığı ve alıcının almaya istekli olduğu fakat almaya zorlanmadığı durumda oluşan değerdir. **Zorunlu Tasfiye:** Açık piyasada doğrudan acil satışa çıkarıldığında bir varlığın getireceği net meblağ, hem alıcının hem de satıcının varlığın dönüştürüldüğü ve kullanılması mümkün olan kullanım ve amaçlarından bilgi sahibi olduğu, satıcının satmaya zorlandığı ve alıcının almaya istekli olduğu fakat almaya zorlanmadığı durumda oluşan değerdir. Rezaee, **a.g.e.**, p. 171. Rezaee, tasfiye başlığında UDS'den farklı olarak *“zorunlu tasfiye”* kavramını kullanmıştır.

edilmesi ve bakiyesi pay sahipleri arasında paylaştırılmak üzere yükümlülüklerin karşılanmasıdır.⁹⁰⁷

Zorunlu satış ise değer esaslı olarak tanımlanmak yerine, varlık ve yükümlülüğün kısa bir zamanda ve genelde istekli alıcıların yeteri kadar bilgilendirilemediği veya bulunamadığı durumlardaki varlıkların el değiştirme fiyatı olarak tanımlanmaktadır.

Bir varlığın en olası fiyatını yansıtmaları için zorunlu satışın, “*kısa bir sürede tamamlanması, varlığın el değiştirmesindeki geçerli olan pazar koşullarına tabi olması, alıcı ve satıcıların bilgili ve istekli olması, satıcının satış yapma zorunluluğu içinde olması, tarafların kendileri için en yüksek menfaati dikkate alması, kısa zaman nedeniyle normal bir pazarlama çalışmasının mümkün olmaması ve ödemenin nakit yapılacağı olması*” şartlarının tamamını sağlaması beklenmektedir.⁹⁰⁸

Tasfiye değeri, özellikle faaliyetlerini yürütme konusunda sıkıntılar yaşayan şirketler için uygun bir yöntem olup, başarılı olan şirketler için tasfiye yöntemi bir anlam ifade etmemektedir. Tasfiye değeri yönteminin faaliyetlerini başarı ile sürdüren şirketler yerine, faaliyetlerine uzun süre ara vermiş olan, faaliyetleri konusunda sıkıntı yaşayan ve gelecekte yaratacağı nakit akışları konusunda belirsizlikler bulunan şirketler için uygun bir yöntem olarak düşünülebilir.⁹⁰⁹

4.3. Ayrılma Akçesinin Gerçek Değerinin Belirlenmesinde Değerlemeye Etki Edecek Unsurlar

Önceki bölümlerde şirket değerlemesi ile ilgili UDS’de ve alanyazınında yer alan değer esaslarına, değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerine yer verilmiştir.⁹¹⁰ Ancak ayrılan ortağın payını “*münhasıran*” değerleyecek bir yöntem yasal mevzuatta ve alanyazınında yer almamaktadır. Değer tespitine ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin

⁹⁰⁷ Rezaee, **a.g.e.**, p. 171.

⁹⁰⁸ UDS 2017, s. 36.

⁹⁰⁹ Chambers, **a.g.e.**, s. 186.

⁹¹⁰ Çalışmada UDS’de yer alan ve genel kabul gören değerlendirme yaklaşımlarına yer verilmiştir. Ancak, şirket veya pay değeri için değerlendirilecek varlığın özelliğine göre farklı değerlendirme yöntemleri de kullanılabilir.

seçiminde amaç belirli bir duruma en uygun yöntemin seçilmesidir. Bu nedenle değerleme yöntem ve yaklaşımlarının seçim sürecinde asgari olarak;⁹¹¹

- (a) değerlemenin koşulları ve amacı ile
- (b) belirlenen uygun değer esasları, ve
- (c) varsayılan kullanımların tespiti,
- (d) olası değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönlerinin belirlenmesi,
- (e) yöntemin varlığın niteliği ve benzer olaylarda kullanılan yaklaşımlar ve yöntemler bakımından uygunluğunun araştırılması, ve
- (f) yöntemlerin uygulanması için gereken güvenilir bilginin mevcut olup olmadığının, dikkate alınması gerekmektedir.

Payın değeri, şirket değerinin ortağın esas sermaye payı oranına bölünmesine göre belirlendiğinden, öncelikli olarak şirket değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. şirket değerinin tespitinin ardından, şirket ortağının esas sermayedeki payının oranına göre payına düşen değerin belirlenmesi gerekecektir.

Ayrılmada payın gerçek değeri, pay sahiplerinin çatışan çıkarları arasında bir denge kurularak ortakların uzlaşısı sonucunda bulunan değer, uzlaşı sağlanamaması durumunda ise ulaşılmaması gereken yargısal sürecin sonucunda belirlenen değerdir. Ayrılan ortağın ayrılma payının gerçek değerinin tespiti ve bu kapsamda payın varsayımsal değerinin şirketteki tüm ortaklar tarafından kabul gören bir değer taşıması, şirketteki karşılıklı tarafların çatışması altında zor ve ulaşılmaması g bir amacı beraberinde getirmektedir.

Payın gerçek değerinin belirlenmesi, değeri etkileyen çok çeşitli etken bulunduğundan, sabit getirili yatırım araçlarının değerinin belirlenmesine oranla oldukça zordur.⁹¹² Diğer taraftan ayrılan ortağın payının gerçek değerinin nasıl hesaplanacağının açık bir şekilde TTK'da belirtilmemiş olmasının, her olayda farklı çözümler getirilmesi durumunu ortaya çıkartmakta ve bu nedenle adaletsizliğe neden olabileceği yönünde alanyazınında

⁹¹¹ UDS 2017, s. 41-42.

⁹¹² ztrk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 112.

görüşler mevcuttur.⁹¹³ Payın değeri, değerlemenin hangi amaçla ve hangi yöntem kullanılarak yapıldığına göre değiştiğinden⁹¹⁴ değerlendirme aşamasında belirlenecek değer esas, değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri de payın değerine doğrudan etki edecektir.

Payın gerçek değerini tespit etmede, halka açık olmayan şirketlerin özellikleri gereği paylarının işlem gördüğü bir piyasanın bulunmaması nedeniyle bu şirketlerin paylarının gerçek değerini tespit etmek zor bir süreçtir. Halka açık olmayan şirketlerde payların değeri, sadece iyi örgütlenmiş piyasa fiyatlarına atıfta bulunarak belirlenmez.⁹¹⁵ Gerçek piyasa değeri olarak tanımlanan değerde, pay sahipleri paylarını istekli satıcı olarak satmaktadırlar, ancak ortaklık hakkı davalarında payların zorunlu olarak el değişmesi veya şirketin kendi kaynakları ile satın alması durumunda istekli alıcı ve satıcının varlığından bahsedilemez.

Gerçek değer, ayrılan ortak ve şirkette kalan diğer ortaklar açısından hakkaniyetli, adil ve kabul edilebilir bir değer olması, belirli bir vadede ödemeyi ve bu değer ve ödeme vadesinin de kabul edilebilir olması gerekmektedir. Şirket ortağının normal pay devrinde karşılıklı pazarlık ortamında payı alan ve satan tarafların beklentileri sonucunda “*karşılıklı rızanın*” söz konusu olması dolayısıyla, taraflar arasında gerçekleşen bu devir işlemlerinde oluşan fiyat, satın alma fiyatı olarak adlandırılmaktadır. Ancak çatışan iki taraf arasında yargıya intikal etmeden veya yargıya intikali sonrasında çatışan tarafların menfaatlerini gözeterek yapılacak değerlemenin amacı şirketin, dolayısıyla da payın gerçek değerini bulma amacı olmalıdır. Menfaatlerin gözetilmesi, şirket değerinin hakkaniyetli, adil ve kabul edilebilir bir değer niteliğini taşıması için yapılan değerlendirme çalışmasının da gerçek değer ilkesi çerçevesinde yapılacak bir değerlemeyi içermesi gerekecektir.

Şirketten haklı sebebin varlığı halinde çıkma talebini, tek taraflı irade beyanı ile bildiren ortağın ayrılmasına, şirket müdür veya müdürler kurulu karar verecektir. Ortak ayrıca ortaklar genel kurulunda tüm ortakların kararı ile şirketten çıkabilecektir. Şirket yönetimi,

⁹¹³ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 312.

⁹¹⁴ Ataman, Kibar, **a.g.e.**, s. 62.

⁹¹⁵ Moll, *a.g.m.*, p. 295.

ortağın çıkması için haklı sebebin ana sözleşmede yer alan geçerli bir sebep olduğundan bahisle veya ortaklar genel kurulu kararı ile ortağın çıkmasına karar verecektir. Bu durumda ortağın ayrılma payının yargılama konusu yapılmadan, şirket tarafından satın alınması, şirket ortakları veya şirketin gösterdiği kişiler tarafından satın alınması durumunda, şirketin gerçek pazar değeri üzerinden ortağın payına oranla tespit edilmesi ve ödenmesi gerekmektedir. Bu nedenle de, genellikle ortağın payının değeri için değerlendirme raporu gerekmektedir.⁹¹⁶

Gerçek değer, belirli bir değerlendirme yöntemi ile bulunan bir değer değil, ayrılma payının adil ve hakkaniyetli ile belirlenmesi için değerlendirme yapılacak şirkete benzer şirketler için uygulanan değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin uygulanması ile şirket ve ayrılan ortaklar arası veya bu hususta tarafların anlaşamamaları halinde ise yargısal bir süreç sonunda bulunan bir değerdir. Bu değer, ayrılan ortağın ayrılma payına isabet eden parasal tutarın belirlenmesi için değerlendirme faaliyetinin yanında bazı durumlarda imtiyazlı payların varlığı, finansal tabloların düzeltilmesi, ayrılma payının belirleneceği tarih, ödeme vadesi gibi gerçek değer belirlenmesine etki edecek diğer unsurları da içeren bir süreç sonunda bulunacak değer olacaktır. TTK kapsamında, bu değer nasıl ve ne şekilde belirleneceği yorum tarafı ile alanyazınına, hüküm tarafı ile de yargıya bırakılmıştır. Bu kapsamda şirket hakkında var olan bilgiler ile gerçek değer farklı değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri kullanılarak şirketin ve dolayısıyla ayrılan ortağın pay değeri tespit edilmeye çalışılmaktadır.

Alman Federal Yargıtay'ı ("*Bundesgerichtshof*"), ayrılma payının değerlendirilmesinde, payın değerine etki edebilecek birçok unsur bulunduğunu kabul etmiştir. Mahkeme'ye göre, payın değerine etki edebilecek önemli unsurlardan biri, önceki yıllardaki finansal durum tablolarında yer alan özkaynak değerleri ile ilgilidir. Özkaynakların önceki yıllarda değerini yansıtan finansal durum tabloları, şirket özkaynaklarının gelişimi ve değişimi, satış kârları, dağıtılabilir kârları ve kâr rezervleri hakkında bilgi sağlamaktadır. Finansal durum tablolarının şirketin ekonomik ve finansal gelişimi ilgili birçok bilgi sunmasına rağmen, bu bilgiler değerlendirme sürecinin yalnızca belirgin bir kısmını

⁹¹⁶ De Vries, a.g.e., p. 177.

oluşturur. Mahkeme'ye göre, şirket değerini finansal durum tablolarındaki görünen değerinden daha değerli -yüksek- gösterebilecek diğer belirleyici unsurlar ise gizli yedekler ve şerefiyenin de yer aldığı değerlendirme çalışmalarıdır. Ayrıca Mahkeme, şirket değerinin tasfiye değeri ile değil yaşayan şirket değeri ile değerlendirilmesi gerektiği yönünde kararlar vermiştir.⁹¹⁷

Gerçek değer belirli bir tarih için yapılan, değer tahmini⁹¹⁸ olduğundan, her değerlendirme süreci de kendine münhasır özellikler taşıyacaktır.⁹¹⁹ Değerlemede kullanılacak değer yaklaşım ve yöntemleri, değerlendirme günü tercihi, finansal durum tablolarında düzeltme yapılması, pay değerinde indirim ve iskonto yapılması gibi tercihlerin haricinde durağan olmayan şirket değeri gibi gerçek değer de aynı varsayım ve tercihler altında farklı zamanlarda yapılacak değerlemelerde farklı değerleri ifade edebilecektir.

4.3.1. Değerlemede Esas Alınacak Finansal Tabloların VUK veya TTK'ya Göre Düzenlenmesinin Gerçek Değere Etkisi

Değerlemeye etki edecek en önemli unsur, şirketin finansal verileri olacaktır. Şirketin finansal tablolarından hareketle yapılacak değerlendirme sonucunda bulunacak değer gerçek değer olabilmesi için şirketin finansal tablolarının da gerçeği yansıtması gerekmektedir. Bu kapsamda tarihi maliyetlerle değerlendirilmiş ve/veya vergi amaçlı hazırlanan finansal tablolar, şirket değerlemesinde kullanılabilir olmayacaktır. Değerlemede temel alınacak finansal tabloların gerçeği yansıtması, ayrılan ortağın ve/veya şirkette kalan ortakların menfaatlerinin gözetilmesini de ön planda tutacaktır.

Vergi amaçlı düzenlenen finansal tablolar genelde kamu otoritesinin yasal mevzuatları kapsamındaki uygulamaları içerdiğinden, bu tabloların şirketin ilk kuruluş aşaması haricinde gerçeği yansıttığı hususunda alanyazında bir belirlemeye rastlanılmamıştır. Bu

⁹¹⁷ De Vries, **a.g.e.**, p.178. Gizli yedekler, finansal durum tablolarında aktiflerin gerçek değerinden daha düşük değerle kaydedilmesi veya enflasyonist ortamlarda zaman itibarıyla aktiflerin değeri ile gerçek değer farklıklarının oluşması durumunda ortaya çıkar. Ortakların gizli yedeklerden pay alabilmesi için düşük değerle değerlendirilmiş aktifin satılması veya şirketin tasfiye edilmesi gerekmektedir. Ayrılan ortağın finansal durum tablolarında yer almayan bu değerden pay alabilmesi için finansal durum tablolarının düzeltilmesi gerekmektedir. Öztürk Dirikkan, **a.g.e.**, s. 111 -122 nolu dipnot-.

⁹¹⁸ AICPA, Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide, p. 53.

⁹¹⁹ Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 3.

nedenle ayrılan ortağın ve/veya kalan ortakların menfaatlerinin gözetilmesi amacıyla finansal tabloların gerçeğe uygun bir şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Bu gereklilik TTK'nın gerçek değere atıf yaptığı madde hükümlerinden kaynaklanmaktadır.

TTK m. 78 ila 81'de varlık ve borçların değerlemesine ilişkin hükümleri ile Kanun'un denetim ile ilgili hükümleri arasında bir ilişki kurulmamıştır. Bu nedenle TTK'ya göre yapılacak değerlendirme işlemlerinde, bağımsız denetime tabi olup olmadıklarına bakılmaksızın ve aksi de belirtilmediğinden, TTK'da yer alan tüm işletmelerin finansal tablolarının düzenlenmesinde, varlık ve borçlarının değerlemesinde TMS/TFRS'de yer alan değerlendirme ölçütlerinin kullanılması gerekmektedir.⁹²⁰

VUK kapsamında yapılacak değerlendirme sadece vergi matrahının tespiti açısından geçerlidir. Bu kapsamda yapılan değerlemeler, şirket ortaklarının veya şirketle ilgili üçüncü kişilerin menfaatlerinin korunması ya da bu şirket verileri ile karar alınmasının sağlanmasına yönelik amaç taşımaz.

6102 sayılı TTK'da 6335 sayılı Kanun ile değişiklik öncesinde defter tutma, kayıt zamanı, değerlendirme ve denetim ile ilgili tüm hükümler TMS ve TMSK uygulamalarına bırakılmasına rağmen, defter tutma ve kayıt zamanı ile ilgili yetki VUK'a devredilmesi ile bağımsız denetim zorunluluğu olmayan şirketlerin (ve ticari işlemelerin) defter tutmadan yükümlülüğünden kaynaklı olarak VUK'un değerlendirme hükümlerine uyma zorunluluğu getirilmiştir. Bağımsız denetim ile finansal tabloların denetimi ile de sadece bağımsız denetime tabi şirketler, TMS/TFRS kaynaklı olan değerlendirme hükümleri ile varlık ve borçlarını değerlemişlerdir. Ancak VUK'a göre defter tutan ancak, denetime tabi olmayan şirketlerin TTK ile ilgili iş ve işlemlerinde esas alınması gereken finansal tablolarının hangi esaslara göre belirleneceği yasal anlamda sorun teşkil etmese de uygulamalarda sorunları beraberinde getirmektedir.

⁹²⁰ “6012 sayılı TTK'nın yasalaşmasına kadarki süreçte VUK, TTK ve TMS'de aynı konulara ait farklı düzenlemeler bulunmaktaydı. TTK ile TMS arasında tam bir uyum sağlanmasından sonra farklılık VUK ile TTK arasında kalmıştır. Bundan sonra beklenen bu iki kanun arasındaki uyumun nasıl sağlanacağıdır.” Fatma Pamukçu, “Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun Muhasebe Uygulamalarına Getirdiği Yenilikler”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 220, Nisan 2011, s. 263.

Bu sorun sadece denetime tabi olmayan şirketlerde değil, denetime tabi olan şirketlerin vergisel uygulamalarında da karşılaşılmaktadır. “Şirketlerin genel kurullarında alacakları kâr dağıtım kararlarında hangi finansal tablolar esas alınacağı” hakkında görüş açıklayan KGK;⁹²¹

- “Bu kapsamda kâr payı dağıtımında Kurumumuz düzenlemeleri çerçevesinde, TFRS’ye veya BOBİ FRS’ye göre hazırlanan finansal tabloların esas alınması gerekmektedir”.
- “Bununla birlikte, TTK’nın 64’üncü maddesinin beşinci fıkrası uyarınca TTK’ya tabi gerçek ve tüzel kişiler, 213 sayılı Vergi Usul Kanununun defter tutma ve kayıt zamanıyla ilgili hükümlerine uymak zorunda olup, kâr payı dağıtımında dikkate alınacak değer belirlenmesinde başta vergi mevzuatı olmak üzere ilgili diğer mevzuattan kaynaklanabilecek muhtemel sorunların da göz önünde bulundurulması gerekmektedir”

şeklinde açıklamada bulunmuştur.

Bir yargı kararında, “şirketin karar tarihine en yakın tarihteki mal varlığının gerçek değeri saptanarak buna göre belirlenmesi gerekirken, şirketin defter kayıtlarına göre bilanço esas değeri üzerinden davacı hissesine isabet eden miktarının”⁹²² belirlenmesi gerçek değer olarak kabul edilmemiş ve kararın bozulması istenilmiştir. Ancak burada belirtilmesi gereken husus, bu kararda yer alan bilanço değerinin VUK’a göre belirlenen değer üzerinden hesaplanan bilanço değeri olmasıdır. Bu değer, tarihi maliyetlerle varlık ve yükümlülükleri değerlediğinden, şirketin ayrılmaya konu tarih itibarıyla gerçek değerini yansıtmadığı üzerine kurulmuştur. Verilen Karar’a göre gerçek değer ile tespit edilen mal varlığı değerleri şirket finansal durum tablosunda nasıl gösterilmesi gerektiği

⁹²¹ KGK, “Şirketlerin genel kurullarında alacakları kâr dağıtım kararlarında hangi finansal tablolar esas alınmalıdır?” (Çevrimiçi: <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6668/S%CC%A7irketlerin-genel-kurullar%C4%B1nda-alacaklar%C4%B1-ka%CC%82r-dag%CC%86%C4%B1t%C4%B1m%C4%B1-kararlar%C4%B1nda-hangi-finansal-tablolar-esas-al%C4%B1nmal%C4%B1d%C4%B1r?>, Erişim tarihi. 11.05.2018).

⁹²² Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 2016/2571 Esas, 2017/5023 Karar nolu kararı. Bu Karar’da da TTK’nın yazımında yer alan ve daha öncesinde yer verdiğimiz “malvarlıksal hakların, şirket malvarlığının” dikkate alınmasının bir sonucudur. TTK m. 493/1 gerekçesinde de benzer şekilde şirket varlıkları üzerindeki değerlere yer verilmiştir.

belirlenmelidir. Kanun’da yer alan diğer gerçek değere atıf yapılan TTK m. 140, 141, 202, 493, 531, 596, 597, 638 ve 641’de varlık ve yükümlülüklerin gerçek değeri VUK’a göre düzenlenen finansal durum tablosundaki değerlerinden farklı olacaktır.⁹²³

Defter tutma ve kayıt zamanı açısından VUK’a tabi olan bir şirketin TTK’nın değerleme hükümlerine göre değerlediği varlık ve yükümlülüklerini nasıl ve hangi finansal tablolarda göstereceğinin de açıklığa kavuşturulması gerekir. Denetime tabi olmayan bir şirket varlık ve yükümlülüklerini TTK hükümlerine göre değerleyerek finansal tablolarında gösterip gösteremeyeceğine ilişkin olarak verilen bir Özelge’de, “*şirket bilançosunun gerçek durumu yansıtması amacıyla envantere kayıtlı fabrika binasını piyasa değeri ile değerleyip kayıtlarınıza almayı düşündüğünüz, yapılacak değerleme sonucu ortaya çıkacak değer artışını bilançoda özsermaye hesapları altında açılacak özel fon hesabına kaydetmeyi planladığınız belirtilerek, gerçekleştirmiş olduğunuz bu değer artırımı işlemi sonucu ortaya çıkan ve bilançonun öz kaynakları içerisinde yer alacak olan özel fon tutarının kurumlar vergisine tabi olup olmadığı*” hakkında görüş istenilmiş, Gelir İdaresi ise, “*şirketinizin aktifinde yer alan fabrika binasının değerinin Asliye Ticaret Mahkemesi veya gayrimenkul değerleme şirketlerince vb. şekilde yeniden tespit edilmesi halinde ortaya çıkan farkların bilançonun dipnotlarında sadece bilgi amaçlı gösterilmesi mümkün bulunmaktadır. İktisadi işletmelere dahil gayrimenkullerin maliyet bedeli ile değerlendirilmesi esas olup, piyasa fiyatıyla değerlendirme yapılamayacağından, değerlendirme sonucu sermayeye ilavesi gereken bir fonun ortaya çıkması da söz konusu olamayacaktır*”⁹²⁴ şeklinde görüş verilmiştir.

1 Sıra No’lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (MSUGT), III. Mali Tablolar İlkeleri bölümünde, “*mali tabloların hazırlanmasında esas alınan kavram ve ilkeler ile Türk Ticaret Kanunu ve ilgili diğer mevzuat hükümlerinin farklı uygulamalara yer verdiği durumlarda, işletmeler söz konusu mevzuat hükümleri uyarınca istenilen bilgileri*

⁹²³ TTK m. 140, 141, 202, 493, 531, 596, 597, 638 ve 641’de yer alan gerçek değer tespiti için bağımsız denetime tabi olmayan ve sürekli olarak TMS/TFRS ve BOBİ FRS uygulamayan şirketlerin, bu belirli amaca özgülenmiş tablolarında yer alan değerleri sonraki finansal tablolara aktarabilmeleri ve bu durumların izlenebilirliği açısından bu finansal tablolarındaki bilgilerin, başkaca bir şekilde kayıtlanmadığı hallerde -en azından- VUK’a uygun düzenlenen finansal durum tablosu dipnotlarında izlenmesi gerekir.

⁹²⁴ İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı, 19.08.2011 tarih B.07.1.GİB.4.34.19.02-019.01-1358 sayılı Özelgesi.

sağlayacak şekilde gerekli düzenlemeleri yaparlar”⁹²⁵ şeklinde belirleme yapılmış, izleyen başlıkta ise finansal tabloların amaçlarına yer verilmiş olmasına rağmen, bu amaç ve belirlemelerin zaman içerisinde sadece vergi matrahının tespitine yönelik olduğu şeklinde uygulanmıştır.⁹²⁶

Gerçek değer üzerinden yapılan değerlemeler sonucunda bulunan değerlerin finansal durum tablosunda gösterilmesi hakkında Ankara YMM Odası “Mevzuat İzleme ve Değerlendirme Komisyonu” tarafından yapılan değerlendirmede özetle,⁹²⁷

- “Vergi mevzuatında şirketlerin bilançolarında yer alan varlıkların yeniden değerlendirilmesine imkân veren yasal bir düzenleme bulunmadığı, VUK mük. m. 298’de yer alan enflasyon düzeltmesine ilişkin şartlar oluşmadan ve bu konuda Bakanlar Kurulunca bir karar alınmadan veya Maliye Bakanlığınca bir açıklama yapılmadan duran varlıkların değerlerinin rayiç değere göre düzeltilemeyeceği veya yeniden değerlemeye tabi tutulamayacağı”,
- “Bağımsız denetime tabi olmayan şirketlerin yetkili mahkeme veya noterler tarafından atanmış bilirkişi veya yetkilendirilmiş değerlendirme şirketlerince, şirket aktifinde yer alan varlıkların yeniden değerlendirilmiş değerlerinin (bağımsız denetime tabi şirketler dâhil) yasal defter kayıtlarına alınarak finansal tablo düzenleyemeyeceği, varlıklarını yeniden değerlemeye tabi tutmak isteyen şirketlerin isteğe bağlı olarak bağımsız denetime tabi olabileceği ve finansal tablolarını TMS çerçevesinde bağımsız denetimden geçirtebileceği”,
- “Bağımsız denetime tabi şirketler tarafından hesaplanan değer artış fonlarının TTK hükümlerine göre şirket sermayesine ilave edilemeyeceği”,

⁹²⁵ 1 Sıra No’lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/fileadmin/mevzuat/ eski/muhsisteb1ekmuh3.html>, Erişim Tarihi: 02.06.2018).

⁹²⁶ Söz konusu Tebliğ’de mali tablo amaçları, “1. Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer ilgililer için karar almada yararlı bilgiler sağlamak, 2. Gelecekteki nakit akımlarını değerlendirmede yararlı bilgiler sağlamak ve 3. Varlıklar, kaynaklar ve bunlardaki değişiklikler ile işletme faaliyet sonuçları hakkında bilgi sağlamak” şeklinde sıralanmıştır. Benzer şekilde BOBİ FRS, Kavramsal Çerçeve ve Finansal Tablolar (Bölüm 1), “finansal tabloların amacı, işletmenin finansal durumu, finansal performansı ve nakit akışları hakkında ilgili tarafların alacakları kararlara faydalı olacak nitelikte finansal bilgi sunmaktır”. Ataman, Gökçen, a.g.e., s. 31.

⁹²⁷ Ankara Yeminli Mali Müşavirler Odası (Ankara YMMO), “Mevzuat İzleme ve Değerlendirme Komisyonu Kararı”, Karar Tarihi: 01.06.2016, Karar No: 2016/186-06, (Çevrimiçi: <file:///C:/Users/Acer/Downloads/MEVZUAT%20KARARI-186-06.pdf>, Erişim Tarihi: 14.03.2018), s. 6.

- “Gerek borca batıklık gerekse diğer nedenlerle duran varlıklarını yeniden değerlendirme yöntemine (piyasa satış fiyatına) göre değerleyen şirketlerin söz konusu değerlendirme farklarını yasal defter kayıtlarına almaksızın sadece bilgilendirme amacıyla bilanço dipnotlarında göstermesinin mümkün bulunduğu”

şeklinde görüş açıklamıştır. Diğer taraftan aynı konu hakkında İstanbul YMM Odası ise;⁹²⁸

- “İşletmelerin aktifinde bulunan binaları, mahkemeler veya bilirkişiler aracılığı ile değerlemeye tabi tutarak, oluşan değer artışını pasifte özel bir fonda tutmaları şeklindeki uygulamasına, yasal bir engel bulunmadığı”,
- “Ancak bu işlemin vergisel herhangi bir sonuç doğurmayacak şekilde yapılması gerektiği yani amortisman uygulaması, satış kazancı tespiti, öz sermaye hesaplaması gibi işlemlerin yine eski değerler üzerinden yapılması gerektiği”,
- “Ortaya çıkan farkların, hem aktif hesaplarda hem de pasif hesaplarda, sonraki yıllarda da izlenmesine imkân verecek şekilde kayıtlara intikal ettirilmesi gerektiği”,
- “Oluşan farkla ilgili fonun hiçbir şekilde sermayeye eklenmesi ya da işletmeden çekilmesinin mümkün olmadığı”,
- “Bu şartlara uyulmaması halinde ise ortaya çıkacak farkın vergiye tabi tutulabileceği”,

yönünde görüş bildirmiştir. Her iki YMM Odası’nın görüşü, yeniden değerlendirme sonucunda oluşacak değer artışları hesabının özvarlık hesaplarında izlenebileceği yönündedir.

TTK’nın gerçek değere atıf yaptığı durumlarda, varlık ve yükümlülüklerin değerlerinin de TTK’da yer alan değerlendirme ilkeleri kapsamında yapılması gerekir. Bağımsız denetime tabi olmayan şirketlerin de varlık ve yükümlülüklerinin değeri, vergi bilançosunda yer alan değerlerinden farklı olacağı beklenir. Bu farklar enflasyondan kaynaklanabileceği gibi değerlendirme farklılarından da kaynaklanabilir. VUK’a göre defter tutan ve finansal

⁹²⁸ İstanbul YMM Odası (İstanbul YMMO), “İşletme Aktifine Kayıtlı Binalar İçin, Mahkeme veya Bilirkişi Tarafından Değerleme Yapılması Sonucu Oluşan Farkların Hukuki Durumu”, (Çevrimiçi: <http://www.istanbulymmoo.org.tr/Data/Platform/166.pdf>, Erişim Tarihi: 14.03.2018).

tablolarını düzenleyen şirketlerin TTK'nın gerçek değere atıf yaptığı durumlarda gerçek değeri, VUK'a göre düzenlenen finansal durum tabloları üzerinden mi, yoksa TTK'nın değerlendirme ilkelerinde atıf yaptığı TMS/TFRS'lerde yer alan ilkelere göre düzenlenmiş finansal tablolarda mı göstermesi gerektiğine ilişkin olarak İstanbul YMM Odası tarafından verilen görüşe göre, “*vergisel durumları etkilememek*” üzere vergi bilançosunda gösterilebileceği yönünde olmasına karşın, Ankara YMM Odası ise bu durumun sadece bilanço dipnotlarında yer alabileceği görüşü ağırlık kazanmıştır.

Limited şirket ortaklarının çıkma ve çıkarılma hallerinde ayrılma akçesinin gerçek değeri veya gerçek değer en azından bilanço değeri olduğuna atıf yapılan durumlarda defter (bilanço) değeri VUK'a göre hazırlanan finansal durum tablosundan mı, TTK değerlendirme ilkeleri kapsamında TMS/TFRS veya BOBİ FRS'ye uygun olarak tanzim edilecek bir finansal durum tablosu üzerinden mi belirleneceğinin tespiti gerekmektedir. Limited şirket ortaklarının çıkma ve çıkarılma hallerinde ayrılma akçesinin gerçek değerine atıf yapılan TTK maddeleri, Kanun'un ilk yayımlandığı hali ile yürürlüktedir. Her ne kadar 6335 sayılı Kanun ile defter tutma ile ilgili hükümler değiştirilmiş olsa da, TTK'nın gerçek değere atıf yaptığı veya bu değer en azından bilanço değerini ifade ettiği şeklindeki hükümlerinde değişiklik yapılmamış, ilk hali ile Kanun'da yer almıştır.

TTK m. 641/1 gerekçesinde “*bilanço değeri*” ile kastedilen husus, TTK'nın değerlendirme ilkeleri kapsamında TMS/TFRS'ye uygun şekilde düzenlenen finansal durum tablosundan hareketle varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması şeklinde tespit edilebilecek özkaynak-defter değeridir. Bu kapsamda VUK'a göre düzenlenen finansal durum tablosundan hareketle belirlenecek defter değeri, TTK'nın atıf yaptığı bilanço değerini karşılamayacaktır. Nihayetinde yukarıda bahsedilen yargı kararında, “*şirketin defter kayıtlarına göre bilanço esas değeri üzerinden davacı hissesine isabet eden miktarın*” belirlenmesi, bu kayıtların VUK kapsamında düzenlendiğinden gerçek değer olarak kabul edilmemiştir.

TTK'da atıf yapılan gerçek değer, defter kayıtlarında tarihi maliyetleri ile kayıtlanmış ve ilk kayda alınma tarihinden sonrasında herhangi bir değerlendirme yapılmamış olan varlık ve yükümlülüklerin değeri olarak kastedilmemiştir. TTK tarafından gerçek değere atfın

yapılması, şirketlerin varlık ve yükümlülüklerinin kayıtlarda yer alan değerinden farklı olabileceği veya şirketin kendisinin varlık ve yükümlülüklerinden bağımsız bir değerinin de olabileceği üzerine kuruludur. TTK gerçek değere atıf yaparken finansal raporlama ile ilgili değerlendirme ilkelerini değil daha çok değerlendirme alanyazını ile ilgili kavramlara yer vermiştir. Kanun'un ilk yürürlük hali ile zaten değerlendirme ilkeleri TMS'ye göre belirlenmektedir.

TTK kapsamında gerçek değer veya bu değeri bazı hallerde ifade edebilecek şekilde kullanılan bilanço değerinin tespiti için temel alınacak finansal tabloların, TMS/TFRS'ye uygun şekilde düzenlenmiş finansal tablolar olması gerekir. TTK'nın gerçek değer kavramı için değerlendirme alanyazınında kullanılacak değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin de uygulanabilmesi ve anlamlı sonuçlar üretebilmesi için çoğu zaman şirketin mevcut varlık ve yükümlülük değerlerini göstermeyen VUK'a göre düzenlenmiş finansal tabloların kullanılmasının bir anlamı olmayacaktır. Değerleme alanyazını açısından en basit hali ile muhasebeden elde edilen verilerle tespiti yapılan defter (bilanço) değerinin şirket değerini dolayısıyla da ayrılma akçesinin gerçek değerini yansıtabilmesi için, temel alınacak finansal durum tablosunun TTK değerlendirme ilkeleri kapsamında TMS/TFRS veya BOBİ FRS'ye göre düzenlenmiş olması gerekir.

Gelir ve pazar yaklaşımları kapsamında şirketin değerinin tespitinde varlık, borç, özkaynak ve/veya gelirlerle ilgili finansal tablo verileri esas alındığından, şirket değerlemesinde bu verilerin değerleri de şirketin bu yaklaşımlara göre bulunacak değerini doğrudan etkilemektedir. Gelir ve pazar yaklaşımında, hasılat belirleme yöntemlerine göre değişecek hasılat tutarları, amortisman yöntemlerine göre farklı amortisman tutarları, kayda alınmamış giderler (kıdem tazminatları gibi), varlık ve yükümlülüklerin gerçeğe uygun değeri gibi bu yaklaşımların temel aldığı verilerin tutarlarında yapacağı değişim, şirket değerine doğrudan etki edecektir.

4.4.6.2. Değerleme Öncesi Finansal Tabloların Düzeltilmesi

Önceki bölümde ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için vergi kanunları kapsamında oluşturulan finansal tabloların değil, TTK'nın değerlendirme hükümleri

kapsamında TMS/TFRS'ye uygun şekilde düzenlenen finansal tabloların düzenlenmesi gerektiğine yer verilmiştir. Bu gereklilik ise VUK'a göre düzenlenen finansal tabloların, TTK'da gerçek değere atıf yapılan durumlarda, kullanıcılarının bilgi ihtiyacını karşılamaması nedeni üzerine kurulmuştur.

Değerleme kapsamında finansal tablolarla ilgili önemli bir husus, değerleme öncesinde finansal tabloların düzeltilmesi gerekliliğidir. Bu düzeltme gereği, kayıtlarda ve/veya finansal tablolarda yer almayan varlık ve yükümlülükler, gelir veya gider kalemlerinin finansal tablolara aktarılması ya da finansal tablolarda farklı muhasebe uygulamalarının kullanımından kaynaklanabilir.

Finansal tablolarda düzeltme kavramı Amerikan Değerleme Uzmanları Derneği (American Society of Appraisers, ASA) tarafından, *“değerleme süreciyle ilgili ve önemli olarak raporlanan finansal bilgilerde yapılan değişiklikler”* olarak tanımlanmıştır. ASA, düzeltmelerin ne zaman uygun olabileceğine dair dört örnek vermiştir:⁹²⁹

- Finansal tabloları tutarlı bir biçimde sunmak (uygulanan muhasebe politikaları, stok yöntemleri, amortisman uygulamaları vs.),
- Tarihi maliyetlerle kayıtlı değerleri cari değerlere göre ayarlamak,
- Gelir ve giderlerini devam eden sonuçların makul bir şekilde temsil ettiği seviyelere göre ayarlamak ve
- Faaliyet dışı duran varlık ve yükümlülüklerini düzeltmek.

Değerleme uzmanı sadece finansal tabloları düzeltmez. Aynı zamanda bu düzeltmeleri tam olarak açıklaması ve yapılan düzeltmeleri destekleyen açıklamaları da yapması gerekir. Bununla birlikte, düzeltme yapılması gereken hususlarda bütün değerleme uzmanları aynı fikirde olmayabilir.⁹³⁰

⁹²⁹ Jr. L. Paul Hood, Timothy R. Lee, **A Reviewer's Handbook to Business Valuation**, John Wiley & Sons, Inc., 2011, p. 156.

⁹³⁰ Hood, Lee, **a.g.e.**, p. 157.

Diğer taraftan finansal tablolar, muhasebe standartlarının ve/veya finansal durumların yanlış yorumlanması, hile (kasıtlı hata), dikkatsizlik veya matematiksel hatalardan kaynaklı veya kullanıcıların karar sürecini etkileyecek şekilde önemli etkide bulunabilecek ve finansal tabloların güvenilirliğini ortadan kaldıracak şekilde hatalar içermesi de mümkündür.⁹³¹

Defter değeri “*genelde*” gerçek değer olmamakla birlikte, değerlendirme çalışmasının başlangıç noktası olarak finansal durum tablosunun gerçek değerine getirilmesi gerekir.⁹³² TMS/TFRS’ye göre düzenlenmiş olsa da finansal durum tablosunda yer alan varlık ve yükümlülükler tarihi maliyetleri ile yer alması veya TTK’nın gerçek değer ilkesi kapsamını karşılayabilecek durumda olmaması halinde bu tabloların düzeltilmesi gerekecektir.

Genel kabul gören muhasebe ilkeleri sınırları içinde, herhangi iki şirketin muhasebe kayıtları yapılırken ve finansal tabloları hazırlarken tamamen aynı muhasebe ilkelerinin kullanması çok nadirdir. Değerleme uzmanları da finansal tabloların hazırlanmasında biraz toleransa yer verilebileceğini genelde kabul ederler. Tipik az ortaklı şirketlerin çoğu, (*bağımsız dış*) denetim tabi olmadıkları için genelde finansal tabloları genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak düzenlenmez. Bu nedenle değerlendirme uzmanı, iki veya daha fazla şirketi kıyaslamak veya bir şirketi bir sektöre ya da başka bir standarda göre değerlendirmek için, her hesap kaleminin muhasebe ilkelerinden sapmasını hesaplamalı ve gerçek duruma uyarlamalıdır.⁹³³

Muhasebe uygulamaları arasında bir seçim yapmak gerektiği zaman, halka açık olmayan şirketler vergileri minimize etmek için daha muhafazakar davranırken, halka açık şirketlerin ise fazla gelir göstererek pay sahiplerini memnun etmek için daha agresif davranabilecekleri göz önünde bulundurulmalıdır. Daha da ötesi, halka açık olmayan

⁹³¹ Ergün Küçük, “Muhasebe Standartlarına Göre Finansal Tablo Hatalarının Düzeltilmesi ve Raporlanması”, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 30, 2011/1, s. 112.

⁹³² Hitchner, *a.g.e.*, p. 315.

⁹³³ Pratt, Niculita, *a.g.e.*, p. 129.

şirketler ne kadar küçükse, halka açık şirketlerle arasında vergileri minimize etme ve gelir beyanındaki fark da o kadar açılma eğilimindedir.⁹³⁴

Bağımsız dış denetime tabi olmayan şirketlerde, kayıtlara alınmayan hasılat veya giderler, şirket aktifinde bulunmakla birlikte şirket ortakları tarafından özel işlerde kullanılan aktifler veya ortakların özel işleri için şirket adına kullandıkları krediler veya diğer borçlanmalar, fiktif olan hesaplar ile ortaklardan alacaklar veya borçlar hesaplarının değerlendirme öncesinde finansal tablolardan çıkartılması veya eklenmesi gerekmektedir. Bu aşamadan sonra taraflar arasında veya mahkeme tarafından belirlenen yaklaşım ve yöntemlerle değerlendirme yapılabilecek finansal tablolara ulaşılabacaktır.⁹³⁵ Hasılatın gizlenmesi gibi durumlarda da gelir yaklaşımı yöntemleri ile şirket değerlemesi yapıldığında, şirket değeri olduğundan daha düşük değerle değerlendirilmiş olacaktır.

Şirketin gelir etme gücü, değerini belirlemek için en önemli unsur olduğundan, gelir tablosunun analizinin amacı bu gücü daha iyi anlamak ve yorumlamaktır. Değerlemede aktiflerin değerleri de önemli rol oynayacağından, analiz amaçları için finansal durum tablosunda da düzeltmeler yapılması gerekebilir. Finansal durum tablosu ve gelir tablosu analizleri sonucunda düzeltilen değişkenler için yapılan düzeltme doğrultusunda finansal durum veya gelir tablosunda da aynı düzeltmelerin yapılması gerekebilir.⁹³⁶

Nispeten küçük ölçekli şirketlerin finansal tablolarında, şirket yönetiminin etkileşimde bulunabileceği hesap kalemlerinde daha detaylı düzeltmeler gerekebilir. Bu düzeltmelerinin finansal durum tablosu ve gelir tablosu üzerindeki etkilerini dikkate almak önemlidir. Düzeltmeler yapılırken vergi etkisini de dikkate almak gerekebilir.⁹³⁷ Değerleme sürecine etkinlik kazandırılması amacıyla şirketin duran varlıklarına ilişkin amortisman ayırma yöntemlerinin finansal raporlama standartlarına uygun olması gerekir. Çünkü uygulanan amortisman yöntemi sonucunda ilgili dönem ve önceki dönem amortisman tutarları doğrudan doğruya şirket değerlemesi sürecine etki etmektedir.

⁹³⁴ Pratt, Niculita, **a.g.e.**, p. 129.

⁹³⁵ Hitchner, **a.g.e.**, p. 315

⁹³⁶ Pratt, Niculita, **a.g.e.**, p. 130.

⁹³⁷ Hitchner, **a.g.e.**, p. 852.

Finansal tablolarda yapılacak değişik düzeltmeleri dikkate almak önemlidir. Bunlar değerleme uzmanının düşüncelerini ve uygulanan değerin düzeyini yansıtmalıdır.⁹³⁸

Finansal tabloların düzeltilmesi, değerleme sürecinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Düzeltmelerinin genel amacı finansal verilerin, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine ve muhasebe standartlarına uygun olarak sunulması ve masraf sayılmayan giderlerin finansal tablolar dışına çıkartılmasıdır. Düzeltmedeki amaç, finansal verilerin diğer şirketlerle karşılaştırılabilir şekilde sunulabilmesi ve söz konusu şirketin gelecekteki faaliyetlerini tahmin edebilmek için temel verilerin hazırlamasıdır. Düzeltmedeki diğer bir amaç ise geçmiş verilerin düzeltilmesi ile zaman içinde istikrarlı finansal verilerin sunulabilmesidir. Aşağıda normalleştirme düzeltmelerine ilişkin bazı örnekler verilmiştir:⁹³⁹

- Tahakkuk esasına göre yapılacak düzeltmeler,
- Kayda alınmamış gelirlerin finansal tablolara yansıtılması,
- Masraf sayılmayan gider ve gelirlerin tespiti ve finansal tablolardan çıkartılması,
- Şirketin faaliyeti ve varlık ve yükümlölükleri ile ilgisi olmayan gelir ve harcamalar,
- Şirket ortaklarının ihtiyari harcama ve gelirlerinin şirket hesaplarında yer alması,
- Ödenekler ve karşılık hesaplarının yeterliği (geçmişteki sonuçlar ya da yönetimle yapılan mülakatlar ışığında makul bir karşılık düzeyinin belirlenmesi),
- Kıdem tazminatlarına ilişkin yükümlölükler,
- Stok değerleme yöntemlerinin sektördeki uygulamalara göre düzeltilmesi,
- Kayıtlarda yer almasına rağmen işletmede bulunmayan veya kayda alınmamış varlık ve yükümlölüklerle ilgili düzeltmeler,
- Amortisman yöntemleri ve listeleri (sektörün uygun raporlama normlarına uyumlaştırılması),
- Özel maliyetler hesaplarında yapılacak düzeltmeler (gerçek değerlerinde yapılacak düzeltmeler gibi),

⁹³⁸ David Laro, Shannon Pratt, **Business Valuation and Taxes: Procedure, Law, and Perspective**, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, 2005, p. 119; Pratt, Niculita, **a.g.e.**, p. 129.

⁹³⁹ Hitchner, **a.g.e.**, p. 852.

- Gelir ve giderlerin muhasebeleştirme zamanları ile ilgili düzeltmeler (dönemsellik ilkesi kapsamında devam eden işler, gerçekleşme yüzdesi ya da tamamlanan işlerle ilgili düzeltmeler),
- Gerçek veya koşullu yükümlülük içeren satışlar (garanti veya teminatlarla ilgili düzeltmeler),
- Önceki dönem düzeltmeleri (örneğin muhasebe politikasında değişimler veya kayıtlara alınmamış işlemler için),
- Muhasebeleştirilen gelecek yıllara ait giderler,
- İştiraklerin değerleri ile ilgili düzeltmeler,
- Kayda alınmamış vergi yükümlülükleri ve iadeleri ile ilgili düzeltmeler,
- Yangın, sel ve benzeri gibi nedenlerle, sigorta kapsamı dıındaki fiziksel zarar veya iş kesintisi gibi zararlar,
- İşletme varlıklarının satışından doğan kazanç veya zararlar ya da bu satışlardan kaynaklanan vergi istisna uygulamaları için gerekli düzeltmeler.

Değerleme uzmanı bütün bu düzeltmelerin yapılıp yapılmadığını ve yapılmadıysa bunun nedeni dikkate almalıdır.

4.3.3. Ayrılma Akçesinin Değerlemesinde Değer Esası Tercihinin Şirket Değerine Etkisi

TTK'ya göre, ayrılma akçesi gerçek değer ile değerlendirilmektedir. Kanun lafzında geçen “gerçek değer” ve “gerçek değerine uyan” ibareleri, pay değerlemesi açısından özel bir değer ifadesi olarak belirtilmemiştir. Payın gerçek değeri için olayın mahiyetine uygun, güncel değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanıldığı, adil, hakkaniyetli ve çatışan tarafları uzlaştırabilecek bir değer bulunması amacıyla uygulama, alanyazını ve yargıya bırakılmıştır.

TTK'nın gerçek değere atıf yaptığı maddelerde “yaşayan şirketten” bahsetmesi, TTK m. 493 gerekçesinde gerçek değer “tasfiye değerinin üstünde” olduğu veya TTK m. 641 gerekçesinde ise gerçek değer “en azından bilanço değerini ifade ettiği”ne değinmek

suretiyle gerçek değerin belirlenmesinde tasfiye değeri esası ile belirleme yapılmayacağı sonucuna ulaşılmaktadır.⁹⁴⁰

Değerleme yapılırken bu esaslardan “*gerçek değer esası*”nın uygulanmadığı durumlarda en azından “*bilanço değerinin*” ayrılma akçesinin değerinin belirlenmesinde dikkate alınması, bilanço değerinin ise TTK m. 78 ile 88 arasındaki değerleme hükümlerine uygun olarak düzenlenen finansal durum tablosundan hareketle belirlenmesi gerekmektedir.

Değer esasları, pazar değeri, makul değer, yatırım değeri, sinerji değeri, tasfiye değeri, gerçeğe uygun değer, gerçeğe uygun pazar değeri veya gerçek değer gibi değerlendirme kuruluşları veya ülkelerin yasal mevzuatları kapsamında tanımlanmış değerlemenin temel ölçüm varsayımlarının açıklamasıdır.⁹⁴¹ Değer esaslarının temeli olarak aşağıdaki üç temel kategoriden bahsedilebilir.⁹⁴²

- Birinci kategoride esas, “*serbest ve açık bir pazarda yapılabilecek varsayımsal bir el değiştirme işlemindeki en olası fiyatı belirlemektir. Pazar değeri, finansal raporlamada kullanılan gerçeğe uygun pazar değeri bu kategoriye girmektedir*”.
- İkinci kategoride esas, “*kişi ya da kurumun bir varlığa sahip olması sonucu sağlayacağı faydaları belirlemektir. Burada değer kişi ya da kuruma özgüdür, genel olarak pazar katılımcıları açısından önemsiz olabilir. ... yatırım değeri ve özel değer (specail value) bu kategoriye girmektedir*”.
- Üçüncü kategoride esas, “*bir varlığın el değiştirmesi için iki özel tarafın üzerinde anlaşmaya varabileceği fiyatı belirlemektir. Taraflar bağlantısız ve muvazaasız bir şekilde pazarlık etmiş olsalar dahi, varlığın pazarda sunulması zorunlu olmayıp, üzerinde anlaşılan fiyat tipik bir pazar katılımcısının fiyatlamasından ziyade, varlığa*

⁹⁴⁰ Alman mahkemelerinin de, ortağın şirketten ayrılması durumlarında, şirket değerinin belirlenmesinde tasfiye değeri değil, yaşayan şirket değerinin esas alınması yönünde kararları bulunmaktadır. De Vries, **a.g.e.**, p. 178.

⁹⁴¹ UDS 2013, s. 14. Değer esası (standartı), aranan değer türünün bir tanımıdır. Değerin öncülü konu değerlendirme için geçerli olan fiili ya da kuramsal şartlar kümesine ilişkin bir varsayımdır. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 20.

⁹⁴² UDS 2013, s. 12.

sahip olmanın ilgili taraflara sağladığı özel avantajları veya dezavantajları yansıtan bir fiyat olabilir. ... makul değer bu kategoriye girmektedir”.

TTK’da atıf yapılan gerçek değer belirlenmesinde temel alınacak esas, TTK m. 202’de atıf yapılan borsa değeri haricinde üçüncü kategoride yer alan değer esası ile uyushmaktadır. Bu durumda değer esasının temelini, “iki özel tarafın üzerinde anlaşmaya varabileceği fiyatı belirlemek” oluşturacaktır. Nitekim TTK m. 597/1’de yer alan şekli ile “*tarafların anlaşması*” halinde gerçek değer tarafların anlaştığı değer olacağından, bu değer esasında temel amaç anlaşmaya varılabilecek fiyatın belirlenmesidir.

Gerçek değer, “*istekli satıcı ve istekli alıcılar arasında*” oluşan pazar değeri yerine, varlığa (işletme içindeki paylara) sahip olmanın ilgili taraflara sağladığı özel avantajları veya dezavantajları yansıtan bir fiyat olarak tespit edilmesi halinde (bazı durumlarda) pazar değerinden daha yüksek fiyatın oluşmasına da neden olabilecektir. Aile şirketlerinde, dışarıdan yabancı bir kişinin şirkete girmemesi için ayrılan ortağa veya payın icrada satışında payın pazardaki değerinden daha fazla bir fiyat teklif edilebileceği gibi.

Defter değeri ise, bir değerlendirme esası olmaktan çok bir muhasebe kavramı özelliği taşımaktadır. Bundan dolayı, defter değeri yönteminin şirket değerini belirlemede iyi bir yöntem olmadığı konusunda bir fikir birliği mevcuttur. Fakat defter değerinin, yaklaşık tüm işletmeler için hesaplanabilir olması, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri kapsamında, aşağı yukarı genelleşmiş kuralların uygulanması ile sağlanması gibi nedenlerden dolayı, şirket değerlemesinde varlık temelindeki değerlendirme yöntemleri için bir temel başlangıç oluşturur.⁹⁴³

TMS/TFRS’ye uygun olarak düzenlenmiş finansal tablolar üzerinden düzeltilmiş defter değeri ise TTK m. 641 gerekçesinde yer aldığı üzere gerçek değer “*en azından*” ifadesi ile bu değer temel seviyesini oluşturacağı yönündedir.

⁹⁴³ Cingöz, a.g.e., s. 76.

Önceki bölümde yer verdiğimiz Yargı kararında⁹⁴⁴ şirketin vergi kanunları kapsamında düzenlediği defter kayıtlarına göre belirlenen bilanço değerinin yerine karar tarihine en yakın tarihteki malvarlığının gerçek değerinin tespit edilerek ayrılma akçesinin bu değer üzerinden belirlenmesine karar vermiştir. Bu kararda gerçek değer, karar tarihine en yakın tarihteki şirketin malvarlığı (aktif) değerinin olduğuna yer verilmiş olsa da diğer değerleme yaklaşımları ile şirket değerinin dolayısıyla pay değerinin tespit edilebileceğine dair bir ifade yer almamıştır.

Gerçek değer belirlenmesinde temel alınacak değer esasının işleyen teşebbüs (TTK ifadesi ile yaşayan bir şirket) varsayımı altında, tasfiye değeri veya şirket değerini yansıtmadığına dair kanaatlerin bulunduğu durumlarda da defter değeri esasları kullanılabilir olmayacaktır. Bu durumda şirketin şerefıyesi ile tanımlanmayan diğer maddi olmayan varlıkları, gelirleri ve muhasebe kayıtlarında yer almayan diğer varlıkları ile bir bütün olarak değerlendirilmesi gerekecektir.

Genellikle net aktif değeri ya da tasfiye değeri üzerinden değerlendirilen şirketlerin değeri, işleyen teşebbüs değeri ile değerlendirilip bu değer üzerinden indirim yapılan durumlardan daha düşük bir değere sahip olmaktadır. Dahası, şirkette kalan ortaklar veya ayrılan ortağın payını net aktif değeri⁹⁴⁵ veya tasfiye değeri üzerinden satın alan “veya payın şirket tarafından iktisabı ya da esas sermayenin azaltılması yolu ile ödenen ayrılma paylarında dahi” ortaklar ve üçüncü şahıslar açısından “beklenmedik gelir- talih kuşu” olarak nitelendirilebilir.⁹⁴⁶

⁹⁴⁴ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 2016/2571 Esas, 2017/5023 Kararı, Karar Tarihi: 04.10.2017 (Çevrimiçi: <http://www.turkhukuksitesi.com/serh.php?did=16754>, Erişim Tarihi: 04.04.2018).

⁹⁴⁵ Net aktif değerinin, gelir ve pazar yaklaşımları içerisinde yer alan yöntemlerle belirlenen değerlerden daha yüksek olmadığı varsayımında geçerli olacaktır.

⁹⁴⁶ Bu durumun istisnası, ayrılma davasına müteakip şirketin tasfiye sürecine girmesidir. Delang, *a.g.m.*, p. 462. Diğer taraftan ortaklar arasındaki anlaşmazlıkların çözümü için yapılan işlemler, şirketin tasfiyesini önleme amaçlıdır. Bu nedenle Hollanda ve Belçika’daki düzenlemeler net varlık bazında değerlemeyi kabul etmemektedirler. Delang, *a.g.m.*, p. 462.

4.3.4. Gerçek Değerin Belirlenmesinde Kullanılabilecek Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

Ayrılan ortağın akçesinin değerini etkileyen unsurlardan biri de değerleme yöntemidir. Gerçek değer, kanuni bir terim olmakla birlikte, varsayımları tanımlanmış ve yöntemleri belirlenmiş bir veya birden fazla değerleme yaklaşım ve yöntem/yöntemlerinden biri veya birkaçının kullanılması, değerleme zamanı, değerlemede finansal tablolarda düzeltme yapılıp yapılmayacağı, değerleme sonrasında bulunan değerden indirim yapılıp yapılmayacağı gibi hususları değerlendirilecek şirketin “*nevi şahsına münhasır*” durumu sonucunda taraflar arasında anlaşma sonucu veya mahkeme tarafından belirlenecek bir değerdir.

Ayrılan ortağın ayrılma akçesi, gerçek değer üzerinden belirlenir. Neyin gerçek olduğu, “*genellikle olağan olgulara dayandırılabilen, kesinlikle gerçekler bilinmeden belirli bir duruma göre son yargıya varılamayan*” şeklinde tanımlanır. Diğer bir ifade ile gerçek değere ulaşmanın “*pazar değeri, indirgenmiş nakit akımları yöntemi, kazançların karşılaştırması, karşılaştırılabilir şirketlerle kıyaslama, değerleme yöntemlerinin bileşimi*” gibi değişik yöntemleri bulunmasına rağmen, hangisinin payın gerçek değerini en iyi şekilde temsil ettiğini söylemek mümkün değildir.⁹⁴⁷

Ayrılma payının değerlendirilmesinde kullanılmak üzere, özellikle belirlenmiş veya formüle edilmiş değerleme yöntemi bulunmamaktadır.⁹⁴⁸ Her şirketin bulunduğu sektör, varlık büyüklüğü, gelir elde etme potansiyeli veya sahip olduğu yasal izinler gibi somut bulgular, payın değerlemesi için uygun yöntemin belirlenmesi için veri oluşturmaktadır.⁹⁴⁹ Şirket veya şirketteki payların değerlendirilmesinde pazar, gelir ve maliyet

⁹⁴⁷ Delang, a.g.m., p. 463. Benzer yönde limited şirketlerin değerinin tespitinde kullanılabilecek yaklaşım ve yöntemler: “a. Şirketin mevcut malları ve haklarından oluşan bütünü göz önünde alan varlık değeri yöntemi, b. Şirketin gelecekte elde edeceği gelirler esas alınarak yapılan değerlemeyi ifade eden kazanç değeri yöntemi, c. Varlık değeri ile kazanç değeri arasında bir kombinasyon sonucu meydana gelen ortalama değer yöntemi, d. Amortisman düşülerek belirlenen varlık değerinden borçların çıkarılması sonucu bulunan değeri ifade eden defter değeri (bilanço) yöntemi, e. İşletmenin varlıklarının teker teker satılması suretiyle elde edilebilecek değeri ifade eden tasfiye değeri yöntemi” şeklinde sıralanabilir.

Yıldırım, a.g.e., s. 311-312.

⁹⁴⁸ De Vries, a.g.e., p. 178.

⁹⁴⁹ Slee, a.g.e., p. 107.

yaklaşımları olmak üzere üç temel değerlendirme yaklaşımı⁹⁵⁰ veya değerlendirme alanyazınında kabul görmüş diğer yöntem ve yaklaşımlar da kullanılabilir.

Değerlemede, “*değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıklarının içeriği ile ilişkili olması*” gerekir. Değerlemede kullanılan pazar yaklaşımı fiyat dengesi, gelir yaklaşımı fayda beklentisi ve maliyet yaklaşımı ise ikame ekonomi ilkelerine dayanmaktadır.⁹⁵¹

UDS’ye göre, “*bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. Bir yöntemin her duruma uygun olması söz konusu değildir. Bu nedenle değerlendirme yöntem ve yaklaşımlarının seçim sürecinde asgari olarak aşağıdakiler dikkate alınması gerekmektedir*”:⁹⁵²

- “*değerlemenin koşulları ve amacı ile belirlenen uygun değer esasları ve varsayılan kullanımların tespiti*”,
- “*olası değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönlerinin belirlenmesi*”,
- “*yöntemin varlığın niteliği ve benzer olaylarda kullanılan yaklaşımlar ve yöntemler bakımından uygunluğunun araştırılması*” ve
- “*yöntemlerin uygulanması için gereken güvenilir bilginin mevcut olup olmadığı*”.

Gerçek değer, belirli bir tarih için yapılan değerlendirme faaliyeti, değer tahmini⁹⁵³ olduğundan, aynı varlığa farklı tarihlerde yapılacak değerlendirme faaliyeti sonucunda farklı değerler elde edilecektir. İngiltere, Hollanda ve Belçika yasaları değerlendirme yöntemleri hakkında emredici hükümler içermemektedir. Aktif pazarların bulunmadığı durumlarda pay değerleri, mevcut durumun şartlarına göre belirlenmektedir. Belçika uygulamalarında mahkemeler ya da uzmanlar birkaç değerlendirme yöntemini seçerek bunların ortalamasını almak yoluyla gerçek bir değere ulaşmaya çalışmaktadırlar.

⁹⁵⁰ UDS 2017, s. 41.

⁹⁵¹ UDS 2017, s. 41.

⁹⁵² UDS 2017, s. 41-42.

⁹⁵³ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 53.

Mahkemeler durumun gerçeklerine, payı devreden ve alanın özelliklerine göre şirket değerinin belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri arasında bir ağırlık faktörü de kullanabilmektedirler.⁹⁵⁴

Şirketin değeri, “*şirketi oluşturan münferit varlık ve yükümlülüklerin değerlerinin toplamından farklı olabilir. Şirketin değerinin şirketteki kayıtlı veya kayıtlı olmayan net maddi varlıklar ve tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların toplamından büyük olması halinde, fazla değer genellikle işletmenin sürekliliği değeri veya şerefiye olarak nitelendirilir*”.⁹⁵⁵ Şirket değerinin kayıtlı malvarlığından yüksek olması durumunda, değerlemenin muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımı ile değil, gelir, pazar veya maliyet yaklaşımı ya da şirket gerçek değerini yansıtan uygun bir yaklaşım ve yöntem ile değerlendirilmesi gerekir.

Halka açık olmayan şirketlerin -paylarının el değiştirmesinde, istekli alıcılar ile istekli satıcıların bir arada, yeterli sayıda ve birbirlerine etki edebilecek bir ortamın bulunmadığından- pazar değerinin bulunmadığı savunulmaktadır. Dolayısıyla halka açık olmayan şirketlerin değerlemesinde gelir, maliyet veya varlık yaklaşımı kapsamındaki yöntemlerin kullanılması gerekir.⁹⁵⁶ Ancak yine de şirketin değerini yansıtabilecek pazar değerinin bulunduğu durumlarda, şirketin pazar değerinin gerçek değer olma olasılığını göz ardı etmemek gerekir. Halka açık şirketlere benzer varlık ve gelir yapıları olan veya yatırımlarcılar açısından tercih edilen sektörlerdeki şirketlerin halka açık şirketlere benzer özellikler taşıması halinde pazar değeri ile değerlendirilmesi gerekir.

Pazar yaklaşımı, çeşitli amaçlarla oldukça yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Değerlemede, çarpanların ve karşılaştırılabilir şirketlere ait verilerin kullanımı, İNA’ya göre daha az zaman ve kaynak gerektirir. Karşılaştırılabilir işlemler yöntemi ile elde edilen değerlendirme sonuçları, müşterilere ve potansiyel yatırımcılara daha kolay şekilde açıklanabilir. Karşılaştırılabilir işlemler yöntemi, İNA’ya göre daha az varsayım gerektirir. Karşılaştırılabilir işlemler yöntemi ile bulunan pazar değeri, gerçek değer

⁹⁵⁴ Delang, *a.g.m.*, p. 463.

⁹⁵⁵ UDS 2017, s. 69.

⁹⁵⁶ Shishido, *a.g.m.*, p. 71.

yerine göreceli değer bulunmaya çalışıldığı için mevcut piyasanın durum, şirket değerine çok daha iyi bir şekilde yansıtılır. Belirtilen bu üstünlükler, pazar yaklaşımı ile değerlemenin neden yaygın bir şekilde kullanıldığını açıklamaktadır. Diğer taraftan karşılaştırılabilir işlemler yöntemi değerlemenin risk, büyüme ve nakit akımları gibi temel değişkenlerini ihmal ettiği için, piyasalar yükseliş halindeyken aşırı değerlemeye; piyasalarda düşüş söz konusuysa düşük değerlemeye yol açabileceği için ve son olarak da değerlemede kullanılan çarpanların analistler tarafından subjektif bir şekilde seçilme ihtimali olduğu için eleştirilmektedir.⁹⁵⁷

Diğer taraftan gelir ve pazar yaklaşımları birbirinden farklı özelliklere sahiptirler. İNA, bir varlığın sahibi için gelecekte elde edeceği gelir kapasitesinin tahmini iken, pazar yaklaşımında bir varlığın benzer varlıklardan hareketle varlığın değerinin tahmin edilmesidir. Pazarda oluşan fiyatın doğru ve güvenilir olması durumunda İNA ve pazar değeri birbiri ile örtüşecek, düşük veya yüksek olması durumunda ise İNA değeri, pazar yaklaşımına göre bulunacak değerden sapacaktır.⁹⁵⁸

Teoride, gelir yaklaşımı kapsamında İNA yönteminin, en doğru değerlendirme yöntemi olduğu kabul edilmektedir. Esas itibarıyla bir şirketin değeri, gelecekte sahipleri için yaratacağı menfaatlerin *“tercihen net nakit akışları veya başka bir gelir ölçütü ile ölçülebilen menfaatlerin”* beklenen zamanda ve beklenen miktarda başarılması riskini yansıtan bir oranda bugünkü değerine indirgenmiş değeri olduğu konusunda genel bir anlaşma vardır.⁹⁵⁹

Shishido (1993)’e göre de gerçek değer, İNA yöntemi ile belirlenmiş değer olmalıdır. Bu sayede, günümüz değerlerine indirgenmiş olan nakit akışları ile bir taraftan çoğunluk pay sahiplerinin girişimciliklerinin karşılığını alabilme ve bu getirilerin sürdürebilirliği sağlama ile bütün pay sahiplerine açık ve gizli nakit akışlarından pay verilebilmesine olanak sağlanmaktadır. Varlık yaklaşımı ile bulunan değer, İNA yöntemi ile bulunan değerden yüksek olması halinde, daha yüksek varlık değerini daha düşük İNA değeriyle

⁹⁵⁷ İvgen, a.g.e., s. 117-120.

⁹⁵⁸ Damadoran, **Valuation Approaches and Metrics**, p. 63.

⁹⁵⁹ Hithcner, a.g.e., p. 857.

indirmek için bir neden bulunmamakta olup, bu durumda varlık yaklaşımı ile bulunan değerin gerçek değer olarak kabul edilmesi gerekecektir.⁹⁶⁰

Alman Yargıtay'ı, -ayrılma payının değerlendirilmesinde- bir değerlendirme yaklaşım veya yöntemini diğerine tercih etmemektedir. Buna rağmen Yüksek Mahkeme'nin ayrılma paylarının değerlendirilmesinde *-gelir yaklaşımı altında-* genelde İNA yöntemine başvurmaktadır. Bu yöntem ayrılma payının değerlendirilmesi ile ilgili olarak Alman yargı sisteminde en fazla başvurulanan yöntemdir. Yine de Yüksek Mahkeme, yerel mahkemeler tarafından ayrılma payının değerlendirilmesinde olayın gerçek mahiyetine uygun değerlendirme yaklaşım ve yönteminin tercih edilmesinin önünü açık bırakmıştır.⁹⁶¹

Gerçek değer davalarında tek bir değerlendirme yöntemi kullanılmıyor olsa da ABD'deki çoğu mahkeme İNA yöntemini tercih etmektedirler. Örneğin Delaware eyaleti mahkemeleri İNA yöntemini *“üstün değerlendirme metodolojisi”* olarak tanımlamaktadır.⁹⁶²

Diğer taraftan UDS;

- *“işletmenin, kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması”*,
- *“işletmenin, yatırım şirketleri veya değerlerin esasen sahip oldukları payların değerinin bir unsuru olduğu holding şirketi olması”*, ve/veya
- *“işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi”*,

durumlarında ise maliyet yaklaşımının şirketlerin değerlemesinde kullanılmasının uygun olduğunu belirtmiştir. Bu itibarla, *“pazar veya gelir yaklaşımının uygulanamadığı*

⁹⁶⁰ Shishido, *a.g.m.*, p. 65. Yazar gizli nakit akımlarını, ertelenmiş gizli gelirler ve gizli kâr payları olarak değerlendirmiştir. Shishido, *a.g.m.*, p. 105. Şirketin gelir yaklaşımı kapsamında elde edilen değeri, varlık değerinin tasfiye ve/veya işleyen teşebbüs varsayımları altında değerlendirilmesinden elde edilecek değerden büyük olması durumunda gelir yaklaşımının tercih edilmesi, aksi durumda varlık yaklaşımı ile bulunan değerin tercih edilmesi gerekir. Shishido, *a.g.m.*, p. 88 -dipnot 113-.

⁹⁶¹ De Vries, *a.g.e.*, p. 178.

⁹⁶² Slee, *a.g.e.*, p. 107.

*hallerde temel değerleme yaklaşımı olarak genellikle maliyet yaklaşımı” uygulanmaktadır.*⁹⁶³

*“Zorunlu pay devrinde, payın değeri ve aynı zamanda sosyal dengeyi sağlamak nasıl garanti altına alınır?” sorusu için, önemli olan; eğer belirlenen değer, payların piyasadaki değerinden düşük ise pay sahibinin normal (gönüllü) olarak paylarını satması durumundan daha kötü durumda olacağı aşîkârdır. Sosyal denge dikkatte alındığında korunan (ayrılan) pay sahibinin bakış açısından bakıldığında; piyasadaki fiyatın altında değerlendirilen paylar, paylarını elden çıkartan (ayrılan pay sahibi) için ekonomik anlamda “yaprak dökümü”, şirkette kalan veya payı alanlar açısından ise “talih kuşu veya düşüş bir mal” niteliğinde olacaktır.*⁹⁶⁴ Bu ifadelerden de anlaşılacağı gibi ayrılan ve kalan ortakların şirketin ve dolayısıyla ayrılma payının gerçek değeri üzerinden değerlendirilmediği her durumda, ya kalan ya da ayrılan ortaklar diğer ortak/ortaklara göre haksız bir kazanç elde edeceklerdir.

4.3.5. Gerçek Değer, Değerleme ve Şirket Gelişim Safhaları Arasındaki İlişki

Ayrılma durumunda, payın ve dolayısıyla şirketin gerçek değerinin tespiti, tespit için de şirketin faaliyet gösterdiği sektör, faaliyet alanı ve finansal yapısı gibi tüm unsurların belirlenmesi ve bu unsurları yansıtacak bir değerlendirme yaklaşımının tercih edilmesi gerekmektedir. Şirketin, şirket varlıklarının, finansal tablolarda yer alan ve almayan maddi olmayan varlıklarının tanımlanması, şirketin varlık, gelir veya pazar değerlerinden hangisinin gerçek değer tahminine uygun olduğu konusunda, değerlendirme uzmanı veya mahkeme tarafından bir yargıya varılması gerekmektedir.

Bir şirketin yaşam döngüsünün her aşamasında değerlendirme için bir rol vardır. Küçük şirketlerin girişim sermayesi ve özel sermaye şirketlerinin yatırıma olan ihtiyacı, şirketlerin halka ilk açılmada payların değerinin belirlenmesi, yatırım kararları ve bunlara

⁹⁶³ UDS 2017, s. 74.

⁹⁶⁴ Delang, a.g.m., p. 463.

bağlı borçlanmalarda şirket yönetimi tarafından alınacak kararlar bulunan değerlerden etkilenirler.⁹⁶⁵

Örnek olarak biyoteknoloji şirketlerinin kuruluş aşamasında -henüz satışlarının olmadığı ve dolayısıyla gelirlerinin olmadığı aşamada- yatırımcıların şirketin gelecekte pozitif gelirler ve nakit akışları sağlayacağına inanmaları yüzünden, şirketin pozitif bir pazar değeri olacaktır.⁹⁶⁶ Diğer taraftan yeni kurulmuş olan bir yenilenebilir enerji kaynağı (rüzgâr, güneş vs.) işletmesi için faaliyete geçtiği tarihten itibaren işletmenin kapasitesine uygun gelir elde edecek ve bu yatırımın süresi, yenileme maliyetleri ve diğer giderleri ilk kuruluş aşamasında tahmini olarak hesaplanabildiği için bu tür işletmelerde pazar yaklaşımının yanında gelir yaklaşımının da karşılaştırmalı olarak kullanılması gerekmektedir. Bir maden işletmesinde ise değerlemede esas alınacak olan maden rezervi ve rezervin kalitesi olacaktır. Bu tür işletmede, uluslararası pazarı bulunan bir mamül için sabit maliyetler, tahmini kapasite ve giderler kuruluş aşamasında dahi tahmin edilebilir düzeydedir.

Gerçek değere ulaşmada, temel unsur değerlendirilecek şirketin en iyi ve en kullanılabilir değerlerine uygun değerlendirme yaklaşımının tercih edilmesidir. Bir e-ticaret sitesinin günlük kullanıcı sayısının, o şirketin sahip olduğu varlık değerlerinden daha yüksek bir değere sahip olması muhtemeldir. Dolayısıyla bu tür şirketin gelir elde etme yeteneği ve/veya pazardaki değeri, aktif değerinden oldukça fazla olacaktır.

Gerçek değer ölçümü, şirketin içinde bulunulan şartlara göre gerçek değeri en iyi temsil eden noktadır. Bu nedenle değişik değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin sonuçlarını belirlerken değerlendirme uzmanı, sektörün doğası ve mevcut piyasa durumu, her yöntemde kullanılan verilerin kalitesi, güvenilirliği ve doğrulanabilirliği, söz konusu şirketin analizinde kullanılan işlem verileri ve halka açık şirketlerin kıyaslanabilirliği ve şirketin kendine özgü ek özellikleri gibi etmenleri göz önünde bulundurmalıdır.⁹⁶⁷ Bu unsurlarla

⁹⁶⁵ Aswath Damodaran, **The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit**, John Wiley & Sons, Inc, 2011, p. 6.

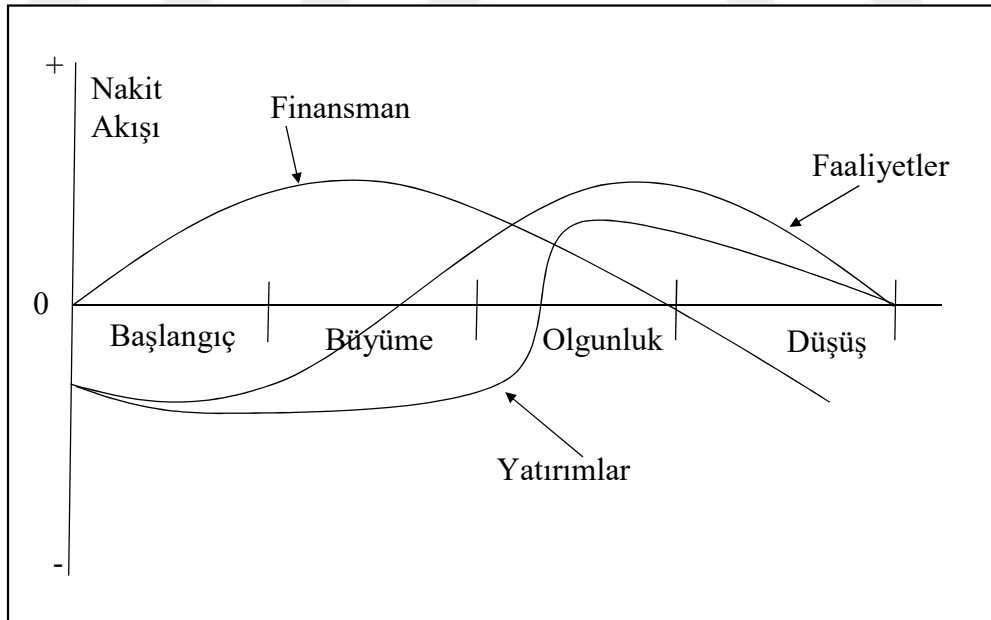
⁹⁶⁶ Hitchner, **a.g.e.**, p. 261.

⁹⁶⁷ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 17-18.

birlikte, yukarıda ifade edildiği gibi şirketin gelişim düzeyinin de hangi aşamada olduğunun dikkate alınması gerekmektedir.

Şirket gelişim düzeyi, değerlemeyi etkileyen önemli unsurlardan biridir. Bir şirket başlangıç, büyüme, olgunluk gibi gelişiminin değişik düzeylerinde doğrusal olmayan bir ölçüde değer kazanır. Bir şirketin işlemsel (operasyonel) gelişim düzeyi, şirket değerinin önemli bir değer belirleyicisi ve değerlemesi için hangi yaklaşım ve/veya yaklaşımların daha uygun olacağının da göstergesidir. Şirketi değerlendirirken gelişim düzeyi ve gelişimindeki kilit noktalardaki başarısının da dikkate alınması önemlidir.⁹⁶⁸ Yeni kurulan bir şirket ile gelişim aşamasını tamamlayan bir şirketin karşılaşacağı riskler ve getiriler birbirinden farklıdır.⁹⁶⁹ Değerleme yapılırken de şirketin olgunluk düzeyi ve satış ve gelirler arasındaki ilişkinin belirlenmesi ve buna uygun değerlendirme yaklaşımlarının tercih edilmesi gerekir.

Aşağıdaki şekilde şirketin yaşam seyri ile yatırımlar, finansman ve gelirler arasındaki ilişki görülmektedir.



⁹⁶⁸ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 19.

⁹⁶⁹ Chambers, **a.g.e.**, s. 196.

Şekil 3: Şirketin Yaşam Seyri ile Yatırımlar, Finansman ve Gelirler Arasındaki İlişki

Kaynak: Nurgül CHAMBERS, **Firma Değerlemesi**, 2. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2009, s. 196.

Nakit akışları, bir şirketin gelişim düzeyi (yaşam seyri) arasındaki ilişkiyi belirli bir ölçüde ortaya koymaktadır. Yeni kurulan (başlangıç aşamasındaki) bir şirket ile kurulum aşamasını tamamlamış bir şirketin karşılaştığı riskler birbirinden farklıdır. Bu nedenle bir şirketin nakit akışları incelenirken, şirketin gelişim düzeyinin hangi aşamada olduğu, hangi finansal verilere sahip olduğunun belirlenmesi önemlidir. Bu kapsamda şirketin hangi değerlendirme yaklaşımı ile de değerlendirilebileceği hakkında genel bir analiz imkânı da elde edilecektir.

Bir şirket gelişiminin tipik düzeyleri aşağıdaki tabloda karakterize edilmektedir.⁹⁷⁰

Tablo 6: Şirket Gelişiminin Tipik Düzey Açıklamaları

Safhalar	Açıklama
1	Şirket bu aşamada henüz imal ettiği ürünlerden hasılat elde edememiş, kısıtlı harcama geçmişi olmuş ve fikir, plan ve başlangıç ürün geliştirmede henüz eksik bir yönetim ekibi vardır. Çekirdek sermaye veya ilk aşama finansmanı bu düzeyde arkadaşlar, aile, banka kredileri veya başlangıç aşamasındaki şirketlere odaklanmış risk sermayesi şirketleri tarafından sağlanır.
2	Şirketin ürün hasılatı yoktur ama ürün geliştirme faaliyetlerinden dolayı önemli harcaması vardır ve iş rekabetlerinin anlaşılmaya başladığı düşünülür.
3	Ürün geliştirmede önemli gelişme kaydedilmiştir; kilit gelişme noktalarına ulaşılmıştır (örneğin yönetim ekibi işe alınmıştır, gelişim tamamlanmak üzeredir). Genellikle bu aşamada henüz ürün hasılatı yoktur.
4	Şirket ilave gelişme noktalarına ulaşmıştır (örneğin ilk sevkiyatlar için müşteri siparişleri alınmıştır) ve bir miktar ürün hasılatı oluşmuştur fakat hâlâ zararla çalışmaktadır.
5	Şirketin ürün hasılatı vardır ve işletme kârlılığı veya başabaş noktası ya da artı nakit akışı gibi finansal başarıda ilerleme ölçütlerine ulaşılmıştır.
6	Şirketin kârlı işlemler ve artı nakit akışları ile finansal geçmişi oluşmuştur.

⁹⁷⁰ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 19-20.

Kaynak: AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 19-20.

Gerçek değer belirli bir tarih için yapılan değerleme faaliyetidir. Değerleme yapılacak olan şirketin -TTK tabiri ile yaşayan bir şirket olması- durağan olmaması nedeniyle, değer tahminlerinde kullanılan verilere ve değerlemenin yapılacağı zamana olarak bağlı olarak gerçek değer değişiklik gösterecektir.⁹⁷¹

Şirketlerin bulundukları gelişim safhaları ve değerleme zamanı, şirketlerin değerlerine doğrudan etki etmektedir. Aynı faaliyet alanı hatta aynı değerdeki varlıklara sahip ancak farklı gelişim safhalarında olan şirketlerin müşteri portföyü, ticari unvan, yasal kısıtlamalar (ruhsat, izin gibi), distribütörlük anlaşmaları, aktifte yer alamayan maddi olmayan duran varlıklarının değeri gibi nedenlerle farklı değerleme yaklaşımları ile değerlendirilmesi gerekmektedir.

Gerçek değer tahmininde hangi değerleme yaklaşımının ya da yaklaşımlarının kullanılacağı şirketin hangi gelişim safhasında bulunduğu ile yakından ilgilidir. Bazı safhalarda tek bir yaklaşım kullanılabileceği gibi bazılarında ise üç değerleme yaklaşımı da kullanılabilecektir.⁹⁷²

Tablo 7: Değerleme Yaklaşımlarının Şirket Gelişim Safhaları İçin Uygunluğu

Değerleme Yaklaşımı	Açıklama
Pazar	Erken aşamalarda gerçek değeri tahmine hazır durumda kıyaslanabilir şirketler bulmak pek mümkün değildir.
Gelir	Gelir yaklaşımı, genellikle daha ileri aşamalarda şirketler için kullanılır (örneğin 4-6. aşamalar). Bunun nedeni ileri aşamalarda, gelecekteki sonuçları tahmin etmeye yardımcı olacak bir geçmiş finansal verilerin bulunması olasılığının daha fazla olmasıdır. Bu yöntem 2. ve 3. aşamalarda daha yüksek bir indirgeme oranıyla uygun olabilir, ama bu

⁹⁷¹ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 53.

⁹⁷² AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 53.

	erken aşamada tahmin yapmanın spekülâtif doğası nedeniyle, tahminin güvenilirliğine ve uygun bir indirgeme oranına özen gösterilmelidir.
Maliyet	Tarihsel olarak, varlık yaklaşımı öncelikli olarak birinci aşamadaki ve bazı ikinci aşamadaki şirketlerde kullanılır. Varlık yaklaşımı aşağıdaki koşulların herhangi birinde kullanılabilir: • Gelir veya pazar yaklaşımı için sınırlı verilerin olması, • Kıyaslanabilir şirket verilerinin olmaması, • Araştırma-geliştirme faaliyetlerinde kayda değer bir çalışma ve geliştirilmiş bir ürün olmaması, • Nispeten küçük miktarda sermaye yatırımı olması. Şirket önemli maddi olmayan varlıklara ve şerefiyelere sahip olması durumunda, varlık yaklaşımının kullanılması çok uygun değildir. Maddi olmayan varlıkların gelişimi, şirket gelişiminin orta aşamalarında ivme kazanır ve ileri aşamalarda da devam eder.

Kaynak: AICPA, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide*, p. 53.

Maliyet yaklaşımı açısından UDS’de belirtildiği üzere, “*kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve şirketin varlıkları hakkında yeterli pazar bilgisinin mevcut olmadığı, şirketin ilk dönemleri veya yeni kurulmuş işletmeler haricinde, maliyet yaklaşımı*” genelde uygulanamaz. Diğer taraftan, “*işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi*”⁹⁷³ durumlarında maliyet yaklaşımı kullanılması daha uygun olacaktır.

4.3.6. Ayrılma Akçesinin Değerlemesinde Değerleme Yaklaşımının Seçimi

Değerleme alanyazınında yer alan kaynaklar, değerlendirilecek varlığın farklı değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri ile değerlendirildiği takdirde, bu yöntemlerle bulunan değerlerin birbirinden farklı değerler taşıması ve/veya taşıyabilmesi nedeniyle, bu yöntemlere göre bulunan değerlerin ağırlıklandırılmış değerinin alınarak bir sonuç değere ulaşılmasının mümkün olabileceğini ifade etmektedir.

⁹⁷³ UDS 2017, s. 74.

“Delaware Block Method” olarak adlandırılan ve ayrılan ortağın payının tespitine yönelik Delaware Eyaleti (ABD) Mahkemelerince yapılan değerlemelerde, birden fazla değerlendirme yaklaşımı kullanılmak suretiyle bulunan değerlerin belirli ortalamaları alınmak suretiyle değer tespiti yoluna gidilmiştir. Bu yaklaşımda, örneğin gelir yaklaşımı ile bulunmuş değer % 60 ve aktif bazlı yaklaşım ile bulunan değer ise % 40’ını alınmak suretiyle ağırlıklandırılmış bir şirket değerine ulaşılmaya çalışılır. Ağırlıklandırma ise şirketin durumuna göre esnek bir şekilde belirlenmektedir.⁹⁷⁴

Benzer bir şekilde Belçika uygulamalarında mahkemeler ya da uzmanlar birkaç değerlendirme yöntemini seçerek bunların ortalamasını alarak gerçek değere ulaşmaya çalışmaktadırlar. Mahkemeler durumun gerçeklerine, payı devreden ve alanın özelliklerine göre şirket değerinin belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri arasında bir ağırlık faktörü de kullanabilmektedirler.⁹⁷⁵

Değerlemede yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, *“özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede güvenildiği hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlemesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanması gerekmez. Ancak, değerlemeyi gerçekleştirenin çeşitli yaklaşım ve yöntemleri kullanmayı da göz önünde bulundurması gerekli görülmekte olup, özellikle tek bir yöntem ile güvenilir bir karar verilebilmesi için yeterli bulguya dayalı veya gözlemlenebilen girdinin mevcut olmadığı hallerde, bir değer belirlenebilmesi amacıyla birden fazla değerlendirme yaklaşımı veya yöntemi gerekli görülüp kullanılabilir”*.⁹⁷⁶

Alkan ve Demirelli (2007) tarafından yapılan bir çalışmada, pazar yaklaşımı kapsamında farklı çarpanlar kullanılmak suretiyle bir şirkete yapılan değerlemede aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

⁹⁷⁴ Shishido, *a.g.m.*, p. 71.

⁹⁷⁵ Delang, *a.g.m.*, p. 462.

⁹⁷⁶ UDS 2017, s. 42.

Tablo 8: Şirket Değerlemede Pazar Yaklaşımı Kapsamında Farklı Çarpanlar Kullanılmasının Şirkete Değerine Etkisi

Yöntem	Şirket Değeri
PD/DD = Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi	4.524.744
F/K = Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi	2.533.950
F/NA= Fiyat / Nakit Akışı Oranı Yöntemi	3.179.292

Kaynak: Gönül İpek Alkan ve Erhan Demirelli, “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri Ve Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 9, Sayı: 2, 2007, s. 38

Çalışmayı yapanlar tarafından ulaşılan sonuç ise, “Ancak yöntemler farklı varsayımlara dayanmakta, dolayısıyla da bu varsayımlar nedeniyle elde edilen sonuç farklılaşmaktadır. Yöntemler birbirleriyle benzerlik arz etmekle birlikte hangi yöntemin tercih edileceğinin belirlenmesi aşamasında değerlemenin hangi amaçla yapılacağı dikkate alınmalıdır” şeklindedir.⁹⁷⁷

Bazı değerlendirme çalışmalarında tek bir değerlendirme yöntemi uygun olmasına karşın, diğer bazı vakalarda ise birden çok değerlendirme yönteminin kullanımı da uygun olabilir.⁹⁷⁸ Aşağıda yapılan bir değerlendirme çalışmasında⁹⁷⁹ görüleceği üzere, ağırlıklandırılmış ortalama değerlerin alınması suretiyle bulunan bir değer “gerçek değer” olarak alınması durumunda, ağırlıklandırılmış değer gelir yaklaşımına göre daha düşük, varlık yaklaşımına göre daha yüksek bir değere sahip olmaktadır. Aşağıda yer alan örnekte ayrılan ortağın payının da % 33,33 olması durumunda varlık yaklaşımı ile belirlenen değer ile gelir yaklaşımı ile belirlenen değer neredeyse yarısına yakın olması, ayrılan ortak için “gerçek değer” bulunduğu varsayımına uygun olmayacaktır.

⁹⁷⁷ Gönül İpek Alkan ve Erhan Demirelli, “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri Ve Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 9, Sayı: 2, 2007, s. 38

⁹⁷⁸ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p.17

⁹⁷⁹ Borsaya bildirimde bulunan bir şirket için yayınlanan değerlendirme raporundan alınmıştır. Şirket verileri nedeni ile kaynak gösterilmemiştir.

Tablo 9: Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Kullanılmasının Şirket Değerine Etkisi

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	2.239.318	33,33 %	746.439
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	1.740.604	33,33 %	580.201
Varlık Yaklaşımı (Net Aktif Değeri)	1.372.283	33,33 %	457.428
Özsermaye Pazar Değeri		100 %	1.784.068

Değer tahmini kesin bir bilim olmadığı, tahminleri içerdiği için değişik yöntem ve teknikler sonucunda bulunan değerlerin birbiri ile aynı olması şart değildir. Ancak değer tahmininde bir yöntemin sonuçları, bir diğer yöntemin sonuçlarını desteklemek için veya onunla birlikte kullanılabilir.⁹⁸⁰

UDS, “farklı yaklaşım veya yöntemler uygulanıp birbirinden oldukça uzak sonuçların elde edilmesi halinde, bunların basitçe ağırlıklandırılmasını uygun bulmamaktadır”. Birbirinden oldukça uzak sonuçların değerlendirme sonucunda elde edilmesi durumunda, değerlendirme sürecinin veya verilerin gözden geçirilerek belirli bir yargıya varılması veya değerlendirme amacına uygun yaklaşım ve yöntemler ile verilerin yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir.⁹⁸¹

4.3.7. Şirket Toplam Değerinin Esas Sermaye Oranı ve Toplam Değerden İndirim Yapılması Tercihi

Esas sermaye payı, finansal durum tablosunda özkaynaklar hesabında yer alan sabit bir değeri ifade etmesine rağmen, ortağın payının değeri ise belirli bir zaman için ölçülebilen, ancak değişken bir değeri ifade etmektedir. Esas sermaye payı ile payın gerçek değerinin, sadece şirketin kuruluş aşamasında birbirine eşit olması beklenecektir. Pay, zaman içerisinde şirketin ekonomik faaliyetleri ile birlikte esas sermaye payının değerinden daha

⁹⁸⁰ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 27.

⁹⁸¹ UDS, 2017 s. 41-43; AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 27.

yüksek bir değer, bazı durumlarda da daha düşük bir değeri ifade edebilir. Şirket malvarlığına biçilen değer, paya sermaye payı oranında (*pro rata*) yansıtılır. Böylece payın sermaye payı oranında değeri belirlenir.⁹⁸² Limited şirketlerde TTK yer alan ve esas sözleşmede yer alan paylarla ilgili imtiyazların bulunması durumları haricinde payın değeri, ortağın şirketteki esas sermaye payı oranına göre belirlenir.

TTK m. 478/1'e göre bir anonim veya limited şirkette bazı paylara belirli haklarda, diğer paylara göre üstünlük tanınması veya belirli bir grubu oluşturan pay sahiplerine yönetim kuruluna aday gösterme hakkı tanınmasının geçerli olabilmesi için bunların mutlaka esas sözleşmede belirtilmesi gerekir. TTK m. 478/2'e göre paya; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi imtiyazlar tanınabilir. Şirketler, kârdan öncelikli olarak yararlandırma, kârdan daha yüksek oranda pay alabilme ve kârdan birikimli yöntemle yararlanabilme gibi çeşitli olasılıklarla kâr payında imtiyazlı pay yaratma olanağına sahiptir.⁹⁸³ Diğer taraftan tasfiye payında imtiyaz tanınması durumunda ise şirketin tasfiyesinden, imtiyaz sahibine esas sözleşmede yer alan imtiyaz durumuna göre tasfiye payı dağıtılır.

Limited şirketlerde paylara yukarıda bahsedilen şekilde bir imtiyaz tanınması durumunda, ayrılan ortağın payının özellikleri dikkate alınarak ayrılma akçesi değeri düzeltilir. Özellikle ortağa tanınan imtiyazlar değer arttırıcı, aksine diğer ortaklara tanınan imtiyazlar ortağın oy ve kâr payı haklarında sınırlamalar yaratacağından, değer azaltıcı etki gösterirler.⁹⁸⁴

Ayrılan ortağın kâr payı veya tasfiye payında imtiyaza sahip olması durumunda ayrılma payının değeri, esas sermaye payının şirket değerine orantısı ile mi belirleneceğinin, yoksa daha farklı bir oranlama mı yapılacağının tespiti gerekir. Kâr payında imtiyaza sahip ortağın ayrılma payının tespitinde, şirket değeri için düzeltilmiş defter değeri veya pazar yaklaşımı ile bulunan değer esas alındığında, bu değerden kâr payı imtiyazına sahip

⁹⁸² Demirkapı, **a.g.e.**, s. 45-47. Ayrılan ortağın şirketteki payının nominal değeri esas alınarak ayrılma akçesinin değeri hesaplanır. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 310.

⁹⁸³ Hakan Bilgeç, Anonim Şirketlerde Oyda İmtiyaz, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara, 2016, s. 16-23.

⁹⁸⁴ Demirkapı, **a.g.e.**, s. 47. Burada ifade edilen imtiyazlar, esas sözleşme ile tanınan imtiyazlar olup, payın azlık çokluk oranı, kontrol yetkisi veya pazarlanabilirliğine göre bir imtiyazdan bahsedilmektedir.

ortak için esas sermaye payı oranından daha yüksek bir ayrılma payı verilip verilmeyeceği veya tasfiye payında imtiyaza sahip ortak ortaklıktan ayrıldığında henüz şirket tasfiye edilmediğine göre veya şirket değeri farklı değerlendirme yöntemleri ile tespit edildiği durumlarda ayrılma payının değeri, esas sermaye oranından daha fazla olacağına dair TTK’da bir belirleme yapılmamıştır.

Mali imtiyaz niteliğindeki bu hakların, ayrılma akçesine ortağın şirketteki esas sermaye payı oranından daha fazla bir hak veya tutar verilmesi, tasfiye payındaki imtiyazda şirketin tasfiye edilmediği ve kâr payındaki imtiyazda ise ortağın şirketten ayrılması ile şirkete getirdiği katılma payının ekonomik değer üretiminin son bulacağı için ortağın şirket esas sermayesine oranla daha yüksek bir oranla ayrılma payının tespit edilmemesi sonucu çıksa da paya zamanında tanınan imtiyaz sonucunda ayrılma payının değerinin ortağın şirketteki esas sermaye payına oranla daha yüksek bir tutarda belirlenmesinin göz önünde bulundurulması gerekir.

Pay değerlemesinde karşılaşılan diğer bir sorun ise finans alanında payların farklı değerlerinin olması sonucunda, şirketin bütün olarak var olan sinerjik değerinin haricinde pay sahipliği ve payların pazarlanabilir olma özelliklerine göre de bir değer seviyesi belirlenmesidir. Finans teorisi açısından geçerli olan bu durumda en yüksek değer, şirketin bütün olarak değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkacak olan sinerjik değer, en düşük değer ise halka açık olmayan şirketlerin azınlık payları olacaktır. Finans teorisi açısından payların değer sıralaması ise aşağıdaki gibidir:⁹⁸⁵

- Sinerjik değer (bir varlığa tümü ile sahip olmanın avantajlarının olduğu düzey),
- Kontrol yetkisine sahip pay değeri,
- Kontrol yetkisi olmayan, pazarlanabilir pay değeri,
- Halka açık şirketlerin kısıtlanmış pay değeri,
- Kontrol yetkisi olmayan ve pazarlanamayan pay değeri.

⁹⁸⁵ Brian D. Burns, Chris Mitchell, “Avoiding Complications and Disparate Opinions of Value in Buy-Sell Agreements”, **Business Valuation Update**, Vol. 21, No. 5, May 2015, p. 2. Benzer bir değerlendirme için Hitchner, **a.g.e.**, p. 2.

Azınlık payları, sermayedarların çoğunluğunun kontrolünde, şirket politikasını kuran ve günlük işleri yürüten personeli seçen yönetim kurulunun hareketlerini kontrol edemeyen sermayedarların elinde bulunan paylardır.⁹⁸⁶ Buna göre şirkette kontrolü sağlayan paylarının değerinin azınlık payları ile aynı değer üzerinden hesaplanmaması gerekmektedir. Finans teorisinde kontrol primi veya azınlık indirimi olarak belirtilen bu farkın tespiti için iki pay arasındaki farkın daha iyi tanımlanmasına ihtiyaç vardır.

Azınlık pay sahipleri ise çoğunluk pay sahiplerinin sahip oldukları ve kullanabildikleri haklardan mahrum olmaktadır. Diğer taraftan azınlık pay sahipleri şirketin halka açık olmadığı durumlarda, azınlık payların kolayca el değiştirememesinden kaynaklı olarak finans teorisince tanımlanan pazarlanabilirlik eksikliği indirimi ile karlı karşıya kalmaktadır.⁹⁸⁷ Halka açık olmayan şirketlerde azınlık payların kolayca el değiştirememesi, yönetimde söz sahibi olmamaları ve çoğunluk pay sahipleri tarafından baskılara tabi tutulmaları yüzünden ticari pratikte azınlık paylar, dezavantajları ve barındırdıkları riskler yüzünden şirketteki payları değeri üzerinden iskonto edilerek el değiştirmektedirler.⁹⁸⁸

Bir şirketin azınlık ve pazarı olmayan paylarının değerlemesi analizinin amacı, payları şirket içinde değerlemektir.⁹⁸⁹ Azınlık pay sahiplerinin, paylarının riskleri ve dezavantajları nedeniyle şirket değerinin paylarına orantılı değerinden indirim yapılması, pazarda normal bir ticari işlem olduğu söylenebilir. Bununla beraber çoğu ayrılma davalarında mahkeme, payların değerinden indirim yapmamaktadır. İngiliz mahkemelerinde genel ilke, payların şirket toplam değeri üzerinden ayrılan ortağın

⁹⁸⁶ Ayşen Dalgeç, İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar, T.C. Dokuz Eylül Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İzmir, 1992, s. 43.

⁹⁸⁷ İvgen, **a.g.e.**, s. 196.

⁹⁸⁸ Brockett, *a.g.m.*, p. 122.

Kontrol Eksikliği İndirimi: Kontrol gücünün tamamının veya bir kısmının eksikliğini yansıtacak şekilde bir şirketteki %100 sermaye hakkının payı oranında yapılan kesinti miktarı veya yüzdesidir. **Pazarlanabilirlik İskontosu:** Pazarlanabilirliğin eksikliğini yansıtmak amacıyla bir özsermaye hakkından çıkarılan tutar veya yüzde. SPK, Değerleme Standartları Tebliği, s. 111.

⁹⁸⁹ AICPA, **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**, p. 10. Pazarlanamayan ifadesinden kasıt, bu payların el değiştirmesi için diğer ortaklar veya şirket tarafından izin verilmesi veya yasal izinlere tabi olmasıdır.

oransal değeri için indirim yapılmasını kabul etmemektedir.⁹⁹⁰ İndirimin yapılmamasının gerekçesi ise, payların el değışme işleminin istekli alıcıların bulunduğu bir piyasa ortamında gerçekleşmediğı ve azınlık pay sahiplerinin paylarını istediklerine satamamalarıdır.⁹⁹¹

ABD hukukunda mahkeme kararlarına konu olan azınlık iskontosu ve kontrol primi konusu, Alman ve İsviçre hukuklarında pek fazla irdelenmemiştir. Bu tartışmanın, Anglo-Sakson hukukuna özgü bir uygulama olduğu söylenebilir. Zira kontrolü elinde bulunduran pay sahibine kontrol primi ödenmesi ile azınlık pay sahiplerine iskontolu ödeme yapılmasının Kıta Avrupası hukuk sisteminde kanunî bir dayanağı bulunmamaktadır. Nitekim konuyu Alman hukuku açısından inceleyen yazarlar da haklı olarak böyle bir uygulamanın eşit işlem ilkesine aykırı olacağını belirtmiştir. Payı, azınlık ve çoğunluk şeklinde ayırmak ve buna pay bedelinin ödenmesinde farklı sonuçlara bağlamak bu bakımdan yerinde bir yaklaşım tarzı değildir.⁹⁹²

⁹⁹⁰ Brockett, *a.g.m.*, p. 122. Hollanda mahkemeleri indirim yapılmasını kabul etmemesine rağmen, Belçika mahkemelerinde indirimler kabul edilmektedir. Delang, *a.g.m.*, p. 461-462.

⁹⁹¹ Brockett, *a.g.m.*, p. 123.

⁹⁹² Sönmez, **a.g.e.**, s. 166.

BEŞİNCİ BÖLÜM

LİMİTED ŞİRKETLERDE AYRILAN ORTAĞIN PAYININ GERÇEK DEĞERİ İÇİN YAPILAN BİR UYGULAMA VE ÖNERİLER

Bu bölümde, limited şirketten ayrılma sözleşmesi ile ayrılan ortağın, ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için değerlendirme çalışması yapılarak, şirketin bu ayrılma akçesini ödemesi için gerekli özkaynaklarının tespiti ve bu özkaynakların işletmeden çekilmesi durumunda vergisel yükümlülüklerin belirlenmesine yönelik bir uygulamaya yer verilmiştir.

5.1. Uygulamanın Amacı, Kapsamı ve Önemi

Alanyazınında limited şirketlere ve özellikle ayrılma akçesinin gerçek değeri ile vergilendirilmesi, muhasebeleştirilmesine yönelik yapılan çalışmalara rastlanılmaması nedeniyle uygulama bu yönde bir örnek olay çalışması niteliğinde yapılmıştır.

5.1.1. Uygulamanın Amacı

Uygulamanın amacı, limited şirket ortaklarının şirketten çıkma veya çıkarılmasında ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespitinde kullanılan değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin şirket değerine dolayısıyla ayrılma akçesinin değerine nasıl etki edeceğine ilişkin yapılan uygulama kapsamında, gerçek değer şirket ve ayrılan ortaklar arasında ayrılma sözleşmeleri ile de tespit edilebileceğini ve değerlendirme çalışmasında dikkate alınacak unsurların, karşılaşılabilecek sorunların tespiti ile ayrılma akçesinin ödenmesinde ayrılan ortak ve şirketin vergisel yükümlülüklerini belirlemektir.

TTK’da ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespitinde öncelik “ *tarafların anlaşmalarına*” bırakıldığından, ayrılan ortak ve şirketin bu değer tespit edilmesi amacıyla şirket değerinin tespit edilerek, varsa imtiyazlı paylarla ilgili düzeltmeler yapıldıktan sonra ayrılan ortağın esas sermaye payı oranında ayrılma akçesi tutarının

belirlenmesi gerekmektedir. Ayrılan ortak ve şirket, ayrılma akçesinin gerçek değerini kendi aralarında belirleyebilecekleri gibi değerlendirme uzmanlarına da değer tespiti yaptırabileceklerdir. İşlem denetçisi TTK'nın ilgili maddelerinden kaldırıldığından, özkaynakların kullanılabilirliği ve esas sermayenin azaltılması gerektiği durumların tespit edilmesi ve bu özkaynak hesaplarının kullanılması ve/veya esas sermayenin azaltılması halinde vergi mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerin de ayrıca belirlenmesi gerekmektedir.

5.1.2. Uygulamanın Kapsamı

Ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için yapılan uygulama kapsamında, ortak ile ayrılma ilişkisi içerisinde olan bir şirkette değerlendirme çalışması yapılmıştır. Ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için genel kabul görmüş değerlendirme yaklaşımları kapsamında şirketin değerlendirilmesi sonucunda şirketin ayrılma akçesini ödeyebilmesi için, serbestçe tasarruf edilebilir ve kullanılabilir özkaynak tutarları ile bu özkaynak hesaplarının vergisel yükümlülükleri de ayrıca çalışma kapsamında belirlenmiştir.

Uygulama, şirket değerinin değerlendirme yaklaşımları çerçevesinde değerlendirilip tespit edilen şirket değerinden hareketle, ayrılan ortağın esas sermaye payına oranla hesaplanacak ayrılma akçesinin değeri hakkında şirket ve ayrılan ortağa değer tahminleri ile ilgili finansal veriler sunulmasından ibarettir. Yapılan değerlendirme çalışması sonucu bulunan değer, ayrılma akçesinin nihai değeri değil, ayrılan ortağın pay değerinin değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerine göre bulunan tahmini değerlerini ifade etmektedir. Ayrılma akçesinin gerçek değeri için yapılan değerlendirme çalışması, şirket ve pay değeri üzerindeki görüşlerimizi yansıtmakta olup, ayrılma akçesinin nihai tutarı ise ayrılmaya taraf olanlar arasında değerlendirme sonucunda bulunan şirket değeri üzerinden -daha yüksek veya düşük bir tutarda- anlaşmaları ile tespit edilecektir.⁹⁹³

⁹⁹³ TTK m. 597'de, *" Tarafların anlaşamadıkları durumlarda bu değer mahkeme tarafından belirlenir "* hükmüne göre ayrılmaya taraf olanların yapılan değerlendirme çalışmaları sonucunda, ayrılma akçesinin değeri hakkında anlaşamadıkları durumlarda bu değer belirlenmesi mahkemeden talep edilecektir.

5.1.3. Uygulamanın Önemi

Türk hukuk alanyazınında limited şirketlerde ortağın çıkması ve çıkarılması ile ilgili çalışmalar, yasal mevzuat ve hukuki değerlendirmeler kapsamında çıkma ve çıkarılmanın nedenleri üzerine yoğunlaşmıştır. TTK'nın birçok maddesinde gerçek değer kavramına yer verilmesine rağmen, bu değerinin nasıl tespit edildiği yönünde 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girdiği tarih sonrasında, bu konuda ve benzer şekilde ayrılma akçesinin ödeneceği kaynakların tespiti ve ayrılma akçesinin ödenmesi aşamasında taraflarının vergilendirilmesi ile ilgili olarak herhangi bir çalışmaya da rastlanılmamıştır.

Değerleme alanyazınında da gerçek değer tespiti için kullanılacak ve bu değer tespiti için özgülenmiş değerleme yaklaşım ve yöntemleri bulunmadığından, her bir olayda değerlendirilecek şirketin mevcut verileri ve özelliklerine en uygun değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanılarak değerlemenin yapılması gerekmektedir. Halka açık olmayan şirketlerde yapılan değerleme çalışmaları ise bu hususta ülkemizde yasal gereklilikler bulunmadığından, genelde yayımlanmamakta ve karşılaştırılabilirlik imkânı da bulunmamaktadır.

Ülkemizde en fazla tercih edilen şirket türü olan limited şirketlere ilişkin ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesine ilişkin çalışmamız, hem teorik hem de uygulama açısından konu ile ilgili yapılacak çalışmalara yol gösterecek niteliktedir. Çalışmada özellikle ayrılma akçesinin gerçek değerinin hesaplanması ve hesaplanan tutarın ödenmesinde ortaya çıkacak vergisel yükümlülüklerle ilgili açıklamalar, gerçek değer ayrılmaya taraf olanlarca belirlenmesi durumlarında, tarafların yapacakları çalışmalarda konu ile ilgili ihtiyaç duyulacak uygulama gereksinimini giderecek niteliktedir.

5.1.4. Uygulamada Kullanılan Yöntem

Çalışma konusunun ticaret hukuku, vergi hukuku ve değerleme gibi birden fazla alana girmesi, tespiti istenilen değer sürekli değişmesi, bu değere etki edebilecek değişkenlerdeki sapmaların büyük etkilerinin bulunması, örneklerin birinin diğerine tam

olarak benzememesi, nedeniyle, deneysel tecrübelerin elde edilemeyeceği nedeni ile yapılan çalışmada, olay (vaka) çalışması yöntemi tercih edilmiştir.

Örnek olay çalışmasının temel amacı; olgu, olay, birey, topluluk, kurum, işletme vb. üzerine detaylı bir inceleme yapmaktır. Örnek olay çalışmasında detaylı olarak incelenen özel örnek ile genele ulaşılmaya çalışılmaktadır. Örnek olay, deneysel bir inceleme olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte çoklu delil kaynaklarının kullanıldığı olay ile olayın gerçekleştiği yer arasındaki sınırlar yeterince net olmadığında gerçek hayatın içinde meydana gelen doğal bir olayı araştırmaktadır. Örnek olay çalışması yöntemi; bir ya da birden fazla olayı, özellikle olguları tanımlamak ve açıklamak amacıyla, sistematik bir biçimde inceleme çabası olarak tanımlanmaktadır. Örnek olay çalışması yönteminin diğer bir tanımı ise bir ya da birden fazla örnek olayın derinlemesine, nitel çalışmasıdır.⁹⁹⁴

5.2. Değerleme Çalışması

Yukarıdaki bölümlerde yer verdiğimiz üzere uygulama kapsamında limited şirketten ayrılma sözleşmesi yolu ile ayrılan ve ayrılma akçesinin gerçek değeri için ayrılan ortak ile şirket tarafından bu değer için bir değerlendirme uzmanı tarafından belirlenmesinin talep edilmesi üzerine, ayrılma akçesinin gerçek değeri için aşağıdaki gibi bir değerlendirme çalışması yapılmıştır. Şirket yönetimi, ayrılma akçesinin ödenebilecek şirket kaynaklarının ve bu kaynakların işletmeden çekilmesi durumundaki vergilendirme ile ilgili hususların tespitini de talep ettiğinden, uygulamada bu belirlemelere ayrıca yer verilmiştir.

5.2.1. Değerlemeye Konu Şirket ve Şirketin Bulunduğu Sektörle İlgili Bilgiler

Şirket Bilgileri: ABC Kimya San. ve Tic. Ltd. Şti. (izleyen bölümlerde “Şirket” olarak adlandırılacaktır), kimyevi mallar imalatı ve ticareti alanında faaliyette bulunmak üzere

⁹⁹⁴ Bilal Deveci, Bahar Deveci, "Örnek Olay Çalışmasına İlişkin Teorik Bir Değerlendirme", **Social Sciences Studies Journal**, Vol:4, Issue:13, 2018, p. 126-127, http://sssjournal.com/Makaleler/397251575_12_4-13_ID319.%20Bilal%20DEVEC%C4%B0%20&%20Bahar%20DEVEC%C4%B0_126-135.pdf

21/05/2000 tarihinde kurulmuştur. Şirket merkezi İstanbul'dur. Gebze/Kocaeli'nde üretim tesisi, İzmir'de ise bir satış ofisi bulunmaktadır. Merkez ve İzmir satış ofisi kiralık, fabrika binası ise Şirket mülkiyetindedir.

Sermaye Yapısı ve Ortaklık Bilgileri: Çalışma tarihi itibarıyla şirket sermayesi 2.823.000 TL'dir. Şirketin sermayesinin tamamı ödenmiş olup, ortakların Şirket'teki pay bilgileri aşağıdaki gibidir.

Adı Soyadı /Ünvanı ve Adresi	Sermaye Tutarı	Pay Oranı	Edinme Şekli /Tarihi
A Gerçek Kişisi	1.411.500	0,500	Kuruluş 21/05/2000
B Gerçek Kişisi	352.875	0,125	Kuruluş 21/05/2000
C Gerçek Kişisi	282.300	0,100	Kuruluş 21/05/2000
D Gerçek Kişisi	239.955	0,085	Kuruluş 21/05/2000
E Gerçek Kişisi	239.955	0,085	Kuruluş 21/05/2000
F Gerçek Kişisi	239.955	0,085	Kuruluş 21/05/2000
D Gerçek Kişisi	56.460	0,020	Devir 30/05/2016
Toplam	2.823.000	100	

Şirketin Faaliyetleri ve Sektör ile İlgili Bilgiler: Şirket, tekstil kimyasalları ile endüstriyel hammadde üretimi alanlarında faaliyette bulunmaktadır. Üretimini gerçekleştirdiği bazı ürünlerin patentlerine sahip olması rağmen, sektördeki benzer ürünlerin varlığı nedeniyle fiyat açısından rekabet ortamı bulunmaktadır.

Kimya sanayi, pek çok sektöre ara mal ve hammadde temin eden bir sanayi dalı olarak, gerek üretim gerekse de dış ticarete önemli bir role sahiptir. Kimya sektöründen hammadde kullanılmaksızın üretilen çok az sayıda ürün bulunmaktadır. Bu kapsamda; tarım ilaçları, sentetik gübreler, veteriner ilaçları, sentetik elyaflar, sabun, deterjan, temizleyiciler, plastik hammaddeleri, beşeri ilaç sanayi, kozmetik sanayi, boya, yardımcı maddeler, deri, tekstil, inşaat (boru, levha, kapı, pencere vb.) yapıştırıcı, derz, dolgu maddeleri, izolasyon malzemeleri, fotoğraf malzemeleri, barut ve patlayıcılar gibi birçok sanayi alanına nihai ve ara ürün sağlamaktadır.

Türk kimya endüstrisi, ağırlıklı olarak petrokimya, sabun, deterjan, gübre, ilaç, boya-vernük, sentetik elyaf, soda gibi çeşitli kimyasal hammadde ve tüketim ürünlerinin

üretiminin gerçekleştirildiği tesislerden oluşmaktadır. Sektörde faaliyet gösteren firmalar, ölçek ve sermaye kaynakları açısından farklılık göstermektedir. Sektörde faaliyet gösteren firmaların önemli bir kısmı küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmakla birlikte, büyük ölçekli firmalar ile çok uluslu şirketler de faaliyet göstermektedir. Kimya sektörü ithalata bağımlı bir sektördür. Kullanılan hammaddenin % 70'i ithal edilmekte, % 30'u ise yerli üretimle karşılanmaktadır.⁹⁹⁵

5.2.2. Değerlemeye Konu Pay ve Değerleme Tarihi

Ayrılan ortağın, Şirket esas sermayesine % 12,5 oran ile katılmaktadır. Şirket'te ticaret siciline kaydedilmiş "imtiyazlı paylar" bulunmadığı için, ayrılan veya kalan ortakların paylarının farklı şekilde değerlendirilmesine yol açabilecek bir özellik bulunmamaktadır. Değerleme alanyazınında, payların kontrol gücüne göre değerlerinde farklılıklar bulunduğu yönünde uygulamalar mevcut olmakla birlikte, limited şirketlerin yapısı gereği "imtiyazlı payların bulunmadığı" şirketler haricinde, azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasında payın kontrol gücünden kaynaklanan bir ayrıma gidilmek suretiyle, ayrılma payının değerinde kontrol primi ve azınlık iskontosuna tabi tutulmayacaktır.

Ayrılma sözleşmesinde, Şirket'in 31.12.2017 tarihi ile sona eren hesap dönemindeki finansal tabloların temel alınacağı kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda finansal sonuçların elde edilmesi amacıyla Şirket tarafından oluşturulan ilgili dönem ve önceki dört döneme ait KV beyannamesi kapsamında hazırlanan finansal tablolardan hareketle değerlendirme çalışması yapılmıştır. Değerleme çalışması, Şirket bilgileri, finansal veriler ve diğer veriler toplanarak 16.04.2018 – 25.05.2018 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

⁹⁹⁵ Ekonomi Bakanlığı, **Sektör Raporları, Kimya Sektörü**, 2016, s. 1-3. (Çevrimiçi: <https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Kimya.pdf>, Erişim Tarihi: 22.05.2018)

5.2.3. Değerleme Çalışmasının Amacı ve Kapsamı

Değerleme çalışmasının amacı, ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için çalışmaya konu Şirket'in değerini, UDS'de tanımlanmış genel kabul gören değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Çalışma, Şirket tarafından ayrılma akçesinin;

- Kendi paylarını iktisabı yolu ile satın alması,
- Kullanılabilir özkaynakları veya sermaye azaltımı yolu ile ödemesi veya
- Ortaklar ya da üçüncü kişiler tarafından satın alınmasında

ödeme veya alım ve satımda nihai tutarın belirlenmesi değil, ayrılma akçesinin ödenmesine taraf olan Şirket karar alıcılarına, ayrılma akçesi için yapılacak ödemede payın değeri için yardımcı olacak tahmini değer bilgilerini sağlamayı amaçlamaktadır.

Ayrılmaya taraf olan Şirket ve ayrılan ortak, ayrılma akçesinin nihai tutarında anlaşmaya varabilmek amacıyla, değerlendirme çalışmasında kullanılacak bir özel koşul veya sınırlama belirtmemiştir. Bu nedenle değerlendirme çalışmasında kullanılacak yaklaşım ve yöntemler şirketin finansal ve diğer verileri, bulunduğu sektör, ekonomik koşullar ve değerlendirme uzmanının konu hakkındaki deneyimlerine bağlı olarak gerçekleştirilmiş, çalışma sonucunda ayrılmaya taraf olanlar şirket değeri tahmini tutar şeklinde hesaplanmıştır.

5.2.4. Değerleme Çalışmasındaki Varsayımlar ve Sınırlama Koşulları

Değerleme çalışmasındaki varsayım ve sınırlamalar aşağıdaki gibidir:

- Çalışma sonucunda bulunan değerler, sadece değerlendirme tarihinde ayrılan ortağın ayrılma akçesinin gerçek değerinin nihai tutarının tespiti için bütün olarak şirketin değer tahmini için kullanılabilir. Değerleme çalışması, şirket satın alma, pay satın alma, birleşme, bölünme gibi farklı durumlarda kullanılmak amacıyla yapılmamıştır.
- Finansal tablolar ve Şirket müdürü tarafından sağlanan diğer bilgiler, Şirket'in finansal verilerini tam ve doğru olarak yansıtıp yansıtmadığı hususunda herhangi bir

doğrulama yapılmadan kabul edilmiştir. Değerleme çalışması için Şirket müdürü tarafından sunulan finansal veriler için denetim veya inceleme yapılmamıştır. Bu veriler üzerinde, herhangi bir denetim görüşü veya başka bir güvence sağlanamaz.

- Değerleme çalışması için, güvenilir olacağına inandığımız kaynaklardan kamuya açık bilgi ve endüstri ve istatistik bilgileri elde edilmiştir. Bu bilgilerin doğruluğu veya eksiksizliği konusunda hiçbir beyanda bulunulmamış ve bilgileri doğrulamak için de herhangi bir prosedür uygulamamıştır.
- Değerleme çalışması sonucunda tahmin edilen sonuçların elde edilebileceği konusunda güvence sağlanamaz. Çünkü olaylar ve durumlar, sıklıkla beklendiği gibi gerçekleşmeyebilmektedir.

5.2.5. Değerleme Çalışmasında Uygulanabilir Değer Esas ve Varsayımları

Değerleme çalışmasının amacı, ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için şirket gerçek değerinin belirlenmesi olduğu için, çalışmada işleyen teşebbüs varsayımı altında gerçek değer esası dikkate alınmıştır. TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço (defter) değeri esasının gerçek değer ibaresinin “*en azından bilanço değerini*” ifade ettiğinden bahisle, diğer değerleme yaklaşım ve yöntemlerine göre bulunan değerlerin “*bu değerden*” daha düşük bir değer taşıması halinde veya bu yaklaşım ve yöntemlerin şirket değerini tespit etmede kullanılabılır olmadığı durumlarda “*şirket gerçek değerini bilanço değeri*” yansıtacağından, ayrılma akçesi ile ilgili her değerleme çalışmasında bu değer de tespit edilmesi gerekliliği nedeni ile bu değer esasına da yer verilmiştir.

5.2.6. Değerleme Çalışmada Kullanılan Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

Ayrılma sözleşmesinde, ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesi amacıyla herhangi bir yaklaşım veya yöntem belirlenmemiştir. Ayrılmaya taraf olanlarca, Şirket değerinin belirlenmesi amacıyla, bir değerleme uzmanı tarafından değerlendirilmesi kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda değerlendirilmesi, Şirketin finansal verileri, faaliyette bulunduğu sektör ve şirket hakkında elde edilen diğer bilgiler ile deneyim ve tecrübesine dayanarak Şirket değerini yansıtabilecek yöntemleri kullanmıştır. Ayrılmaya taraf

olanlarca ve ayrıca TTK’da da ayrılma akçesinin belirlenmesi amacıyla belirli bir yaklaşım ve yöntem belirlenmediğinden, değerlendirme sonucu nihai tutar olarak değil, değer tahmini olarak hesaplanmıştır.

Gerçek değer ölçümü, şirketin içinde bulunulan şartlara göre gerçek değeri en iyi temsil eden noktadır. Bu nedenle değişik değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin sonuçlarını belirlerken değerlendirme uzmanı, sektörün doğası ve mevcut piyasa durumu, her yöntemde kullanılan verilerin kalitesi, güvenilirliği ve doğrulanabilirliği, söz konusu şirketin analizinde kullanılan işlem verileri ve halka açık şirketlerin kıyaslanabilirliği ve şirketin kendine özgü ek özellikleri gibi etmenleri göz önünde bulundurmalıdır.⁹⁹⁶ Bu kapsamda Şirket’in gerçek değerinin tespitinde gelir yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi ve pazar yaklaşımı kapsamında borsadaki kılavuz işlemler yöntemi tercih edilmiştir. TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değeri ise bütün değerlendirme çalışmalarında tespit edilmesi gereken muhasebe temelli değerlendirme yöntemidir. Bu nedenle değerlendirme çalışmasında kullanılan değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanım gerekçeleri aşağıda açıklanmıştır.

Bilanço (Düzeltilmiş Defter Değeri) Yöntemi: TTK m. 641’e göre, ayrılma akçesinin gerçek değeri “*en azından bilanço*” değeri, yasal bir değer esası olarak belirlenmiştir. Şirket değeri diğer değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri ile tespit edilemezse ve/veya bulunacak değerler bilanço değerinden daha düşük değerlere sahip olduğunda, bu değer ayrılma akçesinin gerçek değeri olarak alınacağından, bu değer diğer yaklaşım ve yöntemler kullanılabilir olsa da tespit edilmesi gerektiğinden, çalışmada bu değer tespit edilmiştir.

Bu kapsamda Şirket’in VUK’a göre düzenlenen finansal tabloları TMS/IFRS’ye çevrilmek suretiyle, TTK m. 78 ila 88 arasında yer alan değerlendirme hükümlerine göre Şirket varlık ve yükümlülüklerini belirlerken diğer taraftan da TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değerinin tespit edilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. TTK’ya tabi

⁹⁹⁶ AICPA, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide*, p. 17-18.

işlemlerde, TTK değerleme hükümleri ve bu maddelerde atıf yapılan TMS/TFRS’de yer alan değerleme ilke ve ölçütleri kullanmak yasal gerekliliktir.⁹⁹⁷ Şirket’in, VUK’a göre düzenlenen finansal tabloları TTK’dan atfen TMS/TFRS’ye uygun şekilde düzeltilmek suretiyle defter değerindeki düzeltme gerekliliği de karşılanmıştır. Ayrıca, değerleme çalışmasında kullanılan diğer yaklaşım ve yöntemler için de TMS/TFRS’ye uygun finansal tablolardaki bilgiler gerekli durumlarda veri olarak alınmıştır. Şirket’in finansal tablolarının düzeltilmesi, TTK değerleme hükümlerine göre bulunacak defter değerini ve aynı zamanda gelir ve pazar yaklaşımına göre bulunacak değerleri de etkileyecektir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Gelir yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi, bir varlığın sahibi için gelecekte elde edeceği gelir kapasitesinin tahmini ile şirket değerinin tahmin edilmesi olduğu ve değerlendirilecek Şirket’in İNA yöntemine uygun finansal verilere sahip olması nedeniyle çalışmada bu yöntem tercih edilmiştir. İNA yöntemi içerisinde ise “*şirkete olan serbest nakit akışları*” yöntemi uygulanarak, Şirket’in bir bütün olarak değeri tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bu yöntemle, maddi varlıklar ile maddi olmayan varlıkların bir bütün içerisinde değerlendirilmesini, değerlemede özellikle finansal tablolarda yer almayan maddi olmayan varlıklardan elde edilecek gelirlerin de şirket değerine yansıtılabilecek olması amacıyla bu yöntem tercih edilmiştir.

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerine indirgenmesi ile hesaplanır. Yaklaşım içerisinde, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemleri en yaygın kullanılan yöntemlerdir. İNA, cari dönemde nakit akışları pozitif olan, gelecek dönemlerdeki nakit akışları kolaylıkla tahmin edilebilen ve uygun iskonto oranının belirlenmesinde risk değişkenlerini kullanabilen şirketler için daha başarılı sonuçlar verebilmektedir.

⁹⁹⁷ Finansal tablolara varlıklar ve yükümlülükler ile ilgili olarak yer alan değerleme ilkeleri TTK aracılığı ile standart olmaktan çıkıp kanunlaşmıştır. TTK m. 78’de sayılanlar, bu alandaki ana ilkelerdir. İlkeler sınırlı sayıda değildir. TMS’de varlıklar ve yükümlülüklerle ilgili başka ilkeler de bulunmaktadır. TTK m. 78/1-f, TMS’lerdeki ilkelerin de dikkate alınmasını emredici bir söylemle belirtmiştir. Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, N 1462.

Şirket'in projeksiyon dönemlerdeki nakit akışlarının tahmini sağlayacak geçmiş yıllara ait finansal verilerinin bulunması, iskonto oranının tahmini ve yöntem için gerekli diğer oranların elde edilebilmesi nedeni ile İNA yöntemi tercih edilmiştir. Çalışmada İNA yöntemi kapsamındaki benzer verileri kullanan yöntemlerden şirkete olan serbest nakit akışları yöntemi tercih edilmiştir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi: Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Pazar yaklaşımı temelinde borsadaki kılavuz emsaller yöntemi ve karşılaştırılabilir işlemler yöntemi en yaygın kullanım alanlarına sahiptir. Ülkemizde halka açık olmayan şirket verilerinin karşılaştırma açısından kullanılmak üzere yayınlandığı herhangi bir veri tabanı bulunmadığından, Borsa İstanbul'da halka açık olmakla birlikte KOBİ niteliğindeki sanayi şirketlerinin oluşturduğu BİST KOBİ Sanayi endeksinde yer alan 21 şirketin değerlendirme tarihindeki verileri esas alınmıştır. BİST KOBİ Sanayi endeksi aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.⁹⁹⁸

“Değerleme günü itibariyle Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören sanayi şirketlerinden, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)nda yayınlanmış en son yıllık finansal tablolarına göre, Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığının ilgili yönetmeliğindeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler (KOBİ) tanımında yer alan çalışan sayısı hariç, yıllık net satış hasılatı veya mali bilanço büyüklüğü şartlarından herhangi birisini sağlayan şirketlerin paylarından oluşmaktadır”.

Benzer şirket, değerlendirilecek şirkete pozitif nakit akışları, büyüme potansiyeli ve risk düzeyi açısından benzer özellikler taşıyan şirkettir. Genelde aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerin benzer büyüme, risk ve nakit akışları profiline sahip olduğu varsayılır. Ancak, Borsa İstanbul'da yer alan kimya şirketlerin finansal verileri yerine BİST KOBİ Sanayi endeksinde yer alan şirketlerin finansal verileri ile değerlendirme yapılan Şirket

⁹⁹⁸ Borsa İstanbul, **Endeksler- BIST Pay Endeksleri - KOBİ Sanayi Endeksi**, (Çevrimiçi: <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kobi-sanayi-endeksi>, Erişim Tarihi: 04.05.2018).

finansal verilerinin benzerliği nedeniyle değerlemede bu endeksteki şirket verileri tercih edilmiştir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde, değerlemeye konu şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmaktadır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır. Bu yöntem içerisinde Fiyat/Kazanç Oranı (F/K), FD/FAVÖK, FD/S ve PD/DD çarpanları ve başka çarpanların şirket ortancaları dikkate alınarak ve Şirket açısından anlamlı değer üreten çarpanlara eşit ağırlık verilmek suretiyle Şirket'in Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'ne göre pazar değeri tahmine ulaşılmaya çalışılmıştır.

Şirket'in faaliyet konusu, finansal verileri, üretim kapasitesi, üretim için gerekli donanım, lisans, bilgi, deneyim ve müşteri portföyüne sahip olması, Şirket'in KOBİ Sanayi endeksindeki halka açık şirketlere benzer özellikler taşıması ve finansal yapısı nedeniyle değerlendirme çalışmasında pazar yaklaşımı kapsamında borsadaki kılavuz işlemler yöntemi tercih edilmek suretiyle benzer şirketlerin çarpanları kullanılmış ve Şirketin pazar değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu yaklaşım kapsamında yer alan kılavuz işlemler yöntemi ise, Türkiye'de limited şirketlerin değerlendirme çalışmaları ve/veya el değiştirme fiyatları gibi veri tabanları olmadığı, benzer duruma sahip güncel değerlerin elde edilebileceği güncel ve doğrulama gerektirmeyen piyasa verileri de olmadığından tercih edilmemiştir.

5.2.7. Şirket Değerlemesinde Kullanılacak Finansal Tablolar ve Finansal Tablolarda Yapılan Düzeltmeler

Ayrılma payının değerlemesi açısından ayrılma sözleşmesinde atıf yapılan 31.12.2017 tarihi itibarıyla düzenlenen finansal tablolar esas alınmıştır. Şirket muhasebe kayıtlarını 213 sayılı VUK hükümleri kapsamında ve Türk Lirası olarak finansal tablolarını düzenlediği tespit edilmiştir.

Değerleme çalışmasında kullanılacak yöntemler kapsamında düzeltilmiş defter (bilanço) değerinin tespiti için VUK'a göre düzenlenen finansal tabloların TMS/TFRS'ye çevrimi

ve İNA yöntemi kapsamında değerleme çalışması yapabilmek amacıyla cari yıl dahil son beş yıla ait finansal tablolarındaki veriler kullanılmıştır. Şirket'in finansal tabloları uygulama ekinde yer almaktadır.

Finansal tablo düzeltmeleri sadece bilanço değerini değil aynı zamanda gelir ve pazar yaklaşımına göre bulunacak değerlerini de etkileyeceğinden, değerleme çalışması öncesinde finansal veri ve tablolar üzerinde gerekli düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Aşağıda yer alan düzeltme işlemleri finansal tablolar içerisinde sunulan veri ve bilgilere yönelik olup, -varsa- kayda alınmayan işlemlerle ilgili değerleme çalışmasındaki varsayım ve sınırlamalarda yer verildiği üzere, bir düzeltme işlemi yapılmamıştır.

- 2004 yılında enflasyon düzeltmesi kapsamında yapılan ve sermaye hesabının bir unsuru olarak finansal durum tablosunda 1.417.244,08 TL tutarı olarak, sermaye düzeltmesi olumlu farkları hesabında yer alan düzeltme işlemleri haricinde düzeltme işlemi veya değerleme işlemi yapılmamıştır.
- Şirket'in üretim tesisinin (fabrika binası, arıtma tesisi ve arsası) kayıtlara alındığı tarihten itibaren tutarlarında bir değişiklik yapılmamış, tarihi maliyetleri ile yer almıştır.
- Kıdem tazminatı yükümlülükleri finansal tablolarda yer almamıştır.
- Alacak ve borç senetleri (vadeli çekler dahil) için reeskont uygulanmıştır.
- Mevduat veya kredi sözleşmelerine müstenit borçlar için VUK hükümlerine göre değerleme yapılmıştır.
- Amortismanlar, VUK hükümlerine göre ayrılmıştır.

Değerleme çalışması esnasında, bir banka tarafından güncel kredi çalışması için fabrika binası, arıtma tesisi ve arsası için yapılan ekspertiz çalışması sonucunda Şirket aktifinde bulunan ve tarihi maliyetle yer alan fabrika binası için güncel ve bağımsız bir çalışma sonucunda bulunan gayrimenkulün *“karşılaştırılabilir işlemler ve toplama yöntemleri”* kullanılmak suretiyle tespit edilen değeri finansal tablo düzeltmelerinde kullanılmıştır.

Kıdem tazminatı yükümlülükleri, amortisman uygulamaları, banka kredileri faizlerinin kayıtlarının düzeltmeleri, ertelenmiş vergi varlıkları ve yükümlülükleri ile diğer düzeltme

işlemleri ise Şirket tarafından sunulan bilgiler kapsamında güncel veriler kullanılmak ve mevcut finansal yapı içerisindeki önemlilik düzeyine göre değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

5.3. Değerleme Sonuçları

Yukarıda Şirket'in değer tahmini açısından kullanılacak yöntemlerinin Şirket'in finansal verilerinden hareketle bulunan sonuçlar aşağıda başlıklar halinde açıklanmıştır.

Bilanço (Düzeltilmiş Defter) Değerine Göre Bulunan Şirket Değeri: Düzeltilmiş defter değeri yöntemi kapsamında TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değerinin belirlenmesi amacıyla TTK m. 78 ila 88 hükümleri kapsamında şirketin finansal tablolarında gerekli düzeltmeler yapılmak suretiyle TMS/TFRS'ye uygun finansal tablolara çevrilmiştir. Bu şekilde, defter değerindeki düzeltme gerekliliği ile TTK'nın değerlendirme hükümlerine uygun finansal tabloları oluşturularak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket, 2004 yılında enflasyon düzeltmesi kapsamında düzeltme yaptığı hesaplardan kaynaklanan ve sermaye hesabının bir unsuru olarak finansal durum tablosunda 1.417.244,08 TL tutarı olarak sermaye düzeltmesi olumlu farkları olarak yer alan kayıtları haricinde düzeltme işlemi ve/veya TFRS uygun herhangi bir kayıt veya değerlendirme işlemi yapılmamıştır.

Şirket'in fabrika binasının bulunduğu yerin zaman içerisinde fabrika yerleşkeleri içerisinde yer alması nedeni ile finansal durum tablosunda yer alan değerinin üzerinde bir değere ulaşması ve kıdem tazminatı yükümlülüklerinin hesaplanarak finansal durum tablosunda yer verilmemiş olması en önemli düzeltme gerekçelerini oluşturmuştur. Değerleme çalışması esnasında, bir banka tarafından kredi çalışması için fabrika binası ve arsası için yapılan ekspertiz çalışması sonucunda Şirket aktifinde bulunan ve tarihi maliyetle yer alan fabrika binası ve arsası için güncel ve bağımsız bir çalışma sonucunda bulunan gayrimenkul değeri finansal tablo düzeltmelerinde kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında arsanın değeri ve fabrika binası farklı hesaplarda sınıflandırılmıştır.

Amortisman düzeltmeleri, ertelenmiş vergi varlıkları ve yükümlülükleri ile diğer düzeltme işlemleri ise Şirket tarafından sunulan bilgiler kapsamında güncel veriler kullanılmak ve mevcut finansal yapı içerisindeki önemlilik düzeyine göre değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır.

Şirket'in düzeltilmiş defter değerini için VUK kapsamında düzenlenen finansal tabloları gerekli düzeltme işlemleri yapılarak TFRS'ye çevrilmiştir. Düzeltilmiş defter değeri için esas alınacak TFRS'ye göre düzenlenmiş finansal tablolar aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

Finansal Durum Tablosu

Açıklama	Cari Dönem	Geçmiş Dönem
VARLIKLAR	43.196.508	23.691.652
Dönen Varlıklar	31.680.323	21.148.721
Nakit ve Nakit Benzerleri	68.059	5.592
Ticari Alacaklar	20.281.037	12.952.858
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	20.281.037	12.952.858
Diğer Alacaklar	20.656	32.174
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	20.656	32.174
Stoklar	10.746.651	7.541.701
Peşin Ödenmiş Giderler	537.273	592.933
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	600	600
Diğer Dönen Varlıklar	26.046	22.863
Duran Varlıklar	11.516.184	2.542.932
Maddi Duran Varlıklar	10.770.530	1.932.818
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	413.317	303.225
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	413.317	303.225
Ertelenmiş Vergi Varlığı	231.628	148.631
Diğer Duran Varlıklar	100.710	158.258
KAYNAKLAR	43.196.507	23.691.653
Kısa Vadeli Yükümlülükler	25.956.476	15.179.228
Kısa Vadeli Borçlanmalar	16.366.110	10.306.430
Ticari Borçlar	7.839.355	3.699.663
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	7.839.355	3.699.663
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	390.977	208.009
Diğer Borçlar	270.026	430.928
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	270.026	430.928
Ertelenmiş Gelirler	451.220	106.003
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	444	2.848

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	638.345	425.347
Uzun Vadeli Yükümlülükler	913.173	1.429.486
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	749.135
Ticari Borçlar	5.079	4.173
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5.079	4.173
Diğer Borçlar	0	71.936
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	71.936
Uzun Vadeli Karşılıklar	901.747	600.717
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	901.747	600.717
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.347	3.526
Özkaynaklar	16.326.858	7.082.939
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	16.326.858	7.082.939
Ödenmiş Sermaye	2.823.000	2.823.000
Sermaye Düzeltme Farkları	1.417.244	1.417.244
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	9.355.802	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	9.355.802	0
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	324.094	324.094
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	2.545.925	2.389.762
Net Dönem Kârı/Zararı	-139.207	128.839

Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu

Açıklama	Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Hasılat	45.225.769	32.146.926
Satışların Maliyeti (-)	-34.494.411	-23.292.649
Brüt Kâr/Zarar	10.731.358	8.854.277
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.917.593	-2.606.347
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5.518.696	-4.586.794
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-117.407	-117.407
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.700.167	1.251.282
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.029.895	-1.441.366
Esas Faaliyet Karı/Zararı	1.847.934	1.353.646
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	1.847.934	1.353.646
Finansman Giderleri (-)	-1.983.254	-1.220.457
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	-135.320	133.189
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-3.886	-4.350
- Dönem Vergi Gideri/Geliri	-84.061	-70.943
- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	80.175	66.593

SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	-139.207	128.839
DÖNEM KÂRI/ZARARI	-139.207	128.839

Çalışmada temel alınan VUK kapsamındaki finansal tablolardan hareketle Şirket'in defter değeri ve TTK değerleme hükümleri kapsamında TFRS değerleme hükümlerine uygun gerekli düzeltmelerin yapılması sonucunda düzeltilmiş defter değerine ve bu şekilde TTK'da yer alan ifadesi ile “*bilanço değerine*” ulaşılmıştır.

Şirket'in VUK'a göre defter değeri ve TMS/TFRS'ye göre düzeltilmiş defter değeri aşağıdaki gibi tespit edilmiştir.

Şirket'in Defter Değeri (VUK'a Göre)		Şirket'in Düzeltilmiş Defter Değeri (TTK'ya Göre) -TMS/TFRS'ye Göre Hazırlanan Finansal Durum Tablosunda Yer Alan Değerler-	
Varlıklar	34.142.210	Varlıklar	43.196.507
Borçlar	25.988.880	Borçlar	26.869.649
Özkaynaklar (Defter Değeri)	8.153.330	Özkaynaklar (Düzeltilmiş Defter Değeri)	16.326.858

İndirgenmiş Nakit Akışlarına Göre Bulunan Şirket Değeri: İNA yöntemi, şirketin belirli bir projeksiyon dönemi boyunca yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değerleri ile projeksiyon döneminden sonsuza kadar yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değerleri toplamının, şirket değerlerine eşit olacağı varsayımına dayanır. Bu yöntem kapsamında “Şirkete olan Serbest Nakit Akışları” yöntemi tercih edilmiştir. Şirkete olan serbest nakit akışları yönteminde, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları belirlenen iskonto oranıyla indirgenerek toplam şirket değeri bulunur. Bulunan değerden toplam borçlar düşülmek suretiyle özkaynak değerine ulaşılmaktadır. Bu yöntem ile bütün olarak şirket değeri tahmin edilmeye çalışılmaktadır.

İNA yöntemi hesaplamalarında projeksiyonlar nominal nakit akışları ve TL üzerinden yapılmıştır. Değerlemede şirketin geçmiş finansal verilerinin elde edilmesi, geçmiş

dönemlerde TMS/TFRS uygulamalarının şirkette mevcut olmaması ve çalışma açısından nakit akışlarını daha iyi yansıtmaları nedeni ile VUK'a göre finansal tablolarından hareket edilmiştir. Şirket'in son beş yıllık net satış, satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve esas faaliyet kârına ait tarihsel veriler aşağıdaki gibidir.

Gelir Tablosu	2013	2014	2015	2016	2017	Ortalama
						(%)
Net Satışlar	22.371.497	24.495.111	26.254.538	32.146.926	45.225.769	
Satılan Malın Maliyeti	15.057.349	15.826.198	18.545.649	23.292.649	34.494.411	
SMM/Satışlar	% 67,30	% 64,60	% 70,60	% 72,50	% 76,30	% 70,30
Brüt Kâr	7.314.148	8.668.912	7.708.888	8.854.277	10.731.358	
Faaliyet Giderleri	5.281.703	6.329.815	7.128.453	6.977.580	7.844.340	
ARGE Giderleri (AR-GE)	43.931	71.453	117.407	117.407	117.407	
ARGE/Satışlar	% 0,20	% 0,30	% 0,40	% 0,40	% 0,30	% 0,30
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.(PSD)	2.913.693	3.390.473	3.952.983	4.544.876	5.418.696	
PSD/Satışlar	% 13,00	% 13,80	% 15,10	% 14,10	% 12,00	% 13,60
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	2.324.079	2.867.889	3.058.064	2.315.298	2.308.238	
GYG/Satışlar	% 10,40	% 11,70	% 11,60	% 7,20	% 5,10	% 9,20
Faaliyet Kâr Marjı	% 9,10	% 9,50	% 2,20	% 5,80	% 6,40	% 6,60
Esas Faaliyet Kârı (EFK)	2.032.445	2.339.098	580.435	1.876.696	2.887.018	

Projeksiyon Dönemi: Nakit akışlarının tahmini 2018-2027 yılları arasındaki 10 yılı kapsamaktadır. 10 yıllık projeksiyon dönemi sonrasında da şirketin serbest nakit akışlarının yıllık % 5 büyüyeceği varsayılmıştır.

Satışlarının Tahmini: Şirketin önceki beş yıllık dönemdeki yatırım tutarı, bir dönem haricinde bulunmamaktadır. Yönetim, mevcut üretim kapasitesinin artırılması yönünde bir planlamalarının bulunmadığı ve hammadde alış ve satışlarının döviz endeksli olması nedeniyle satışlarının döviz kurları ve enflasyon oranında artabileceğini belirtmiştir.

Değerleme çalışma döneminde 2018 yılı için yıllık enflasyon oranının % 13 olacağı,⁹⁹⁹ izleyen yıllarda ise azalarak beşinci yılsonunda ortalama % 5 olacağı tahmin edilmiştir. Satışlara ilişkin tahminler aşağıdaki gibi yapılmıştır.

Dönemler	2018	2019	2020	2021	2022
Net Satışlardaki Büyüme (%)	% 13	% 11	% 9	% 7	% 6
Net Satışlar	51.105.119	56.726.682	61.832.083	66.160.329	70.129.948
Dönemler	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlardaki Büyüme (%)	% 5	% 5	% 5	% 5	% 5
Net Satışlar	73.636.446	77.318.268	81.184.182	85.243.391	89.505.560

Satışların Maliyeti ve Faaliyetlere Ait Giderlerin Tahmini: Şirket yönetimi, mevcut planlamaları içerisinde maliyetleri ve giderleri düşürmek için etkin bir yönetim çalışmasında bulunmadıklarını, bazı dönemlerde bu maliyet ve giderlerin beklenilenden daha yüksek gerçekleştiğini ifade etmiştir. Bu nedenle Şirket'in 2018-2027 dönemleri arasındaki maliyetlerini ve faaliyet giderlerini tahmin ederken, önceki beş yıllık dönem maliyet ve gider ortalamaları dikkate alınmıştır.

Dönemler	2018	2019	2020	2021	2022
Satışların Maliyeti	35.904.605	39.878.857	43.467.954	46.510.711	49.301.354
ARGE Giderleri (AR - GE)	159.456	176.257	192.121	205.569	217.903
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (PSD)	6.954.507	7.719.502	8.414.257	9.003.255	9.543.451
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	4.706.820	5.224.570	5.694.782	6.093.416	6.459.021
Esas Faaliyet Kârı (EFK)	3.379.730	3.727.495	4.062.969	4.347.377	4.608.220
Dönemler	2023	2024	2025	2026	2027
Satışların Maliyeti	51.734.300	54.321.015	57.037.065	59.888.919	62.883.365
ARGE Giderleri (AR - GE)	228.798	240.238	252.250	264.863	278.106

⁹⁹⁹ TÜİK, **Tüketici Fiyat Endeksi, Mayıs 2018**, "TÜFE'de (2003=100) 2018 yılı Mayıs ayında bir önceki aya göre %1,62, bir önceki yılın Aralık ayına göre % 6,39, bir önceki yılın aynı ayına göre % 12,15 ve on iki aylık ortalamalara göre % 11,10 artış gerçekleşti" (Çevrimiçi: <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27762>, Erişim Tarihi: 04.05.2018). Söz konusu oran, yılsonu enflasyonun beklentilerinin daha yüksek olacağı beklentisi ile çalışmada % 13 olarak alınmıştır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (PSD)	10.020.623	10.521.654	11.047.737	11.600.124	12.180.130
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	6.781.972	7.121.071	7.477.124	7.850.981	8.243.530
Esas Faaliyet Kârı (EFK)	4.870.752	5.114.290	5.370.004	5.638.505	5.920.430

Vergi Oranı: Kurumlar vergisi oranı 2018, 2019 ve 2020 yılları için geçici olarak artırılmış olduğundan bu yıllar için % 22, izleyen yıllar için % 20 oranı dikkate alınmıştır.

Tarihsel İşletme Sermayesi: Şirket'in tarihsel verilerine dayalı işletme sermayesi hesaplaması aşağıdaki gibidir. Şirket'in 2013-2017 yılları arasındaki Net İşletme Sermayesi / Satışlar oranları ortalaması % 52 olarak gerçekleşmiştir.

Yıllar	2013	2014	2015	2016	2017
Ticari Alacaklar	8.110.907	8.540.959	11.135.013	12.973.237	20.298.494
Stoklar	4.186.920	5.148.478	7.720.236	8.096.028	11.264.430
Diğer Dönen Varlıklar	17.896	31.788	77.047	23.463	26.646
Ticari Borçlar	866.902	1.041.327	4.277.583	3.699.663	7.839.355
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	14.545	14.741	9.360	42.662	224.373
Net İşletme Sermayesi	11.434.276	12.665.157	14.645.353	17.350.404	23.525.841
Net İşletme Sermayesi /Satışlar	% 51,10	% 51,70	% 55,80	% 54,00	% 52,00
Net İşletme Sermayesi Değişimi	N/A	1.230.882	1.980.196	2.705.051	6.175.438

Beklenen Yatırım Harcamaları: Şirket'in tarihsel verilerinde yer alan yatırım tutarlarında düzenli bir yatırım harcaması bulunmamaktadır. Sadece 2015 yılında 504.021 TL tutarında sabit sermaye yenilemesi yapılmıştır. Şirket yönetimine konu iletilmiş, şirket yönetimi tarafından gelecek on yıl içerisinde yeni bir yatırım planladıklarını, mevcut kapasiteyi korumak amacıyla yıllık ortalama 100.000 TL tutarında makine ve ekipman yenilemesi yapılabileceği belirtilmiştir. Bu öngörülen yatırım harcamaları da, 2018 yılı için 100.000 TL olarak alınmış, izleyen yıllar öngörülen harcama tutarları ise satışlarda kullanılan değişim oranları kadar artırılmıştır. Amortisman tutarlarında, yatırım tutarlarındaki değişime uygun olarak bir artış tahmin edilmiştir.

Sermaye Maliyetinin Hesaplanması: Şirket'in tarihsel verilerine dayalı sermaye yapısı aşağıdaki gibi olup, borç/özkaynak ve borç/toplam sermaye oranları düzenli bir artış göstermiştir.

Sermaye Yapısı					
Yıllar	2013	2014	2015	2016	2017
Kısa Vadeli Banka Borcu	6.050.230	2.243.825	6.660.470	10.306.430	16.366.110
Uzun Vadeli Banka Borcu	8.642	3.072.800	2.094.554	749.135	0
Özkaynaklar	7.155.653	8.628.467	7.256.411	7.663.357	8.153.331
Toplam Sermaye	13.214.524	13.945.092	16.011.436	18.718.922	24.519.440
Borç/Özkaynak	0,85	0,62	1,21	1,44	2,01
Borç/Toplam Sermaye	% 45,85	% 38,13	% 54,68	% 59,06	% 66,75

İskonto Oranı: Değerleme çalışmasında iskonto oranı olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti “borçlanma maliyeti x (1-vergi oranı) x borcun toplam pasife oranı + öz sermaye maliyeti x özsermayenin pasife oranı” formülünden yararlanılarak hesaplanmıştır. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise finansal varlık fiyatlama modeli kullanılmıştır. Bu modele göre öz sermaye maliyeti, “risksiz faiz oranı + pazar risk primi x beta” formülünden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Risksiz faiz oranı ise, değerleme tarihinde geçerli olan 10 yıllık Türkiye Hazinesi Yıllık Verimi olan % 16,29 oranı¹⁰⁰⁰ esas alınmıştır. Borçlanma maliyeti, şirketin mevcut koşullarda TL cinsinden borçlanması durumunda katlanması gereken faiz yükünü ifade eder. Ancak devlet tahvillerine uygulanan gösterge faiz üzerinde bir ek getiri oranı ile Şirket borçlanacağından bu oranın üstüne % 0,02 oran eklenmek suretiyle Şirket'in borçlanma maliyeti tespit edilmiştir.

¹⁰⁰⁰ Bloomberg HT, 10 yıllık Türkiye Hazinesi Yıllık Verimi, (Çevrimiçi: <https://www.bloomberght.com/tahvil/tr-10-yillik-tahvil>. Erişim Tarihi: 04.05.2018).

Pazar risk primi, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü, (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD) tarafından¹⁰⁰¹ yayımlanan ülke risk primi % 5 olarak dikkate alınmıştır.

Beta değeri, sistematik riskin göstergesi olarak ifade edilen beta değerinin belirlenmesinde açısından halka açık olmayan olan şirketlerde ve ilk halka arz edilen şirketlerde genelde uygulanan 1,00 oranı esas alınmıştır.

Sermaye Maliyeti = Borç Maliyeti x Borç / Toplam Sermaye Oranı x (1- Vergi Oranı) + Özkaynak Maliyeti x (1- Borç / Toplam Sermaye Oranı) formülünden hareketle,

Sermaye Maliyeti = % 18,29 x % 66,75 x (1-0,22) + % 21,29 x (1-% 66,75) = % 16,60 olarak hesaplanmıştır.

Sermaye Maliyeti	
Borç Maliyeti	18,29%
Özkaynak Maliyeti	21,29%
Sermaye Maliyeti	16,60%
Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Faiz Oranı (rf)	16,29%
Beta	1,00
Pazar Risk Primi (rm-rf)	5,00%
Özsermaye Maliyeti (k _E)	21,29%

Yukarıda ayrıntıları ile yer verdiğimiz finansal verilerden hareketle Şirkete Serbest Nakit Akışlarının hesaplaması aşağıdaki tablodaki gibidir.

¹⁰⁰¹ Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), **Country Risk Classification**, (Çevrimiçi: <http://www.oecd.org/trade/xcred/cre-crc-historical-internet-english.pdf>, Erişim Tarihi: 07.05.2018)

ŞİRKETE SERBEST NAKİT AKIŞLARI (ŞSNA)												
(TL)	Baz Yıl	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Ter YIL
Satışlardaki Büyüme Oranı(%)		% 13,00	% 11,00	% 9,00	% 7,00	% 6,00	% 5,00	% 5,00	% 5,00	% 5,00	% 5,00	% 5,00
NET SATIŞLAR	45.225.769	51.105.119	56.726.682	61.832.083	66.160.329	70.129.948	73.636.446	77.318.268	81.184.182	85.243.391	89.505.560	93.980.838
SATILAN MALIN MALİYETİ	34.494.410,8	35.904.605	39.878.857	43.467.954	46.510.711	49.301.354	51.734.300	54.321.015	57.037.065	59.888.919	62.883.365	
SMM/SATIŞLAR	% 76,27	% 70,26	% 70,30	% 70,30	% 70,30	% 70,30	% 70,26	% 70,26	% 70,26	% 70,26	% 70,26	
BRÜT FAALİYET KÂRI	10.731.358	15.200.513	16.847.824	18.364.129	19.649.618	20.828.595	21.902.146	22.997.254	24.147.116	25.354.472	26.622.196	
FAALİYET GİDERLERİ	7.844.340	11.820.783	13.120.330	14.301.160	15.302.241	16.220.375	17.031.394	17.882.964	18.777.112	19.715.967	20.701.766	
AR-GE Giderleri (AR-GE)	117.407	159.456	176.257	192.121	205.569	217.903	228.798	240.238	252.250	264.863	278.106	
AR-GE/Satışlar	% 0,26	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	% 0,31	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (PSD)	5.418.696	6.954.507	7.719.502	8.414.257	9.003.255	9.543.451	10.020.623	10.521.654	11.047.737	11.600.124	12.180.130	
PSD/Satışlar	% 11,98	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	% 13,61	
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	2.308.238	4.706.820	5.224.570	5.694.782	6.093.416	6.459.021	6.781.972	7.121.071	7.477.124	7.850.981	8.243.530	
GYG/Satışlar	% 5,10	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	% 9,21	
Faaliyet Kar Marjı	% 6,38	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61	% 6,61
ESAS FAALİYET KÂRI (EFK)	2.887.018	3.379.730	3.727.495	4.062.969	4.347.377	4.608.220	4.870.752	5.114.290	5.370.004	5.638.505	5.920.430	6.216.451
Vergi		743.541	820.049	893.853	869.475	921.644	974.150	1.022.858	1.074.001	1.127.701	1.184.086	1.243.290
EFK(1-t)		2.636.190	2.907.446	3.169.116	3.477.902	3.686.576	3.896.602	4.091.432	4.296.004	4.510.804	4.736.344	4.973.161
+ Amortisman Giderleri		547.857	570.057	594.255	620.147	647.592	676.410	706.669	738.440	771.800	806.828	806.828
- Sermaye Harcamaları		100.000	111.000	120.990	129.459	137.227	144.088	151.293	158.857	166.800	175.140	175.140
- İşletme Sermayesi Değişimi		3.058.359	2.924.262	2.655.762	2.251.496	2.064.943	1.824.033	1.915.235	2.010.997	2.111.546	2.217.124	2.327.979,9
ŞSNA		25.688	442.241	986.619	1.717.094	2.131.998	2.604.891	2.731.573	2.864.590	3.004.257	3.150.908	3.276.869
ŞSNA'nın Bugünkü Değeri		22.030	325.273	622.349	928.909	989.147	1.036.473	932.130	838.341	754.033	678.240	7.126.925
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri												6.079.697

Yukarıda yer alan Şirket'e olan serbest nakit akışlarının bugünkü değeri ile devam eden değer bugünkü değeri toplamına şirketin nakit mevcudu eklenmesi ile şirket değeri 13.274,681 TL olarak bulunmuş, bu değerden net finansal borçların düşülmesi ile aşağıdaki şekilde Şirket değeri tespit edilmiştir.

Şirketin Faaliyet Varlıklarının Değeri	13.206.622
+Nakit Mevcudu ve Faaliyet Dışı Varlıklar	68.059
Şirket Değeri	13.274.681
-Finansal Borçlar (Net Borç)	16.298.050
Özkaynakların Tahmini Piyasa Değeri (TL)	-3.023.369

İNA yöntemine göre yapılan ve Şirket'e olan serbest nakit akışlarının tahminine yönelik çalışma sonucunda, şirket sermayesinin düşük, satış tutarlarının yüksek olması, sektördeki vadeli satışları karşılayabilmek amacıyla kısa vadeli borçlanmanın yüksek olduğu, alıcılar ve satıcılarda yer alan tutarların yüksekliği, şüpheli ticari alacakların da yüksek olması nedeni ile Şirket'in yakın gelecekte dış finansmana daha fazla ihtiyaç duyacağı sonucu çıkmıştır. Şirket projeksiyon dönemindeki borç ödemeleri sonrasında negatif nakit akışlarını karşılayabilmek amacıyla, nakit sermaye artışı, gider ve/veya maliyet kısıtlamalarına gidilmesi, uzun vadeli borçlanma yoluna başvurusu ya da kârlılığın artırması gerekecektir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine Göre Bulunan Şirket Değeri: Borsadaki kılavuz emsaller yönteminde, borsadaki benzer emsale benzer pazar segmentine, coğrafi konuma, hâsılat ve/veya varlık büyüklüğüne, büyüme oranlarına, kâr marjlarına, kaldırıca, likiditeye ve çeşitlendirmeye sahip olanlar arasındaki emsallere nazaran bir gösterge niteliğindeki değer (çarpan) üzerinden hareketle değerlendirilir.

Bu kapsamda Şirket değerlemesi için genelde kullanılan birçok karşılaştırma birimi arasından kazanç çarpanları arasından Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, hasılat çarpanları arasından Fiyat/Satış Oranı (F/S) çarpanı, defter değeri ve yerine koyma değeri çarpanları arasından defter değeri çarpanı ile FAVÖK çarpanı gibi en çok kullanılan çarpanlara yer verilmek ve bir ya da iki şirket çarpanları kullanılmak yerine Borsa İstanbul KOBİ Sanayi endeksinde yer alan 21 adet şirketin¹⁰⁰² cari çarpan değerlerinin ortancaları (medianları) esas alınmak suretiyle Şirket'in

¹⁰⁰² Çalışmada, Türkiye genelinde en çok kullanılan çarpan değerleri esas alınmıştır. (İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Çevrimiçi: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>, Erişim Tarihi: 15.05.2018).

pazar değeri aşağıdaki gibi tespit edilmiştir. Endekste ki bazı şirket çarpan değ erlerinin aşırı yüksek veya düşük olması nedeni ile ortalama çarpan değ eri yerine ortanca formülü kullanılmak suretiyle çarpan değ eri bulunmuştur.



	BİST KOBİ SANAYİ Endeksinde Yer Alan Şirketler	Piyasa Değeri	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD
ACSEL	Acıselan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	27.554.769	10,8	18,4	1,4	1,3
BRMEN	Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmesi A.Ş.	18.409.689	A/D	A/D	5,9	0,4
BURVA	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	10.727.601	13,1	8,9	1,3	2,3
DIRIT	Diriteks Diriliş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7.987.500	A/D	A/D	3,3	0,9
DOGUB	Doğusan Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş.	56.600.000	A/D	A/D	20,1	7,9
ERSU	Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.Ş.	36.000.000	A/D	A/D	3,3	0,8
IZTAR	İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	14.128.748	30	11,3	2	1,3
IZFAS	İzmir Fırça Sanayi ve Ticaret A.Ş.	169.087.500	A/D	9,2	1,4	1,6
MEGAP	Mega Polietilen Köpük Sanayi A.Ş.	33.846.913	23	18,9	1,9	2,8
NIBAS	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	28.080.000	A/D	A/D	0,7	0,6
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	16.093.000	A/D	27,7	0,8	0,6
OZRDN	Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	55.360.000	34,4	8,5	1,2	2,1
POLTK	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	149.175.000	17,9	13,5	3,1	5,7
PRZMA	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	41.280.000	A/D	17,5	2,5	1,1
RODRG	Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.052.600	10,6	A/D	1,5	1,6
RTALB	RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Mak. San. A.Ş.	43.660.000	20,7	A/D	1	0,9
SEYKM	Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	69.752.100	36,5	22,8	3,4	3,1
TACTR	Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	14.938.800	24,7	8	5,8	1,1
TKURU	Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7.010.000	A/D	26,6	2,8	4,4
VANGD	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	63.500.000	4,8	A/D	A/D	1,3
YAPRK	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	14.839.000	4,4	2,1	0,7	0,6
	Ortalama	42.337.296	19,2	14,9	3,2	2,0
	Ortanca	28.080.000	19,3	13,5	2,0	1,3

Şirket Finansal Verileri				
Net Satış	45.225.769			
Özkaynaklar	16.326.858			
FAVÖK	3.113.845			
Net Kâr	-139.207			
Net Borç	16.298.050			
	F/K	FD/FAVÖK	FD/S	PD/DD
Pazar Değeri	-2.686.695	25.738.854	71.892.199	21.224.915
Ağırlık	% 0,00	% 0,50	% 0,00	% 0,50
Tahmini Piyasa Değeri				23.481.885

Şirket'in TMS/TFRS'ye göre düzenlenen gelir tablosuna göre ilgili dönem faaliyetleri zararlı sonuçlandığından F/K çarpanı ile yapılan değerlendirme sonucu negatif değere sahiptir. Diğer taraftan VUK'a göre hazırlanan finansal tablolardan hareketle oluşacak F/K değeri ise şirketin düzeltilmiş defter değerinden daha düşük tutarda '9.456.485 TL' bir değere sahip olması nedeni ile değerlemede dikkate alınmamıştır.

Borsadaki kılavuz emsaller yöntemine göre, Şirket finansal verileri BİST KOBİ Sanayi endeksindeki şirketlerin çarpanlarının ortancaları alınması suretiyle tespit edilmiş, F/K ve FD/S, Şirket'in mevcut finansal durumu kapsamında anlamsız değerler ürettiğinden, FD/FÖVÖK ve PD/DD değerlerine % 50 ağırlık verilmek suretiyle Şirket'in pazar değerinin 23.481.885 TL olacağı sonucuna varılmıştır.

5.4. Ayrılma Akçesinin Hesaplanan Değeri

Ayrılma sözleşmesinde yer alan değerlendirme yaklaşımları kapsamında bu yaklaşımlar içerisinde Şirket değerinin tespitinde Şirket faaliyet yapısına en uygun yöntemler belirlenmiş ve değerlendirme çalışması yukarıdaki gibi yapılmıştır. Üç yaklaşım ve bu yaklaşımların içerisinde tercih edilen yöntemlere göre bulunan Şirket değerine aşağıdaki tablodaki gibi ulaşılmıştır.

Değerleme Yaklaşımı	Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ayrılma Akçesi Değeri
Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımı (TTK m. 641'e göre Bilanço Değeri)	Düzeltilmiş Defter Değeri (Finansal Tabloların VUK'tan TMS/TFRS'ye çevrilmesi ile defter değerleri düzeltilmiştir)	16.326.858	2.040.857
Gelir Yaklaşımı	İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (Şirkete Olan Serbest Nakit Akışları)	Uygulanamaz	Uygulanamaz
Pazar Yaklaşımı	Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	23.481.885	2.935.235

Ayrılma sözleşmesinde, ayrılan ortağın ayrılma akçesinin tespiti açısından herhangi bir değerlendirme yaklaşım ve yöntemi belirlenmiş, bu kapsamda çalışma sonucunda farklı değerlendirme yaklaşımlarına bulunan değer tahminleri, ayrılmaya taraf olanlara nihai değer tespiti için raporlanmıştır. Değerleme alanyazını açısından, değerlendirme çalışması sonucunda bulunan değerlerin, bir tahmin ve uzman görüşü niteliğinde olması, TTK açısından da ayrılma akçesinin değerinin “ *tarafların anlaşmalarına* ” bırakılması nedeni ile ayrılmaya taraf olanlar, çalışma sonucunda bulunacak değerlerden hareketle sadece bir yöntemle göre bulunan bir veya birden fazla yöntemle bulunan değerlerin ağırlıklandırılmış ortalamaları veya bunların üstünde veya altında bir nihai tutarda anlaşabilirler.

TTK m. 597'ye göre tarafların ayrılma akçesinin değeri hususunda anlaşamamaları durumunda, değer tespiti için mahkeme başvurulacaktır. Mahkeme gelir ve pazar yaklaşımı gibi genel kabul görmüş değerlendirme yaklaşımları yerine ayrılma akçesinin değerinin TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değerinin ayrılma akçesinin gerçek değeri olarak belirlenmesine karar verdiği durumlarda, TTK m. 78 ila 88 maddeleri kapsamında Şirket'in varlık ve yükümlülüklerinin değerlemesi sonucunda bulunacak değerden ayrılan ortağın esas sermaye payına isabet eden tutarı ayrılma akçesinin gerçek değeri olarak karar verecektir. Bu değer yukarıdaki gibi hesaplandığından, ayrılma akçesi için ödenebilecek asgari tutar olarak kabul edilmesi gerekmektedir.

5.5. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynakların Tespiti ve Bu Kaynakların Vergisel Yükümlülükleri İçin Yapılan Çalışma

TTK m. 642/2’de yer alan ve kullanılabilir özkaynak tutarının işlem denetçisi tarafından belirleneceği hükmü madde metninden 6335 sayılı Kanun’un m. 43 ile yürürlükten kaldırıldığından, kullanılabilir özkaynak tutarını şirket müdürü veya adına hareket edenler vasıtasıyla belirlenmesi gerekmektedir.¹⁰⁰³ Bu kapsamda Şirket, ayrılma akçesinin hangi yollarla ödenebileceği, ayrılan ortak ve Şirket’in vergisel yükümlülüklerinin ayrıca belirlenmesini talep etmiştir.

Vergi kanunlarına göre defter tutma ve kayıt nizamı hükümlerine tabi olsalar da TTK m. 88/1’e göre, “*gerçek ve tüzel kişiler münferit ve konsolide finansal tablolarını düzenlerken, TMS/TFRS’ye uymak zorundadır*”. Kâr payı dağıtımında TMS/TFRS veya BOBİ FRS’ye göre hazırlanan finansal tabloların esas alınması gerekmesine rağmen, “*kâr payı dağıtımında dikkate alınacak değer belirlenmesinde başta vergi mevzuatı olmak üzere ilgili diğer mevzuattan kaynaklanabilecek muhtemel sorunların da göz önünde bulundurulması gerektiği*” yönünde KGK tarafından açıklamada bulunulmuştur.¹⁰⁰⁴

Ayrılma akçesi açısından “*özel*” bir belirleme henüz yapılmadığından, yukarıda kâr dağıtımı için yapılan açıklamanın ayrılma akçesinin ödenmesinde de uygulanması gerekir. Ancak sürekli olarak finansal tablolarını TMS/TFRS veya BOBİ FRS’ye uygun olarak hazırlamayan limited şirketler açısından TTK hükümleri kapsamında münferiden düzenleyecekleri finansal tablolarda ayrılma akçesi tutar ve ödemelerini takip edemeyecekleri veya bu tabloların vergi kanunları uyarınca düzenlenecek tablolardan farklı özkaynak değerleri içereceği nedeni ile ayrılma akçesi için özkaynak ve sermaye

¹⁰⁰³ Şener, “*şirkette kullanılabilir özkaynakların bulunup bulunmadığı ve ne kadar özkaynak bulunduğuna ilişkin karar geriye kalan ortaklara ve şirket müdürlerine bırakılmaz. Ortak, mahkemeye başvurarak şirkette kullanılabilir özkaynak bulunup bulunmadığını bilirkişi vasıtasıyla tespit ettirebilmelidir*” şeklinde görüş bildirmiştir. Şener, **a.g.e.**, s. 930. Benzer görüş için bkz. Yıldırım, **a.g.e.**, s. 321. Ancak bu tespit, tarafların ortak olarak belirleyecekleri uzman vasıtasıyla yapılabilir.

¹⁰⁰⁴ KGK, **Şirketlerin genel kurullarında alacakları kâr dağıtım kararlarında hangi finansal tablolar esas alınmalıdır?** <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6668/Şirketlerin-genel-kurullarında-alacakları-kâr-dağıtım-kararlarında-hangi-finansal-tablolar-esas-alınmalıdır?>

azaltımı işlemlerini vergi kanunlarına göre hazırladıkları finansal tabloları üzerinden belirlemeleri gerekir. TMS/TFRS veya BOBİ FRS'ye göre hazırlanan finansal tablolardaki özkaynak tutarlarının, vergi kanunlarına göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan özkaynak tutarından düşük olması durumunda ise ihtiyatlılık ilkesi gereğince düşük olan tutarların dikkate alınması gerekir.

Şirketin VUK'a göre düzenlenen finansal durum tablosunda yer alan özkaynak hesapları aşağıdaki gibidir.

31.12.2017	
V. Özkaynaklar	8.153.331
A. Ödenmiş Sermaye	4.240.244
1. Sermaye	2.823.000
3. Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	1.417.244
C. Kâr Yedekleri	651.439
1. Yasal Yedekler	324.094
5. Özel Fonlar	327.345
D. Geçmiş Yıl Kârları	3.285.512
1. Geçmiş Yıl Kârları	3.285.512
E. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	- 513.837
1. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	- 513.837
F. Dönem Net Kârı (Zararı)	489.973
1. Dönem Net Kârı	489.973

Şirket'in TMS/TFRS'ye göre düzenlenen finansal durum tablosunda yer alan özkaynaklar ise aşağıdaki gibidir.

Özkaynaklar	16.326.858
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	16.326.858
Ödenmiş Sermaye	2.823.000
Sermaye Düzeltme Farkları	1.417.244
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	9.355.802
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	9.355.802
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	324.094
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	2.545.925
Net Dönem Kârı/Zararı	-139.207

Şirket'in VUK'a göre hazırlanan finansal durum tablosunda yer alan özkaynak hesaplarına ait bilgiler ise aşağıdaki gibidir.

Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları: Şirketin enflasyon düzeltmesinden kaynaklanan 1.417.244 TL tutarında sermaye düzeltmesi olumlu fark hesap bakiyesi bulunmaktadır.¹⁰⁰⁵

Kâr Yedekleri: Şirket'in kâr yedekleri hesap toplamı 651.439 TL olup, 324.094 TL tutarı yasal yedeklerden 327.345 TL tutarı ise özel fonlar hesabından oluşmaktadır.

Özel fonlar hesabı bakiyesi Ar-Ge nakit desteklerinden¹⁰⁰⁶ kaynaklanmakta olup 549 Özel Fonlar Hesabı'nda izlenmektedir.

Hesap Açıklaması	Tutar
xxxxxxx Nolu Ar-Ge Nakit Destek Hesabı	118.610
xxxxxxx Nolu Ar-Ge Nakit Destek Hesabı	82.514
xxxxxxx Nolu Ar-Ge Nakit Destek Hesabı	126.221
TÜBİTAK Ar-Ge Yardımları Toplamı	327.345

Geçmiş Yıllar Kârları / Zararları: Geçmiş yıllar kârları olarak bilançoya aktarılan 3.285.511,50 TL kar bulunmaktadır.

2006 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	651.588
2007 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	180.326
2008 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	115.152
2012 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	258.335
2013 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	1.163.090
2014 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	324.303
2016 Yılı Geçmiş Yıl Kârları	395.212

¹⁰⁰⁵ VUK mük. m. 298/A-5'e göre, "enflasyon düzeltmesi sonucunda pasif kalemlere ait enflasyon fark hesaplarının herhangi bir suretle başka bir hesaba nakledildiği veya işletmeden çekildiği takdirde, bu işlemlerin yapıldığı dönemlerin kazancı ile ilişkilendirilmeksizin bu dönemde vergiye tabi tutulacağı, ancak öz sermaye kalemlerine ait enflasyon farklarının düzeltme sonucu oluşan geçmiş yıl zararlarına mahsup edilebileceği veya kurumlar vergisi mükelleflerince sermayeye ilave edilebileceği, bu işlemlerin kar dağıtımı sayılmayacağı" hükme bağlanmıştır.

¹⁰⁰⁶ 5746 sayılı Araştırma ve Geliştirme Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun'un "İndirim, istisna, destek ve teşvik unsurları" başlıklı m. 3/7'ye göre "bu fonun, elde edildiği hesap dönemini izleyen beş yıl içinde sermayeye ilâve dışında herhangi bir şekilde başka bir hesaba nakledilmesi veya işletmeden çekilmesi halinde, zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler ziyaa uğratılmış sayılır" hükmü yer almaktadır. Dolayısıyla bu hesapta yer alan tutarlar nakit destek tutarları 2016 ve 2017 yıllarında sağlandığından, işletmeden çekilmesi durumunda vergi ziyasına sebebiyet verecektir.

Enflasyon Düzeltme Kârları ¹⁰⁰⁷	197.506
Geçmiş Yıl Kârları Toplamı	3.285.512

Geçmiş yıllar zararları olarak bilançoya aktarılan 513.837 TL zarar bulunmaktadır.

2015 Geçmiş Yıllar Zararları	- 513.837
Geçmiş Yıllar Zararları (-) Toplamı	- 513.837

Şirketin TMS/TFRS'ye göre düzenlenen finansal durum tablosunda yer alan özkaynak hesaplarına ait bilgiler ise aşağıdaki gibidir.

MDV Yeniden Değerleme Artışları: MDV'nin yeniden değerlemesi sonucunda ortaya çıkan artışların izlendiği hesap olup, bu değer artışları TTK m. 520/2'ye göre, “*yeniden değerlendirme fonu ile ilgili mevzuat uyarınca pasifte yer alan diğer fonlar, sermayeye dönüştürüldükleri veya yeniden değerlendirilen aktifler amorti edildikleri veya devredildikleri takdirde çözülebilirler*”. Bu nedenle MDV Yeniden Değerleme Artışlarında yer alan bu tutarlar kullanılabilir veya serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklar içerisinde yer almazlar.

Yeniden Değerleme, Sınıflama Düzeltme Kârları/Zararları, Geçmiş Yıl Gelir Tablosunun Taşınması: Bu hesaplarda yer alan tutarlar, vergi amaçlı düzenlenen finansal tabloların TMS/TFRS'ye çevrimi sonucunda oluşan farklardan kaynaklanmadır. Bu tutarlar kullanılabilir veya serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklar içerisinde yer almazlar.

5.5.1. Şirketin Serbestçe Kullanılabilecek Özkaynaklarından Ödeme Yapılması Durumunda İktisap Edilebilecek Pay Tutarı ve Vergilendirilmesi

Ayrılan ortağın payının şirket tarafından kendi paylarının iktisabı yolu ile devralabilmesi için TTK m. 612/1'e göre “*bunları alabilmek için gerekli tutarda serbestçe kullanabileceği özkaynaklara sahipse ve alacağı payların itibari değerlerinin toplamı esas sermayenin yüzde onunu aşmıyorsa*” ve izleyen fıkra hükmüne göre ise, “*şirket*

¹⁰⁰⁷ Enflasyon Düzeltme Kârları, VUK mük. m. 298/A-5'e göre, geçmiş yıl karlarından mahsup edilebilir.

sözleşmesinde öngörülen veya mahkeme kararıyla hükme bağlanmış bulunan bir şirketten çıkma ya da çıkarma dolayısıyla, birinci fıkradaki üst sınır yüzde yirmi olarak uygulanır". Ayrılan ortağın Şirket esas sermaye içerisindeki payı % 12,5 olduğu, Şirket sözleşmesinde ayrılmaya ilişkin hüküm bulunmadığı ve ayrılmanın ayrılma sözleşmesi ile gerçekleşeceği nedeni ile mevcut koşullarda Şirket'in ayrılan ortağın payını iktisap etmesi TTK m. 612'ye göre olanaklı değildir. Ancak, ayrılma ile ilgili belirlemelerin Şirket sözleşmesine hüküm eklenmesi halinde ayrılan ortağın payı TTK m. 612/2'ye göre iktisap edilebilir. Şirket esas sözleşmesine ayrılma ile ilgili hüküm eklenmesi durumunda şirketin iktisap edebileceği pay oranı % 10'dan % 20'ye çıkacak, mevcut ayrılacak ortağın payı Şirket tarafından iktisap edilebilecektir. Şirket esas sözleşmesine ayrılma ile ilgili hüküm eklenmesi halinde iktisap edeceği pay tutarı ise aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

TTK m. 612'deki "*serbestçe kullanılabilir özkaynaklar ifadesi ile şirketin kendi paylarını iktisap etmesinden sonra kalan bakiye özvarlığın*", TTK m. 379/3'e göre, "*esas sermaye ve dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeleri toplamına eşit olması*" gerekmektedir. TTK m. 642 uyarınca tasarruf edilen bazı yedek akçeler (TTK m. 610'dan atfen) TTK m. 519/3'de "*harcama yeri belirlenmiş yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu, çalışanlar ve işçiler yararına ayrılmış olan yedek akçeler*"ın TTK m. 612 kapsamında şirketin kendi paylarını iktisabında kullanım imkânı bulunmamaktadır. Şirket'in kendi paylarını iktisap etmesinden sonra TTK m. 612/3 uyarınca, "*şirket kendi esas sermaye payları için ödediği tutar kadar da yedek akçe ayırmak zorundadır*". Bu yedek akçe tutarı da yine serbestçe kullanılabilir özkaynaklar içerisinde ayrılabileceği için, serbestçe kullanılabilir yedek akçelerin % 50'si ayrılma akçesinin iktisabı, % 50'si ise yedek akçe olarak ayrılması gerekir.

Özkaynağın serbestçe kullanılıp kullanılmayacağı, yedek akçelerin hiçbir amaca bağlanmamış olmaması ve şirketin zararları dikkate alınarak belirlenir. Bu kapsamda Şirket'in özkaynaklar hesabında yer alan Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları'nın şirketten çekilmesi durumunda dönem kazancı ile ilişkilendirilmeksizin KV'ye tabi tutulacağı, Ar-Ge nakit desteklerinden kaynaklanan Özel Fonlar'ın ise fon hesabına alınmasının üzerinden beş yıl geçmediğinden şirketten çekilmesi durumunda hem KV'ye

tabi olacak zamanında tahakkuk etmemiş vergiler nedeniyle vergi ziyayı oluşacağı nedeniyle şirket tarafından serbestçe kullanılmayacaktır. Bu fonların kullanılması durumunda hem KV oranında bir yükümlülük olacak hem de vergi ziyayı cezası ile muhatap olunacaktır.

Şirket'in, VUK kapsamında özkaynak hesaplarına göre, şirketin serbestçe tasarruf edebileceği kaynak toplamı "geçmiş yıl kârları (- geçmiş yıl zararları) + bu döneme ait kâr toplamı" olan 3.261.647 TL'dir. TMS/TFRS'ye uygun olarak düzenlenen finansal durum tablosundaki özkaynak hesaplarına göre de, Şirket'in serbestçe tasarruf edebileceği kaynak toplamı "geçmiş yıl kârları (- geçmiş yıl zararları) + bu döneme ait kâr toplamı" olan 2.687.871 TL'dir.

Şirket'in kendi paylarını iktisap edebilmesi açısından TTK m. 612/3'e göre yedek akçe ayırması gerekeceğinden, Şirket'in ancak VUK'a göre, 1.630.823 TL, TMS/TFRS'ye uygun finansal durum tablosunda yer alan serbestçe tasarruf edilebilir özkaynak tutarına göre ise 1.343.935 TL tutarında kendi paylarını iktisap edebileceği ve bu tutarlar kadar da TTK m. 612/3'e göre yasal yedek ayırması gerekeceği tespit edilmiştir.

İktisap edilecek payların sermaye azaltımı yolu ile itfa edilmesi haricinde elden çıkartılması durumunda ise KDVK hükümleri kapsamında genel oranda KDV hesaplanması gerekeceğinin ayrıca göz önünde bulundurulması gerekir.

5.5.2. Şirketin Kullanılabilir Özkaynaklarından Ödeme Yapılması Durumunda İktisap Edilebilecek Pay Tutarı ve Vergilendirilmesi

TTK m. 642/1 gerekçesine göre "*kullanılabilir öz sermaye, şirketin serbest yani hiçbir amaca bağlanmamış yedekleri ve zararları dikkate alınarak belirlenir*". Bu kapsamda TTK m. 519/3'e göre, "*genel kanuni yedek akçe sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde, sadece zararların kapatılmasına, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilir*" şeklinde olup kanuni yedek akçelerin kullanılmasının sermayenin yarısını aşmasına bağlamıştır. Ancak, TTK m.

519/3’de yer verilen durumlardan ayrılma hali bu yedeklerin “*kullanılabilirliği açısından*” önemli bir neden teşkil ettiğinden, yasal yedeklerin tamamı ayrılma halinde kullanılabilir olacaktır. Ayrılma halinde kullanılamayacak olan yasal yedek ise şirketin kendi paylarını iktisabı için ayırdığı yasal yedeklerdir.

Şirketin kullanılabilir özkaynaklarının tespitinde dikkat edilmesi gereken önemli bir husus ise kullanılabilir özkaynaklar içerisinde vergiden istisna edilen ve sermayeye ilave edilmesi haricinde işletmeden çekilen veya başka bir hesaba devredilen fonların ayrılma akçesinin ödenmesi durumunda işletmeden çekileceği varsayımı ile kurumlar vergisinin hesaplanması gerekecektir. Vergi tutarının ise ayrılma akçesinin ödenmesi aşamasında şirket tarafından dikkate alınması gerekmektedir. Aşağıda Şirket’in VUK’a göre düzenlenen özkaynak hesaplarında yer alan kalemlerin hangilerinin işletmeden çekilebileceği ve çekildiği durumlarda kurumlar vergisi tabi olarak dönem kazancına eklenmesi veya dönem kazancı ile ilişkilendirilmeksizin vergilendirileceği belirtilmiştir.

Özkaynak Hesapları	Tutarı (TL)	Hesaplanacak Kurumlar Vergisi	Açıklama
Sermaye	2.823.000	Yok	Şirket esas sermayesinde ortakların nakit olarak işletmeye getirdikleri katılma payı haricinde sermayeye ilave edilen KV’dan istisna edilen tutarlar yer almamaktadır. ¹⁰⁰⁸
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	1.417.244	Var	VUK mük. m. 298/A-5’e göre, dönem kazancı ile ilişkilendirilmeksizin KV’ye tabi olacaktır.
Yasal Yedekler	324.094	Yok	

¹⁰⁰⁸ Bu tabloda yer alan vergilendirme hususları uygulama yapılan Şirket’e özgü olup, her olayda özkaynakların vergilendirilmesi özkaynak hesaplarında yer alan vergiden istisna edilen kazançlara göre belirlenecektir. Uygulamada esas sermaye sadece ortaklar tarafından ödenen tutarlardan oluştuğundan, sermaye azaltımında “*esas sermaye*”den vergilendirilmesi gereken bir istisna kazanç bulunmamaktadır. Ancak, vergiden istisna edilen kazançların sermayeye ilavesi sonrasında esas sermayenin azaltılması durumunda vergilendirme için çalışmanın önceki bölümlerinde yer alan açıklamaların dikkate alınması ve özellikli durumlarda ise özelge talebinde bulunulması gerekir.

Özel Fonlar	327.345	Var	5746 sayılı Kanun'a göre beş yıl içerisinde işletmeden çekildiğinde vergilendirilmekle birlikte "varsa" zamanında tahakkuk ettirilmemiş vergiler için vergi ziyai cezası ile muhatap olunacaktır. Şirket açısından beş yıl dolmadığı, bu istisna gelirlerin elde edildiği dönemlerde vergi tahakkuk ettirildiği nedeni ile vergi zıyana muhatap olunacağından işletmeden çekilmemesi gerekir.
Geçmiş Yıl Karları	3.285.511	Yok	Geçmiş yıl kârları hesabı içerisinde yer alan 197.505,92 TL tutarındaki Enflasyon Düzeltme Kârları, VUK mük. m. 298/A-5'e göre, ancak geçmiş yıl kârlarından mahsup edilebilir.
Geçmiş Yıllar Zararları	513.837		Geçmiş yıl zararları, geçmiş yıl kârlarından mahsup edildikten sonra geçmiş yıl kârları dağıtılabilir.
Dönem Net Kârı	489.973	Yok	

Yukarıda yer alan bilgilerden hareketle VUK'a göre hazırlanan finansal durum tablosunda yer alan özkaynak hesaplarından (=geçmiş yıl kârları + dönem kârı+ yasal yedekler – geçmiş yıl zararları) 3.585.741,70 TL tutarı için KV hesaplanmasına gerek bulunmamaktadır. Ancak şirket açısından kullanılabilir özkaynakların üst limitini teşkil edecek olan Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları hesabında yer alan 1.417.244,08 TL tutarın işletmeden çekilmesi halinde ise dönem kazancı ile ilişkilendirilmeksizin KV'ye tabi olacaktır.

Benzer şekilde, Şirket'in TMS/TFRS'ye göre oluşturulan finansal durum tablosundan hareketle kullanılabilir özkaynak tutarının geçmiş yıl kârları-zararları (2.518.600,00 TL), yasal yedekler (324.094,05 TL) ve dönem kârı (169.271,00 TL) toplamından oluşan 3.011.965,05 TL tutarı için KV hesaplanmayacak, ancak Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları hesabında yer alan 1.417.244,08 TL tutarın dağıtılması halinde ise dönem kazancı ile ilişkilendirilmeksizin KV'ye tabi olacaktır.

5.5.3. Sermaye Azaltımı ile Ödeme Yapılması Durumunda İktisap Edilebilecek Pay Tutarı ve Vergilendirilmesi

Yukarıda kullanılabilir özkaynaklar açısından yer verilen VUK’a göre 5.002.985,78 TL tutarının, TMS/TFRS’ye göre ise 4.429.209,13 TL tutarının üstündeki tutarlarda ayrılma akçesi ödemesi için de sermayenin azaltılması gerekir. Sermayenin azaltılması halinde her ne kadar vergi idaresi “*önce sermayeye ilave edilmiş, vergilendirilmemiş kaynakların sermayeden çekildiği*” varsayımı ile vergilendirme yoluna gitse de, bu durumda ayrılan ortağın şirkete getirdiği katılma payının öncelikli olarak işletmeden çekildiğinin varsayılması, ardından ayrılan ortağın şirkete getirdiği katılma payının üstündeki tutarların ise sermayenin azaltımı yolu ile işletmeden çekileceği varsayılması gerekecektir.

5.6. Bulgular ve Öneriler

Yapılan çalışma ve uygulamanın amacı şirketler hukuku, değerlendirme, muhasebe ve vergi hukuku gibi disiplinlerarası bir konuda kanuni dayanakları TTK tarafından belirlenen “ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti ve bu değerinin ödenmesi aşamasındaki vergisel yükümlülüklerin tespiti ile değere etki edecek unsurları belirlemektir.” Yaptığımız çalışma ile ulaştığımız sonuçlardan hareketle, limited şirketlerde ortağın çıkma ve çıkarılmasında ayrılma akçesinin gerçek değerinin ayrılan ortak ve şirket arasında belirlenecek olan nihai değerinin tespiti için aşağıda yer alan bulgu ve önerilerin de dikkate alınması, tarafların anlaşmaları ile sonuçlanacak bir ayrılma durumu için gerekmektedir.

Ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti açısından

Bulgu: Esas sermaye payı sabit bir değeri ifade ederken, pay belirli bir zaman için ölçülebilen ve değişken bir değer olduğundan, esas sermaye payı ile pay sadece ilk kuruluş aşamasında eşit olmakta, şirketin ekonomik faaliyetleri sonucunda şirket malvarlığındaki değişime göre payın değeri artıp azalmaktadır.

Öneri: Şirketten ayrılma ile sonuçlanan ve gerçek değer tespitinin yapılmasını gerektiren her durumda ayrılma anındaki şirket değerinin tespit edilerek ayrılan ortağın esas sermaye payı oranına göre ayrılma akçesi değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Şirketin finansal durum tablosunda özkaynak hesapları içerisinde parasal bir kalem olarak yer alan ve ortaklık haklarının oranı tespit imkânı sağlayan esas sermaye payı üzerinden yapılacak sözleşmeler ve/veya ödemelerin payın gerçek değerini yansıtmayacaktır.

Bulgu: Ayrılma akçesinin değeri, kuruluş aşamasında veya sonrasında ortaklar genel kurul kararı ile şirket esas sözleşmesi veya ayrılma sözleşmeleri ile belirlenebilir. Değer belirlenirken sabit veya bir endekse bağlı değişken bir değer belirlenebileceği gibi şirket değerinin tespiti açısından genel kabul görmüş değerleme yaklaşım ve yöntemlerinden biri tercih edilebilir.

Öneri: Esas sözleşme ile yapılan tutar belirlemeleri veya değerleme esas ve yaklaşımları şirketin ekonomik faaliyetleri sonucunda ayrılma akçesinin gerçek değerinden farklı değerler verebileceği durumlarda esas sözleşmenin mevcut durumlara göre düzeltilmesi, aksi durumlarda tarafların sözleşme maddelerinin hükümsüzlüğü konusunda mahkemeye başvurabileceklerdir.

Bulgu: TTK ayrılma akçesi değeri için bir belirleme yapmamıştır. Bu değer tespiti tarafların anlaşmalarına veya mahkemeye bırakılmıştır.

Öneri: Ayrılma akçesinin gerçek değerinin esas sözleşme ve ayrılma sözleşmesi ile belirlendiği durumlarda gerçek değer kapsamı açısından TTK'da yer verilen gerçek değer ile ilgili;

- (genelde) tasfiye değerinin üstünde bir değer olduğu,
- yaşayan şirket varsayımı ile ayrılan ortağın payının maliyet, gelir, pazar (veya uygun durumlarda diğer) yaklaşımları gibi değerleme yaklaşım ve yöntemlerinden biri veya uygun durumlarda birkaçı ile değerlendirilip ağırlıklandırılmış ortalamalarının alınarak değerlendirilmesi gerektiği,

- TTK m. 641 gerekçesinden, başkaca bir değerleme yaklaşımı ve yöntemi kullanılabilir olmadığı veya TTK m. 78’de atıf yapılan TMS/TFRS’de yer alan değerleme ölçütleri kapsamında düzenlenen bilançoların, şirket değerini yansıtabildiği durumlarda, bilanço değerinin,

gerçek değer olabileceği, ayrılmaya taraf olanların bu belirlenmeler haricinde sözleşme hükümlerinde yer alan değer esaslarının şirket gerçek değerini yansıtmadığı durumlarda hükümsüz olacaktır.

Vergi amaçlı düzenlenmiş bulunan finansal durum tablosundan hareketle yapılacak belirlenmeler veya tasfiye değeri üzerinden yapılacak belirlenmeler gerçek değeri yansıtmayacağından, bu tür durumlarda ayrılan ortak şirket gerçek değeri için mahkemeye başvurusu gerekecektir.

Bulgu: Ayrılma akçesinin tespiti amacıyla şirket değerlemesi için esas alınacak finansal tablolarda kayda alınmamış varlıklar ve yükümlülükler ile gelir ve giderler bulunabilir.

Öneri: Ayrılma akçesinin değerinin tespitinde şirket finansal tabloları esas alınacağından, kayda alınmamış varlıklar ve yükümlülükler ile gelir ve giderlerin finansal tablolara aktararak bu tabloların yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Yeniden düzenlenen bu tablolar üzerinden de şirketin gerçek değerini yansıtacak değerleme yaklaşım ve yöntemleri ile değer tespitinin yapılması gerekmektedir.

Bulgu: Ayrılma akçesi değeri şirket yönetimi veya şirket yönetimi ile ayrılan ortak tarafından tespit edilebileceği gibi bu değer değerleme uzmanı tarafından da tespit edilebilecektir.

Öneri: Değer tespiti değerleme uzmanına bırakıldığı durumlarda, değerleme için tek bir değer esası veya yöntemi ile değer tespit edilmesi görevi verilmişse değerleme uzmanının bu değer esasına göre şirket değerini hesaplayacağı, değer esas ve yöntemleri

değerleme uzmanına bırakıldığı durumlarda değerleme uzmanının bir aralık içerisinde değer tahmininde bulunabilecektir.

Değerleme uzmanınca bir değer aralığında bulunan tahmini değer, ayrılma akçesinin nihai değeri olmadığı, nihai değer en son ödeme ve benzeri durumlarda dikkate alınarak ayrılan ortak ve şirket arasında belirlenecektir.

Değerleme uzmanları tarafından yapılacak değerlemelerde, şirketin finansal verileri üzerinde değerleme uzmanı tarafından denetim görüşü ve başka bir güvence sağlanmayacağından, finansal verilerin doğruluğu ve güvenilirliği hususunda ayrılan ortak ve şirketin gerekli denetimi yaptırması, finansal tablolarda yer almayan unsurların ve yer almakla birlikte şirkette mevcut olmayan unsurların veya kayda alınmamış gelir gider hesaplarının, ortakların özel işlemlerinde kullandıkları şirkete kayıtlı olan varlık veya yükümlülüklerin finansal tablolara yansıtılması veya çıkartılması gerekmektedir.

Bulgu: Ayrılma akçesi, şirket tarafından şirketin kendi paylarını iktisabı yolu ile veya kullanılabilir özkaynaklardan ya da sermaye azaltımı yolu ile ödeyebileceği gibi şirket ortaklarından biri veya şirket dışından üçüncü kişi tarafından satın alma yolu ile ödenebilecektir. Ödeme, ayrılma anındaki şirketin mevcut özkaynak yapısına bağlı olarak gerçekleştirilebileceği gibi taraflar arasındaki sözleşmelere bağlı olarak, şirketin özkaynak varlığına bağlı olmaksızın belirli vade ve ödeme seçenekleri ile yapılabilir.

Öneri: Ayrılma akçesinin şirket tarafından ödenmesi konusunda TTK herhangi bir belirleme yapmadığından, ayrılma akçesinin ödeneceği kaynakları belirleme şirket yönetiminin tasarrufuna bırakılmıştır. Ancak, kullanılabilir veya serbestçe özkaynakların varlığına rağmen esas sermayenin azaltılması yoluna başvurulması veya bu özkaynakların bulunmasına rağmen ödemenin uzun vadelere bağlanması ayrılan ortağın menfaatine aykırı sonuçlar doğuracaktır. Bu nedenle ödeme kaynakları ve ödeme vadesi konularında da şirket yönetimi ve ayrılan ortak arasında uzlaşmaya varılması, sözleşmeye bağlanması gerekmektedir.

Vergi ve Muhasebe Uygulamaları Açısından

Bulgu: Şirket özkaynaklarında veya esas sermayeye ilave edilmiş kazançlar içerisinde KV'den istisna edilmiş kazançlar yer alabilir. Bu özkaynak kalemlerinin sermaye veya özkaynak hesaplarından çekilmesi durumunda vergilendirilmesi gerekmektedir.

Öneri: Ayrılma akçesinin ödenmesinde KV'den istisna edilmiş kazançların esas sermaye ve özkaynak hesaplarından çekilmek suretiyle kullanılması durumunda şirkete KV oranında vergisel yükümlülük doğacaktır. Ayrılma akçesinin hangi özkaynak hesaplarından ödeneceği ve bu özkaynaklardaki vergisel yükümlülüklerin ayrılan ortağın payına yansıtılıp yansıtılmayacağı ayrılma anındaki şirket özkaynakları yapısına bağlıdır. Ancak şirketin kendi paylarını iktisap yolu ile satın alması şeklinde ödemesinde ise şirketten çekilen özkaynaklardan kaynaklanan vergisel yükümlülükler ayrılan ortağın payına yansıtılmaması gerekir.

Bulgu: Ayrılma akçesinin ödenmesinde KV'den istisna edilen kazançların şirketten çekilmesi “kâr dağıtımı” olarak kabul edilerek, buna bağlı olarak vergilendirilmesi konusunda görüşler mevcuttur.

Öneri: Ayrılma akçesi, ortaklık haklarının elden çıkartılması karşılığında alınan bir bedeldir. Ayrılma akçesini elde eden şahıs, GVK mük. m. 80'e göre ortaklık haklarının elden çıkartılmasına bağlı olarak vergilendirilecektir. Ayrılma akçesi, sadece dağıtılmayan kârlar veya KV'den istisna edilen kazançlardan ödeme de yapılırsa, kâr dağıtımına bağlı vergilendirilme yapılamaz. Bu durumda şirket ortaklarına bir kâr dağıtımı yapmamaktadır.

Bulgu: Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ile ilgili olarak vergi kanunlarında her hangi bir düzenleme yapılmamış, alış ve satış arasında oluşacak kâr veya zarar için istisna tanınmamıştır.

Öneri: İktisap edilen payların, iktisap edildiği bedelden daha yüksek veya düşük bedelle satılması ile oluşacak kâr veya zarar için vergi kanunlarınca istisna tanınmadığından, kâr

edilen durumlarda elde edilen kârın vergi matrahına eklenmesi, zarar halinde ise söz konusu tutarın kanunen kabul edilmeyen gider olarak dikkate alınması gerekecektir.

Bulgu: Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ile ilgili olarak TTK’da iktisap edilen tutar kadar yedek akçe ayrılması gerektiği yönündeki belirleme haricinde raporlama açısından bir belirleme yapılmamıştır.

Öneri: TMS/TFRS ve BOBİ FRS açısından geri alınan paylar özkaynak hesaplarında izlenmesi gerektiği yönünde belirleme bulunmasına rağmen, vergi mevzuatı uyarınca finansal tablo düzenleyen işletmeler için geri alınan paylar için öngörülen hesaplar bulunmamaktadır. TMS/TFRS ve BOBİ FRS uygulamayan şirketlerde geri alınan paylar özkaynak hesaplarında izlenebileceği gibi limited şirket payları menkul kıymet olmasa da Tek Düzen Hesap Planı’nda yer alan 11 Menkul Kıymetler Hesap Grubu’nda izlenebilir ve elde edilen kâr veya zarar ise 67 Olağandışı Gelir ve Kârlar ile 68 Olağandışı Gider ve Zararlar hesap gruplarında izlenebilirler.

Bulgu: Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi sonrasında elden çıkartmasında anonim şirket hisse senetleri için KDVK’da istisna tanınmış olmasına rağmen limited şirket ortaklık paylarının elden çıkartılmasına istisna tanınmamıştır.

Öneri: Mevcut vergi düzenlemeleri açısından limited şirket paylarının şirket tarafından elden çıkartılmasında, anonim şirket hisse senetlerine uygulanan KDV istisnası, limited şirket paylarına uygulanamadığından bu payların elden çıkartılmasında genel oranda KDV hesaplanması gerekmektedir. Ancak konu hakkında vergi idaresinin görüşlerine rastlanılmadığından, özelge talebinde bulunulması gerekmektedir. Limited şirketler açısından, şirketin kendi paylarını iktisap etmesinin uygulanabilir hale getirilmesi için en azından “geri alınan limited şirket paylarının edinen şirket tarafından elden çıkartılması” KDV’den istisna olması gerekmektedir.

SONUÇ

6102 sayılı TTK ile limited şirketlerin sermaye şirketi özellikleri, limited şirkete özgü birçok hükmün anonim şirketlere paralel şekilde düzenlenmesi ve anonim şirketlerin ilgili hükümlerine atıf yapılması ile sermaye şirketi özelliklerine daha çok yaklaştığı söylenebilirse de ortağın şirketten ayrılması ile ilgili düzenlemelerde şahıs ortaklığı özelliklerini göstermeye devam etmektedir. Bu özelliklerin başında ise ortağın şirketten çıkma ve çıkarılmasına ait hükümler gelmektedir.

Limited şirketlerin, anonim şirketlerdeki pay sahipliği kavramı yerine ortaklık sıfatının ön planda bulunması ve bu şirket türünün ortaklar tarafından kuruluş aşamasında tercih edilmesi, genelde ortaklar arası güven ve birlikte iş yapabilme arzusuna bağlıdır. Başlangıçta ortaklar arasında yer alan güven ve işbirliği, sonradan veya ortak değişiklikleri ile yerini huzursuzluğa ve çatışmaya bırakabilmekte, bu durum yönetici ortaklarla diğer ortaklar arasında uzlaşısı zor sorunlara yol açmaktadır. Diğer taraftan limited şirketlerde ortağın çıkma ve çıkarılması sadece ortaklar arası çatışmalardan kaynaklanmamakta, esas sözleşme veya ortaklar genel kurulunca alınan kararlar doğrultusunda tarafların rızası ile de şirket ortaklığı son bulmaktadır.

Limited şirketten çıkma veya çıkarılma, ister ayrılan veya kalan tarafların çatışması isterse uzlaşıları sonucunda veya mahkeme tarafından verilecek kararlarla gerçekleşsin, ayrılma durumunun haklı bir nedenle olup olmadığına bakılmaksızın, ayrılan ortak ayrılma akçesinin gerçek değerini istem hakkına sahiptir. Ayrılma akçesinin gerçek değeri üzerinden ödenmesi ilkesi, kanun gereği ödemeye ilişkin olup, ortağın ayrılma sebeplerinden bağımsızdır. Ayrıca ayrılma akçesinin kanun gereği tespit edilmesi ve ödenmesinde, ortağın kusuruna göre ayrılma akçesinin basamaklar yaratılarak belirlenmesi söz konusu olmayacaktır. Zira ortağın kusurlu olması halinde, sadece şirket tazminat talebinde bulunacak ve bu durum tazminat, takas ve mahsup işlemleri açısından önem taşıyacaktır.

TTK, değer konusunda tarafların anlaşmasına öncelik vermiş, taraflar değer üzerinde mutabakata vardıkları takdirde başkaca bir işlemi gerekli görmemiştir. Bu durum, ayrılan

ortak ve şirkete değer belirlemede geniş bir alan bırakarak, ortak ve şirket arasındaki uzlaşmanın asıl olduğuna vurgu yapmıştır. Bu şekilde ortak ve şirket isterse kendi belirleyecekleri bir nihai tutar zerinde anlaşılabilecekleri gibi, değerleme uzmanları vasıtasıyla belirlenecek değer üzerinden varacakları nihai bir tutar üzerinden de anlaşılabilecektir. Esas sözleşmede değerleme ile ilgili hükümler, sözleşmenin kuruluş aşamasında veya sonrasında hukuka aykırı hükümler içermesi veya önemli oransızlıklar oluşturması durumunda ise ortak ayrılan ortak şirkete bu durumun düzeltilerek gerçek değer belirlenmesini isteme veya mahkemeye başvurma hakkına sahiptir. Esas sözleşmedeki değerleme hükümlerinin içeriği gerçek değer tespiti imkân vermeyecek şekilde ise kuruluş aşamasından itibaren geçersiz olacaktır. Değerleme ile ilgili hükümlerin geçersiz kılınması durumunda veya geçerli değerleme hükümlerinin yokluğunda ise paylar gerçek değeri ile değerlendirilecektir.

TTK'nın uygulamasında ortaya çıkan sorunlara ancak konunun yargıya taşınması ve yüksek mahkeme kararları doğrultusunda ulaşılabilmektedir. Ortaklar ile şirket arasında çözümlenen her durum ise *“nevi şahsına münhasır”* bir şekilde çözümlenmekte, çoğu durumda üçüncü kişilerin uzlaşmanın sonuçlarına ulaşılmadan çözüme kavuşturulmaktadır. Bu kapsamda çalışmamızın *“ortaklar arası çözüm yolu”* niteliğinde bulunması nedeniyle, varsayımsal genellemeler yerine bir şirketten ayrılma durumu ve şirketin mevcut finansal verilerinden hareketle bulunan sonuçlardan genele uygulanabilecek öneriler üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın bütünü ve özellikle uygulama kapsamında elde edilen veriler, bütün limited şirketlere uygulanabilecek *“her olaya uyan belirli tek bir çözüme”* ulaşılmayacağı sonucuna varılmıştır. Nihayetinde konu hem Türk hukuk hem de Kıta Avrupası ve Anglo Sakson hukuk sistemlerinde de benzer şekilde *“tek tip”* sonuçlara ulaşılmamasının önüne geçmek amacıyla kavram *“gerçek değer”* esas olarak tanımlanmaktadır. Benzer şekilde değerleme alanyazınında, kavramın bu niteliğine uygun şekilde tek tip yöntem üzerinden değil, en uygun değerleme yaklaşım ve yöntemleri ile değer tespiti üzerinden hareket edilmektedir. Bu durumun en önemli nedeni ise -hukuki açıdan- bir şirketten ayrılma durumundaki sözleşmede yer alan veya almayan bir hukuksal neden başka şirketteki ayrılma durumu için geçerli olmayacağı, -değerleme açısından ise- değerlemede bir şirket

için değer üreten bir varlık başka bir şirkette değer üretmeyecek, bir şirket için gelir elde etme önemli iken diğer bir şirkette varlıkların bulunması daha önemli olabilecek, hatta bazı şirketlerde kilit personel varlığı, maddi olmayan varlıkları veya marka değeri çok daha önemli olacaktır.

Limited şirketlerin benzer finansal verilerini sağlayacak halka açık şirketlerin varlığı ve bu şirketlerin verilerinin uygulanabilirliği de çoğu zaman zor olduğundan, hazır değerleme uygulamaları yerine şirketin gerçek değerini en iyi şekilde yansıtabilecek ve ayrılan ve kalan ortakları dllendirmeyecek veya cezalandırmayacak bir değer tespitinin yapılması ve bu değerin ayrılan ortak ile kalan ortakların “*karşılıklı rızasına*” dayalı bir sonuçta anlaşmalarına sunulması gerekmektedir.

Hem Kıta Avrupası hem de Anglo Sakson sistemlerini uygulayan ülkelerde ayrılma durumunda “*gerçek değere*” atıf yapılmakta, bu değerin “*gerçek pazar değerinden*” farklı olduğu vurgulanmaktadır. Gerçek değer, gerçek pazar değerinden değerlenen varlık için bir pazarın bulunmaması veya bulunması durumlarında ise oluşan fiyatın varlığın gerçek değerinden farklı olabileceği nedeni ile ayrışmakta, bu değer esasının pazar değerinden farklı değer esas ve yaklaşımları ile de değerlenebileceğini ortaya koymaktadır. Limited şirketlerin paylarının borsada işlem görmemesi, benzer şirketlerin borsada bulunması durumlarda ise değerlemesi yapılacak şirketin hukuki ve finansal durumları ile uyuşmaması nedeni ile gerçek pazar değerini tespit etmek zor, bazen de imknsızlaşmaktadır. Finansal tabloların hazırlanmasında gerçeğe uygun değer ise ilgili muhasebe standartlarında tanımlanmakta ve pazar değerinin aynısı olmamakla birlikte tanıma oldukça yakın bir tanıma sahiptir. Finansal tabloların hazırlanmasında kullanılan değer esası, şirket varlık ve ykmllklrin değerini tespit etmek için kullanılmakta, bir bütün olarak şirket değerlemesi yapılmamaktadır.

TTK’da gerçek değere birçok maddede atıf yapılmış olmasına rağmen tanımlanmadığı için, her bir durumda gerçek değer, şirketin finansal yapısı ve diğer verileri doğrultusunda benzer olaylara ve şirketlere uygulanabilen yaklaşım ve yöntemlerle şirket değerinin ve bu değer üzerinden ayrılan ortağın esas sermayedeki payı oranında bir değerin tespit edilmesi gerekir. Gerçek değer esasının amacı, ayrılan ortağa şirketin belirlenen en

yüksek değeri üzerinden ayrılma akçesinin değerinin ödenmesi değil, ayrılan ve aynı zamanda kalan ortaklarında menfaatlerinin korunması ve bu şekilde ortaklar arasında menfaat dengesini sağlayacak bir değerin tespit edilmesidir.

Değerleme alanyazınında, birçok değer esas, yaklaşım ve yöntemlerinin bulunması, bunların tek ve birlikte kullanımları, bazı durumlarda ağırlıklandırılmış ortalamalarının tercih edilmesi gibi birçok değişkenle değerlendirme çalışmalarının yürütülmesi, ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespitine özgülenmiş değer esas ve yöntemlerinin bulunmaması, gerçek değer esasının tespitini zorlaştırmaktadır. Karşılaştırılabilir başka şirketlerin fiilen bulunmasının oldukça zor olması ve borsada işlem görmemesi nedeniyle, değer belirlemede büyük güçlüklerle karşılaşmakta ve bu şirketlerin genelde piyasa değeri de bulunamamaktadır.

Gerçek değer belirli bir tarih için yapılan, değer tahmini olduğundan, her değerlendirme süreci de kendine münhasır özellikler taşıyacaktır. Örneğin, nakit akışlarının düşük olduğu dönemlerde şirket gerçek değeri için İNA yöntemi tercih edilmeyecek, bunun yerine pazar veya maliyet yaklaşımları tercih edilmelidir. Ancak farklı bir dönemde ise şirketin nakit akışlarının artması veya güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi durumunda ise İNA yöntemi şirket gerçek değerinin tespitinde kullanılabilir.

- Pazar yaklaşımı için varlıkların emsal değerinin tespit edilebileceği bir piyasanın varlığının bulunması,
- Gelir yaklaşımında şirketin nakit akışlarının olması ve güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi,
- Maliyet yaklaşımı açısından ise varlığın maliyetinin benzeri ile karşılaştırılması veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanabilir olması

gerekmektedir.

Gelir, pazar ve maliyet yaklaşımı veya değerlendirme alanyazınında mevcut diğer yaklaşım ve yöntemlere göre şirket gerçek değeri tespit edilemediği durumlarda ise gerçek değer bilanço değeri olacaktır.

Değerlemede kullanılacak değer yaklaşım ve yöntemleri, değerleme günü tercihi, finansal durum tablolarında düzeltme yapılması, pay değerinde indirim ve iskonto yapılması gibi tercihlerin haricinde durağan olmayan şirket değeri gibi gerçek değer de aynı varsayım ve tercihler altında farklı zamanlarda yapılacak değerlemelerde farklı değerleri ifade edecektir.

Görüldüğü gibi, ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılabilecek değerleme yaklaşım ve yöntemlerinden hangisinin kullanılabileceği değişkenlik arz etmekte olup;

- değerleme tarihi,
- şirket ekonomik faaliyetleri ve
- şirket özkaynaklarına

bağlıdır.

Çalışmada, gerçek değer tespiti için şirketin gerçek finansal verilerinden hareketle yapılan değerleme sonucunda, VUK'a göre düzenlenen finansal tablolarında yer alan varlık ve yükümlülüklerinin, TTK'nın değerleme ilkeleri kapsamında TMS/TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolarındaki varlık ve yükümlülüklerinin gerçek değerinden farklı olduğu tespit edilmiştir. TTK'da yer alan bilanço değeri tanımındaki defter değerinden kastın TMS/TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolardan hesaplanacak özkaynak değerinin olması gerekliliği, yapılan uygulama ile de ortaya konulmuştur. Bilanço (düzeltilmiş defter) değeri, şirketin entelektüel sermayesine, müşteri portföyüne, pazar payı veya diğer finansal tablolarında yer almayan maddi olmayan varlıklarının değerine yer vermemesi nedeni ile bu değerleri yansıtabilecek değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin de değerlemede kullanılmasını gerektirmiştir.

Uygulama kapsamındaki şirketin, yüksek satış hasılatına rağmen düşük bir esas sermayeye sahip olduğu, esas sermayesine isabet eden tutarlar kadar şüpheli alacaklarının bulunduğu, uzun vadeli satışlarının yüksek olması nedeniyle alacak ve borç senetleri tutarlarının ve bunları finanse edebilmek amacıyla kısa vadeli yükümlülüklerinin yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bir taraftan şirketin vadeli olarak satış yapması, bir taraftan bütün kimya sektöründe olduğu üzere girdilerinin dövizle endeksli olması kur farklarından

kaynaklı olarak gelirlerini azaltmaktadır. Genel yönetim ve pazarlama satış dağıtım giderlerinin de yüksekliği nedeniyle VUK'a göre hazırlanan gelir tablosunda kâr beyan etmesine rağmen, özellikle kıdem tazminatları ve amortisman farklılıkları nedeni ile TMS/TFRS'ye göre hazırlanan gelir tablolarında zarar ettiği ortaya çıkmaktadır.

Bu durum, değerlendirme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında İNA'ya göre bulunan değerlerin negatif bir değer taşıması sonucunu açıklayan bir neden olmuştur. İNA kapsamında, projeksiyon dönemi içerisindeki varsayımlardan hareketle şirkete olan nakit akışları, finansal borçları bu dönem sürecinde karşılayamayacağı sonucu tespit edilmiştir. Bu nedenle, şirketin esas sermayesini artırması veya maliyet ve gider kısıtlamasına giderek şirket kârlılığını artırarak kısa vadeli yükümlülüklerinin tutarını azaltması gerekmektedir. Diğer taraftan, ayrılma akçesi ile şirketten çıkacak nakit tutarının ise borçlanma yolu ile finanse edilebileceği de bu yöntem ile yapılan değerlendirme sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Şirketin sanayi işletmesi olması, KOBİ niteliklerine sahip olması ve Borsa İstanbul'da BİST KOBİ Sanayi endeksinde örneklem veri teşkil edecek 21 KOBİ özelliklerine haiz şirketin bulunması nedeni ile şirketin borsadaki kılavuz emsaller yöntemine göre değerlendirme çalışması yapılmıştır. Bu kapsamda BİST KOBİ Sanayi endeksindeki şirket çarpanlarının ortancaları alınmak suretiyle şirket finansal verilerinin çarpan değerlerine uygun hesaplanması sonucunda FD/FAVÖK ve PD/DD değerleri, şirket için anlamlı sonuçlar üretmiştir.

Ayrılma akçesinin nihai değeri, şirket ve ayrılan ortak tarafından belirleneceğinden değerlendirme sonucunda bulunan düzeltilmiş defter değeri ve borsadaki kılavuz işlemler yöntemi kapsamındaki PD/FAVÖK ve PD/DD değerleri şirket ve ayrılan ortağa rapor şeklinde sunulmuştur.

Ayrılma akçesi, ayrılan ortak açısından ortaklık haklarının elden çıkartılması olduğundan, GVK kapsamında değer artış kazancı olarak GVK'nın ilgili hükümlerine göre beyan edilmesi gerekmektedir. Ayrılma akçesinin ödenmesindeki diğer taraf açısından, ödemenin yapılacağı özkaynak hesaplarına göre vergisel yükümlülükler değişmektedir.

Ayrılma akçesinin ödenmesi ile ilgili şirket tarafından talep edilen serbestçe tasarruf edilebilir ve kullanılabilir özkaynak tutarları ile bunların vergi mevzuatı kapsamındaki vergisel yükümlülüklerine ise raporda ayrıca yer verilmiştir. Bu kapsamda, özkaynaklar içerisinde yer alan hesapların vergisel yükümlülükleri, işletmeden çekilecek kaynakların KVK hükümleri açısından mevcut vergisel yükümlülükleri ile işletmeden çekilmesi durumunda vergi ziyaısını cezasını gerektiren yaptırıma sebebiyet verecek durumlar ayrıca izah edilmiştir.

Ortağın şirketten ayrılması zor ve meşakkatli hukuki bir süreçle birlikte payın gerçek değerinin tespiti ve vergilendirme ile ilgili düzenlemelerin her bir özkaynak hesabına ayrı ayrı uygulanması, ödeme için kullanılabilir özkaynaklar ve esas sermayenin ortak ayrıldıktan sonrada ayrılma akçesinin ödenmemiş kısmı için ara dönem veya yıllık finansal tablolardan tespitinin de yapılması gerekir. Limited şirketten ayrılma ile ilgili kaynak İsviçre hukukundan alınan hükümlerin ülkemizdeki “*ortaklık anlayışı, şirket kültürü*” ve birçok nedenden etkilenerek, ayrılma halinin “*açmaza*” giren ortaklık ilişkilerinde uzun bir süreçle birlikte, özellikle ayrılan ortağı cezalandırıcı bir yapıya sahip olma ihtimali daha yüksektir. Ayrılma akçesine faiz yürütülemeyeceği, çatışma halinde ayrılan ortağın payının ödenmesinin şirket insiyatifine bırakılmasını beraberinde getirmektedir.

TTK m. 642 hükmünün niteliği gereği, ilk planda ortaklık alacaklarının, ikinci planda da ortağın korunmasına hizmet eden bir kural olarak anlaşılması gerekse de, şirketin sürekli borç ilişkisi ile ayrılan ortağın ayrılma akçesini zamanaşımına uğrayana kadar ödeyeceğinin de garantisi Kanun tarafından sağlanmamıştır. Diğer taraftan, şirket alacaklarının güvence altına alınması, ayrılan ortağın payı ile mümkün olacağı da fazla korumacı bir anlayış sergilemektedir. Kanun ayrılan ortağın ayrılma akçesini, şirket ve kalan ortaklara faizsiz bir finansman kaynağı olarak, diledikleri kadar kullanabilme imkânı sunmaktadır.

Ayrılma akçesi için şirketin kullanılabilir özkaynaklar ve sermaye azaltımı yolu ile yapılacak ödemelerde, bu özkaynakların ve daha önce sermayeye ilave edilmiş KV'den istisna edilmiş kazançların işletmeden çekilmesi halinde vergisel yükümlülüklerinin de

dikkate alınması gerekmektedir. KVK’da istisna edilen kazançların özkaynaklar içerisinde yer alması ve bu istisna kazançların işletmeden çekilmesindeki vergisel yükümlülükler şirket tarafından ödenecektir.

6102 sayılı TTK ile hem önceki Kanun’da hem de Kıta Avrupası hukuk sisteminde yer almayan Anglo Sakson kaynaklı bazı uygulamalara yer verilmiştir. Bu kapsamda limited şirketlerde çıkma ve çıkarılma dolayısıyla Anglo Sakson hukuk sisteminde yer alan, TTK’da ise zorunluluğu bulunmayan *“payların şirket ortakları veya üçüncü kişiler tarafından satın alınması”* durumunun ayrılma ile ilgili tüm süreçler göz önünde bulundurulduğunda ayrılan ve kalan ortaklar açısından daha adil olduğu sonucuna varılmaktadır. Kullanılabilir özkaynaklar ve esas sermayenin azaltılması yolu ile yapılan ayrılma akçesi ödemelerinde ise değerlendirme ve/veya vergisel yükümlülüklerden kaynaklı olarak her olayda adil olmayan sonuçlarla karşılaşılması muhtemel olacaktır.

Gerçek değer kavramı, mevcut hukuki düzenlemeler kapsamında şekillenmiş olsa da, bu değer belirlenmesi, değerlendirilecek şirketlerin doğası gereği her bir olayda farklı özellikler taşıyacaktır. Tek bir yaklaşım ve yöntem gereği gerçek değer belirlenemeyeceği, bu nedenle her değerlendirme çalışmasında şirketin finansal ve diğer özelliklerine göre değer tespiti edilmesi gerekmektedir. Çalışmada gerçek değer, sadece hukuk ve değerlendirme açısından değil aynı zamanda finansal raporlama ve vergilendirme hususlarını da kapsayan bir bütün olarak ele alınmaya çalışılmıştır. Konu kapsamının geniş ve çok ayrıntılı olması, genelleme yapılmasına ve kesin yargıya ulaşılmasına engel teşkil etmektedir.

EKLER

Ek. 1. ABC Şirketi 2013-2017 Yıllarına Ait VUK'a Göre Düzenlenmiş Finansal Durum Tablo Bilgileri

Açıklama	2013	2014	2015	2016	2017
I. DÖNEN VARLIKLAR	13.116.025	13.866.484	19.039.525	21.148.721	31.680.323
. A. Hazır Değerler	747.576	65.109	3.096	5.592	68.059
. 1. Kasa	4.385	4.532	1.770	4.581	768
. 3. Bankalar	743.191	60.577	1.326	1.011	67.291
. C. Ticari Alacaklar	8.110.907	8.540.959	11.135.013	12.973.237	20.298.494
. 1. Alıcılar	4.690.472	5.279.503	5.635.688	6.040.743	8.506.592
. 2. Alacak Senetleri	3.389.451	3.284.510	5.572.696	7.035.033	11.999.937
. 3. Alacak Senetleri Reeskontu (-)	0	57.689	122.972	139.964	257.488
. 5. Verilen Depozito ve Teminatlar	13.937	17.589	32.554	20.379	17.456
. 6. Diğer Ticari Alacaklar	17.046	17.046	17.046	17.046	31.996
. 7. Şüpheli Ticari Alacaklar	1.801.986	1.896.756	2.254.868	2.415.809	2.379.428
. 8. Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-)	1.801.986	1.896.756	2.254.868	2.415.809	2.379.428
. D. Diğer Alacaklar	25.937	59.012	74.117	11.795	3.200
. 1. Ortaklardan Alacaklar	0	0	40.491	0	0
. 4. Personelden Alacaklar	22.114	13.995	12.563	0	0
. 5. Diğer Çeşitli Alacaklar	3.822	45.017	21.063	11.795	3.200
. E. Stoklar	4.186.920	5.148.478	7.720.236	8.096.028	11.264.430
. 1. İlk Madde ve Malzeme	2.548.870	2.569.642	3.660.255	3.511.917	6.201.513
. 3. Mamüller	1.393.637	2.327.502	3.072.379	3.964.942	4.457.865
. 4. Ticari Mallar	215.646	122.242	973.971	64.842	87.273
. 5. Diğer Stoklar	4.620	0	0	0	0
. 7. Verilen Sipariş Avanslar	24.146	129.092	13.631	554.327	517.779
. G. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkuklar	31.393	21.137	30.015	38.605	19.494
. 1. Gelecek Aylara Ait Giderler	31.170	21.137	30.015	38.605	19.494
. 2. Gelir Tahakkukları	223	0	0	0	0
. H. Diğer Dönen Varlıklar	13.292	31.788	77.047	23.463	26.646
. 4. Peşin Ödenen Vergiler ve Fonlar	0	0	42.987	600	600
. 5. İş Avansları	792	788	34.059	22.863	1.270
. 6. Personel Avansları	12.500	31.000	0	0	0
. 8. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	0	0	0	0	24.776
II. DURAN VARLIKLAR	1.567.744	1.587.007	1.796.302	2.519.107	2.461.887
. D. Maddi Duran Varlıklar	1.146.201	1.048.926	1.366.082	2.053.603	1.954.494
. 2. Yer Altı ve Yer Üstü Düzenleri	54.348	98.348	100.348	160.673	163.673
. 3. Binalar	1.510.898	1.514.198	1.514.198	1.564.198	1.564.198
. 4. Tesis, Makina ve Cihazlar	3.659.993	3.681.803	4.267.919	4.473.028	5.195.652

. 5. Taşıtlar	290.543	290.543	161.824	149.141	149.141
. 6. Demirbaşlar	325.650	399.164	436.501	536.591	579.179
. 8. Birikmiş Amortismanlar (-)	4.695.231	4.935.129	5.114.708	5.334.048	5.697.348
. 9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	504.021	0
. E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	421.543	538.081	430.220	307.246	406.683
. 1. Haklar	41.935	125.476	178.702	239.547	239.547
. 4. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	401.928	579.897	587.034	587.034	847.289
. 5. Özel Maliyetler	63.300	16.000	21.653	21.653	25.103
. 7. Birikmiş Amortismanlar (-)	85.619	183.292	357.168	540.987	705.256
. H. Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	158.258	100.710
. 6. Geçici Hesap	0	0	0	158.258	100.710
AKTİF TOPLAMI	14.683.769	15.453.491	20.835.826	23.667.828	34.142.210

Açıklama	2013	2014	2015	2016	2017
III. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	7.516.171	3.749.051	11.481.287	15.179.228	25.983.801
. A. Mali Borçlar	6.050.230	2.243.825	6.660.470	10.306.430	16.366.110
. 1. Banka Kredileri	6.050.230	2.243.825	6.660.470	10.306.430	16.366.110
. B. Ticari Borçlar	866.902	1.041.327	4.277.583	3.699.663	7.839.355
. 1. Satıcılar	452.379	534.593	3.654.371	2.934.994	6.756.535
.4. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	100.000	0	0	0
. 5. Diğer Ticari Borçlar	414.523	406.734	623.212	764.668	1.082.821
. C. Diğer Borçlar	14.545	14.741	9.360	42.662	224.373
.1. Ortaklara Borçlar	5.546	5.546	0	0	0
. 4. Personele Borçlar	8.999	9.195	9.360	42.662	224.373
. D. Alınan Avanslar	8.620	51.697	169.740	106.003	451.220
. 1. Alınan Sipariş Avanslar	8.620	51.697	169.740	106.003	451.220
. F.Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	259.482	272.840	243.192	596.275	436.630
. 1. Ödenecek Vergi ve Fonlar	211.175	211.368	171.739	344.606	155.240
. 2. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	48.307	61.472	71.453	165.347	166.605
. 3. Vadesi Geçmiş Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş	0	0	0	86.323	114.786
. G. Borç ve Gider Karşılıkları	16.929	24.485	0	2.848	444
. 1. Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler	277.915	319.272	0	70.943	84.061
. 2. Dönem Karının Peşin Ödenen Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler	260.986	294.786	0	68.095	83.618

. H. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkuklar	299.464	100.135	120.942	425.347	665.669
. 2. Gider Tahakkukları	299.464	100.135	120.942	425.347	665.669
IV. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	11.945	3.075.973	2.098.128	825.243	5.079
. A. Mali Borçlar	8.642	3.072.800	2.094.554	749.135	0
. 1. Banka Kredileri	8.642	3.072.800	2.094.554	749.135	0
. B. Ticari Borçlar	3.303	3.173	3.574	4.173	5.079
. 1. Satıcılar	3.303	3.173	3.574	4.173	5.079
. C. Diğer Borçlar	0	0	0	71.936	0
. 6. Kamuya Olan Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş	0	0	0	71.936	0
V. ÖZKAYNAKLAR	7.155.653	8.628.467	7.256.411	7.663.357	8.153.331
. A. Ödenmiş Sermaye	4.239.715	4.240.244	4.240.244	4.240.244	4.240.244
. 1. Sermaye	4.000.000	4.000.000	2.823.000	2.823.000	2.823.000
.2. Ödenmemiş Sermaye (-)	1.177.529	1.177.000	0	0	0
. 3. Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	1.417.244	1.417.244	1.417.244	1.417.244	1.417.244
. C. Kar Yedekleri	349.941	455.669	639.705	651.439	651.439
. 1. Yasal Yedekler	140.058	140.058	324.094	324.094	324.094
. 5. Özel Fonlar	209.883	315.611	315.611	327.345	327.345
. D. Geçmiş Yıl Kârları	1.402.907	2.565.997	2.890.299	2.890.299	3.285.512
. 1. Geçmiş Yıl Kârları	1.402.907	2.565.997	2.890.299	2.890.299	3.285.512
. E. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0	0	513.837	513.837
. 1. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0	0	513.837	513.837
. F. Dönem Net Kârı (zararı)	1.163.090	1.366.557	-513.837	395.212	489.973
. 1. Dönem Net Kârı	1.163.090	1.366.557	0	395.212	489.973
.2. Dönem Net Zararı (-)	0	0	513.837	0	0
PASİF TOPLAMI	14.683.769	15.453.491	20.835.826	23.667.828	34.142.210

Ek.2, ABC Şirketi 2013-2017 Yıllarına Ait VUK'a Göre Düzenlenmiş Gelir Tablosu Bilgileri

Açıklama	2013	2014	2015	2016	2017
A. Brüt Satışlar	22.777.342	24.882.250	26.766.681	32.504.147	46.180.376
. 1. Yurtiçi Satışlar	21.795.000	23.071.443	26.237.192	31.279.001	44.689.461
. 2. Yurtdışı Satışlar	597.232	1.360.954	503.860	1.143.945	1.450.281
. 3. Diğer Gelirler	385.109	449.853	25.629	81.200	40.635
B. Satış İndirimleri (-)	405.845	387.139	512.143	357.221	954.607
. 1. Satıştan İadeler (-)	370.639	308.496	330.916	278.269	801.467
. 2. Satış İskontolar (-)	35.206	69.960	181.227	78.952	122.743
.3.Diğer İndirimler (-)	0	8.683	0	0	30.397

C.Net Satışlar	22.371.497	24.495.111	26.254.538	32.146.926	45.225.769
D. Satışların Maliyeti (-)	15.057.349	15.826.198	18.545.649	23.292.649	34.494.411
. 1. Satılan Mamuller Maliyeti (-)	14.955.838	15.548.642	18.490.685	22.372.781	34.488.890
. 2. Satılan T. Mallar Maliyeti (-)	101.511	277.557	54.964	919.868	5.521
Brüt Satış Kâr veya Zararı	7.314.148	8.668.912	7.708.888	8.854.277	10.731.358
E. Faaliyet Giderleri (-)	5.281.703	6.329.815	7.128.453	6.977.580	7.844.340
. 1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	43.931	71.453	117.407	117.407	117.407
. 2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	2.913.693	3.390.473	3.952.983	4.544.876	5.418.696
. 3. Genel Yönetim Giderleri (-)	2.324.079	2.867.889	3.058.064	2.315.298	2.308.238
Faaliyet Kâr veya Zararı	2.032.445	2.339.098	580.435	1.876.696	2.887.018
F. Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	328.864	358.935	940.487	1.123.709	1.555.291
. 3. Faiz Gelirleri	19.374	24.544	3.998	0	0
. 5. Konusu Kalmayan Karşılıklar	2.470	63.852	192.522	324.849	21.046
.7.Kambiyo Karları	264.964	194.722	344.631	323.857	805.572
. 8. Reeskont Faiz Gelirleri	0	0	375.328	440.112	677.991
. 10. Diğer Olağan Gelir ve Karlar	42.057	75.817	24.009	34.890	50.682
G. Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider ve Zararlar (-)	371.022	411.761	1.361.101	1.341.194	1.923.367
. 2. Karşılık Giderleri (-)	40.361	160.345	541.845	473.494	49.291
. 4. Kambiyo Zararları (-)	330.661	193.727	378.646	410.595	1.078.561
. 5. Reeskont Faiz Giderleri (-)	0	57.689	440.610	457.105	795.515
H. Finansman Giderleri (-)	570.150	586.167	751.543	1.220.457	1.983.254
. 1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	570.150	586.167	751.543	1.220.457	1.983.254
Olağan Kâr veya Zarar	1.420.137	1.700.104	-591.721	438.754	535.688
I. Olağan Dışı Gelir ve Karlar	52.446	30.870	168.496	127.573	144.875
.1. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0	0	0	81.223
. 2. Diğer Ol. Gelir ve Karlar	52.446	30.870	168.496	127.573	63.652
J. Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	31.578	45.146	90.612	100.172	106.528
. 3. Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	31.578	45.146	90.612	100.172	106.528
Dönem Kârı veya Zararı	1.441.005	1.685.829	-513.837	466.155	574.035
K. Dönem Karı, Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük	277.915	319.272	0	70.943	84.061
Dönem Net Kâr veya Zarar	1.163.090	1.366.557	-513.837	395.212	489.973

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

ALTUĞ, Osman, **Maliyet Muhasebesi**, 14. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul. 2006.

ALTUĞ, Osman, **Muhasebe Hukuk İlişkileri**, Türkmen Kitabevi, İstanbul. 1999.

ATAMAN, Başak, Gürbüz GÖKÇEN, **Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standartları (BOBİ FRS) Uygulamaları**, Beta Yayınları, 2017.

ATAMAN, Ümit, Halil KİBAR, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, 1. Baskı, Türkmen Kitabevi, 1999.

BAŞTUĞ, İrfan, **Limited Şirkette Ortağın Çıkma ve Çıkarılması**, İzmir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Yayın No: 49, Ege Üniversitesi Matbaası, İzmir, 1966.

BOLAK, Mehmet, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul, 1992.

CHAMBERS, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, 2. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2009.

CÖMERT, Nuran, **Finansal Terimler Sözlüğü**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 1996.

ÇAKICI, Cemal, **Ansiklopedik Muhasebe Terimleri Sözlüğü**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2002.

ÇELİK, Aytekin, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, 4. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2016.

DAMODARAN, Aswath, **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, 2nd Edition, John Wiley, New York, 2006.

DAMODARAN, Aswath, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, John Wiley & Sons, Inc., 2002.

DAMODARAN, Aswath, **The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit**, John Wiley & Sons, Inc, 2011.

DAMODARAN, Aswath, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, Publishers Inc., Danvers, 2005.

- DEMİRKAPI, Ertan, **Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Limited Ortaklık Payının Devri**, Güncel Yayınevi, İzmir, 2008.
- ERDİL, Engin, **Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, 2. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010.
- FERNANDEZ, Pablo, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, Academic Press, 2002.
- FISHMAN, Jay E., Shannon P. PRATT and William J. MORRISON, **Standards Of Value: Theory And Applications**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2013.
- GÜRBÜZ, A. Osman, Yakup ERGİNCAN, **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, 2. Baskı, Literatür Yayınları, 2008.
- HITCHNER, James R., **Financial Valuation: Applications and Models** John Wiley & Sons, Inc., Third Edition, New Jersey, 2011.
- HOOD, Jr. L. Paul, Timothy R. LEE, **A Reviewer's Handbook to Business Valuation**, John Wiley & Sons, Inc. 2011.
- İVGEN, Hünkar, **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, 2003.
- KARABABA, Serdar, **Anonim Ortaklıkta Satın Alma ve Çıkarma Hakları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, Nisan 2016.
- KARAPINAR, Aydın, Figen AYIKOĞLU ZALF, **Finansal Analiz**, Gazi Kitapevi, 2009.
- KAYALI, Fena İPEKEL, **Türk Ticaret Kanunu'nda Birleşmeler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014.
- LARO, David, Shannon Pratt, **Business Valuation and Taxes: Procedure, Law and Perspective**, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.
- ÖNAL, Buket Sayın, **Limited Şirketlerde Ortakların Sorumluluğu**, 3. Tıpkı Bası, Ankara, 2008.
- ÖZTÜRK DİRİKKAN, Hanife, **Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005.
- ÖZTÜRK, Hakkı, **Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2009.
- POROY, Reha, Ünal TEKİNALP ve Ersin ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar Hukuku I**, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014.

- POROY, Reha, Ünal TEKİNALP ve Ersin ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar Hukuku II**, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2017.
- PRATT, Shannon P., **Business Valuation Body of Knowledge**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2003.
- PRATT, Shannon P., Alina V. NICULITA, **The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**, Fifth Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2008.
- PULAŞLI, Hasan, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, 4. Baskı, Adalet Yayınevi, İstanbul, 2016.
- REZAEI, Zabihollah, **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, II. Edition, John Wiley & Sons, Inc. New York, 2001.
- SEYİDOĞLU, Halil, **İngilizce-Türkçe Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük**, 2. Baskı, İstanbul, 2001.
- SİPAHİ, Barış, Serhat YANIK, Yusuf AYTÜRK, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016.
- SLEE, Robert T., **Private Capital Markets**, John Wiley & Sons, New York, 2004.
- SÖNMEZ, Yusuf Z., **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009.
- ŞENER, Oruç Hami, **Limited Ortaklıklar Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2017.
- TANRIVERMİŞ, Harun, **Gayrimenkul Değerleme Esasları**, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., Ankara, 2017.
- TAŞDELEN, Nihat, **6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Şirketlerde Çıkma Çıkarılma ve Fesih**, 1. Baskı, Yetkin Hukuk Yayınları, Ankara, 2012.
- TEKİNALP, Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2015.
- TEKİNALP, Ünal, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, 2. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2011.
- TURAN İÇKE, Başak, **Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü**, Derin Yayınları, 2007.

VRIES, Paull P. De, **Exit Rights Of Minority Shareholders In A Private Limited Company**, Kluwer, Deventer, 2010.

YALÇIN, Hasan, **Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama**, Uygulama Yayıncılık ve Eğitim Hizmetleri, 1. Baskı, 2014.

YARALI, Levent, **Limited Şirketin Kamu Borçlarından Müdürlerin ve Ortakların Sorumluluğu**, Yaklaşım Dergisi, Ankara, 2010.

YILDIRIM, Ali Haydar, **6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Limited Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, Dora Yayınları, Bursa, 2013.

YILDIZ, Şükrü, **Limited Şirketler Hukuku**, Arıkan Basım yayım Dağıtım, İstanbul, 2007.

ZYLA, Mark L., **Fair Value Measurement**, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2013.

MAKALELER

AKDAĞ GÜNEY, Necla, “Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVIII, Sayı: 3-4, 2014, ss. 115-135.

AKIN, İrfan, , “TTK m. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, ss. 1-19.

AKSOY, Mehmet Ali, Emine Ebru AKSOY, “Ticaret Kanunu Kapsamında Sermaye Şirketlerinde Bağımsız Denetim”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2017, ss. 21-52.

ALKAN, Gönül İpek, Erhan DEMİRELLİ, “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 9, Sayı: 2, 2007, ss. 27-39.

ARABACI, Özlem, Feriştah SÖNMEZ, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunundaki Anonim ve Limited Şirketlerin Tasfiyesine İlişkin Düzenlemeler, Getirilen Yenilikler ile Örnek Muhasebe Uygulaması”, **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 124, Temmuz-Ağustos 2014, ss. 41-68.

ATAMAN, Başak, “Maddi Olmayan Duran Varlıkların İtfasına İlişkin IAS 38 ile IFRS 3 Standardında Yer Alan Düzenlemeler ve Türk Vergi Mevzuatıyla Karşılaştırılması”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 25, Ocak 2005, ss. 41-45.

- AYAN, Ebubekir, “Gayrimenkul Değerlemesinde Gelir İndirgeme Yaklaşımı ve Yaklaşımın Türkiye Koşullarında Uygulanabilirliği (Kocaeli Uygulaması)”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 1, 2010, ss. 382-397.
- AYAN, Özge, “Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, ss. 185-228.
- AYBOĞA, M. Hanifi, “Mali Durum Tablosu ve Kuramsal Yapısı -Teori ve Türk Ticaret Kanunu Açısından İrdelenmesi-”, **İSMMM Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 57, Ekim-Kasım-Aralık 2001, ss. 63-87.
- BAL, Hasan, “Özkaynağa Nakit Akımı ve Firmaya (Projeye) Nakit Akımı Yöntemlerinin Bir Projeye Yatırım Kararında Kabul ve Red Açısından Farklı Sonuç Vermelerini Etkileyen Faktörler”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 2/1, 2010, ss. 21-42.
- BARUT, Halime, “6762 ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunlarında Anonim Ortaklıklarda Azınlık Hakları”, **Türkiye Adalet Akademisi Dergisi**, Cilt: 1, Yıl: 3, Sayı: 8, Ocak 2012, ss. 141-186.
- BİLİR, Hakan, İhsan KULALI, “İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi”, **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 7, Sayı:1, 2014, ss. 38-64.
- BROCKETT, Richard, “The Valuation Of Minority Shareholders In An Opression Context”, **Bond Law Review**, Volume: 24, Issue: 2, Article: 3, 2012, pp. 101-124.
- BURNS, Brian D., Chris MITCHELL, “Avoiding Complications and Disparate Opinions of Value in Buy-Sell Agreements”, **Business Valuation Update**, Vol. 21, No. 5, May 2015, pp. 1-7.
- CAN, Mustafa Erdem, “Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Limited Şirket Ortağının Borçları ve Yükümlülükleri”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XV, Sayı: 4, 2011, ss. 1-23.
- COŞTAN, Hülya, “Limited Şirkette Oyda İmtiyazlı (!) Paylar ve İmtiyazlı Paylar”, **Ankara Barosu Dergisi**, Sayı: 4, 2012, ss. 79-90.
- ÇAMOĞLU, Ersin, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshinde Hakimın Takdir Yetkisi”, **Bankacılık ve Ticaret Hukuku Dergisi**, Cilt: XXXI, Sayı: 1, 2015, ss. 5-19.
- ÇAMOĞLU, Ersin, “Limited Şirketten Çıkma – I”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 253, Ocak 2014, ss. 255-263.

- ÇAMOĞLU, Ersin, “*Limited Şirketten Çıkma-II*”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 254, Şubat - 2014, ss. 247-252.
- ÇAMOĞLU, Ersin, “*Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları*”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı: 2, 2013, ss. 19-34.
- ÇEKER, Mustafa, “*Limited Şirketlerde Ortak Sayısının Sınırlandırılması*”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1, 2015, ss. 57-64.
- ÇELİKBOYA, Kerem, “*Adi Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarmanın Koşulları*”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı: 2, 2015, ss. 195-229.
- DELANG, Nore, “*Minority Protection in Proceedings for the Settlement of Disputes Between Shareholders*”, **Sociology Study**, Vol. 5, No. 6, June 2015, pp. 452-468.
- DEMİR, Volkan, Oğuzhan BAHADIR, “*UFRS (TFRS)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı*”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, TÜRMOB- (Hakemli), Yıl: 7, Sayı: 23, Eylül 2007, ss. 65-79.
- DEVELİ, Bilge, “*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, ss. 443-489.
- DIMBATH, Merle F., “*The Theory and Practical Determination of Going Concern Value*”, **Journal of Forensic Economics**, Vol. 7, No: 2, 1994, pp. 171-178.
- DİKMEN, Birgül, “*Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Satın Alması Durumunda Vergilendirme*”, **Vergi Dünyası**, Sayı: 444, Ağustos 2018, ss. 6-17.
- DİNÇ, Serhan, “*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Limited Şirketin Unsurları ile Limited Şirketlerde Pay ve Ortak Kavramları*”, **Türkiye Adalet Akademisi Dergisi (TAAD)**, Yıl: 7, Sayı: 29, Ocak 2017, ss. 135-165.
- DOĞRUSÖZ KOŞUT, Hanife, “*Limited Şirkette Nama Yazılı Senede Bağlanmış Esas Sermaye Payının Devir Şartları*”, **MÜHF-HAD**, Cilt: 22, Sayı:1, ss. 365-387.
- DURGUT, Ramazan, “*Limited Şirket Esas Sermaye Payı Üzerinde Rehin Hakkı Kurulması*”, **TBB Dergisi**, Sayı: 108, 2013, ss. 123-138.

- ERDEM, Ercüment, “Birleşme Bölünme ve Tür Değiştirmede Yeni Davalar”, **Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN’e Saygı Sempozyumu Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı: 2, 2013, ss. 113-138.
- EROL, Mikail, “Nakit Kavramı Bağlamında Nakit Yönetimi ve Nakit Yönetiminde Nakit Akış Analizinin Yönetim Aracı Olarak Kullanılması”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Yıl: 3, Sayı: 10, Eylül 2003, ss. 98-110.
- ERTUĞRUL, Murat, “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, **Eskişehir Osmangazi Ü. İİBF Dergisi**, Ekim 2008, Sayı: 3(2), ss. 143154.
- GENÇTÜRK, Mehmet, “Yeni Türk Ticaret Kanununun Sermaye Şirketleri Açısından İncelenmesi ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2013, ss. 45-60.
- GİRAY, R. Eda, “Limited Şirketin Haklı Sebeple Feshi ve Yargıtay’ın Yaklaşımı”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 6, Sayı: 12, Güz 2007/2, ss. 195-218.
- GÖZÜYEŞİL, Fevzi Fırat, “Limited Şirketlerde Çıkmaya Katılma”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVII, Sayı: 1-2, 2013, ss. 663-681.
- GÜRPINAR, Bünyamin, “Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XX, Sayı: 2, 2016, ss. 73-101.
- GÜRBÜZ USLUEL Aslı E., “Şirketler Topluluğunda Denkleştirme”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Hukuk Araştırmaları Dergisi (MÜHF-HAD)**, Cilt: 18, Sayı: 2, Yıl: 2012 (Özel Sayı), ss. 281-307.
- KAVAL, Hasan, “Geri Alınan Payların Vergilemesinde ve Muhasebesinde Sorunlar”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2016, ss. 87-116.
- KIRLI, Mustafa, “Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi’nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değer’in Belirlenmesi”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt: 12, Sayı: 2, 2005, ss. 157-169.
- KLIN, Carol L., “Protecting Minority Shareholders in Close Corporations: Modeling Czech Investor Protections on German and United States Law”, **Boston College International and Comparative Law Review**, Volume: 23, Issue: 2, Article: 4, 2000, pp. 229-262.
- KÜÇÜK, Ergün, “Muhasebe Standartlarına Göre Finansal Tablo Hatalarının Düzeltilmesi ve Raporlanması”, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 30, 2011/1, ss. 111-127.

- KÜRŞAT, Zekeriya, “Yeni Borçlar Kanunumuzda Adi Ortaklık Hükümlerinin Değerlendirilmesi”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 70, Sayı: 1, 2012, ss. 301-318.
- MILLER, Sandra K., “Minority Shareholder Oppression in the Private Company in the European Community: A Comparative Analysis of the German, United Kingdom, and French Close Corporation Problem”, **Cornell International Law Journal**, Volume: 30 Issue: 2, 1997, pp. 381-427.
- MİNELİLER, Zeynep, “Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Limited Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: XVI, Sayı: 3, 2012, ss. 95-117.
- MOLL, Douglas K., “Shareholder Oppression and Fair Value: of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in The Close Corporation”, **Duke Law Journal**, Volume: 54, Number 2, November 2004, pp. 293-383.
- NOMER ERTAN, Füsün, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davası –TTK m. 531 Üzerine Düşünceler”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. LXXIII, 2015, ss. 421-440.
- OKAN, Neval, “Türk Hukukunda Ticaret Ortaklıklarında Ortak Sayısının Bire Düşmesi ve Sonuçları”, **Eskişehir Üniversitesi Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1, 2000, ss. 57-68.
- ÖZ, M. Turgut, “Limited Ortaklıkta Pay Kavramı ve Payın Devri”, **İÜHFİM, Ord. Prof. Dr. Sulhi Dönmezer’e Armağan**, Cilt: 52, Sayı: 1-4, 1986 – 1987, ss. 345-386.
- PALTA, Nihan, “Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi”, **İstanbul Barosu Dergisi**, Cilt: 91, Sayı: 4, 2017, ss. 44-72.
- PAMUKÇU, Fatma, “Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Tablolara Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 103, Ocak-Şubat 2011, ss. 79-95.
- PAMUKÇU, Fatma, “Yeni Türk Ticaret Kanunu’nun Muhasebe Uygulamalarına Getirdiği Yenilikler”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 220, Nisan 2011, ss. 258-263.
- PİRGARİP, Burak, Semra KARACAER, “Borsa Şirketlerinin Pay Geri Alım İşlemlerine Yönelik TMS/TFRS Uygulamaları”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 66, Nisan 2015, ss. 105-127.
- PRATT, Shannon P., “Defining Standards of Value”, **Valuation**, Vol. 34, No. 2, June 1989, pp. 4-12.

- SERT CANPOLAT, Selin, “*Anonim Ortaklıklarda Azınlık Haklarının İncelenmesi*”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, Sayı: 74, 2008, ss. 158-189.
- SHISHIDO, Zenichi, “*The Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations*”, **Fordham Law Review**, Volume: 62, Issue: 1, Article: 3, 1993, pp. 65-110.
- ŞAHİN, Ayşe, “*Limited Şirkette Ortağın Ortaklıktan Çıkması ve Çıkarılması*”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi (MÜHF-HAD)**, Özel Sayı, Cilt: 18, Sayı: 2, 2012, ss. 851-858.
- TEKİNALP, Ünal, “*Birleşmede Ayrılma Akçesi*”, **REGESTA**, Cilt: II, Sayı: 1, 2012, ss. 21-27.
- ULUSAN, Hikmet, “*Finansal Raporlama Açısından Değerleme*”, **Çukurova Ün. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 16, Sayı: 2, 2007, ss. 525-544.
- YILMAZ, Hakan, Bekir ELMAS ve Selçuk YALÇIN, “*Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Kullanımı: BİST Bilişim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 31 2017 Sayı: 5, ss.1221-1238.
- YÖRDEM, Yılmaz, “*Anonim Ortaklıklarda Ticaret Kanunundan Kaynaklanan Azınlık Hakları*”, **Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı: 8-11, Kasım-Aralık 2003, ss. 171-195.

DİĞER YAYINLAR

- 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu.
- 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu.
- 3065 Sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu.
- 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu.
- 818 Sayılı Borçlar Kanunu.
- 6098 Sayılı Borçlar Kanunu.
- 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.
- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.
- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununun 376 ncı Maddesinin Uygulanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ.

AKARCA, Akif, Mehmet ŞAFAK, “Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabı ve Vergileme Durumu”, **Dünya Gazetesi**, 27.08.2015, (Çevrimiçi: <https://www.dunya.com/.kose-yazisi/anonim.-sirketlerin-kendi.-paylarini-iktisabi.-ve-vergileme-durumu/25181>., Erişim Tarihi:04.08.2018).

AKARCA, Akif, Mehmet ŞAFAK, “Limited Şirket Ortaklık Payı Satışı ve Gelir Vergisi”, **Dünya Gazetesi**, 19.06.2014, (Çevrimiçi: <http://www.dunya.com/kose-yazisi/limited-sirket-ortaklik-payi-satisi-ve-gelir-vergisi/20523>., Erişim Tarihi: 01.05.2017).

ALKAN, Ayhan, Sermaye Şirketleri (Anonim Ve Limited) ile Kooperatiflerde Çıkan ve/veya Çıkarılan Ortaklarla Hesaplaşma Üzerine Bir İnceleme, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.

Alman Anonim Şirketler Kanunu (“*Akteingesetz*”, AG)

Alman limited şirketler kanunu (“*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*” - GmbHG)

Alman Medeni Kanunu (“*Bürgerliches Gesetzbuch*” - BGB)

Alman Ticari Ortaklıklar Kanunu (“*Handelsgesetzbuch*” - HGB)

American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), **Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation - Accounting and Valuation Guide**.

Amerikan Değerleme Uzmanları Derneği (The American Society of Appraisers ASA), Şirket Değerleme Standartları (Business Valuation Standards), (Çevrimiçi: https://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0., Erişim Tarihi: 19.01.2018).

American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), **Statements on Standards for Valuation Services; VS Section 100, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security or Intangible Asset**, 2007, pp. 1-59. (Çevrimiçi: https://www.aicpa.org/interestareas/forensicandvaluation/resources/standards/downloadabledocuments/ssvs_full_version.pdf, Erişim Tarihi: 19.01.2018).

ANDERSSON, Jan, “Minority Shareholder Protection In SMEs: A Question Ex Postand Bargaining Power Ex Ante?”, in Neville & Karsten Engsin Sorensen, eds,

Company Law and SMEs, Thomson Reuters, 2010, p. 192, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/so3/papers.cfm?abstract_id=1716828., Erişim Tarihi: 04.05.2017).

Ankara YMMO (Ankara Yeminli Mali Müşavirler Odası), “*Mevzuat İzleme ve Değerlendirme Komisyonu Kararı*”, Karar Tarihi: 01.06.2016, Karar No: 2016/186-06, (Çevrimiçi: file:///C:/Users/Acer /Downloads/MEVZUAT %20KARARI-186-06.pdf, Erişim Tarihi: 14.03.2018), ss. 1-7.

ASA (The American Society of Appraisers), “*Chapter Six: Commonly Used Methods Of Valuation*”, **Fundamentals, Techniques & Theory**, V. 1, 2012, pp.1-50.

BAŞTÜRK, Fadime, Planlama İle Taşınmaz Değerine Getirilen Rant, Riva Örneği, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Yıl 2009.

BAYIRLI, Rıdvan; Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006.

BİLGEÇ, Hakan, Anonim Şirketlerde Oyda İmtiyaz, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, 2016, s. 16-23.

Bloomberg HT, **10 yıllık Türkiye Hazinesi Yıllık Verimi**, (Çevrimiçi: <https://www.bloomberght.com/tahvil/tr-10-yillik-tahvil>. Erişim Tarihi: 04.05.2018).

Büyük Mükellefler Vergi Dairesi Başkanlığı, 14.08.2015 tarih 64597866-125[19-2015]-18880 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/110356/pdf>, Erişim Tarihi: 03.02.2017).

Büyük Mükellefler Vergi Dairesi Başkanlığı, 14.08.2015 tarih 64597866-125[19-2015]-18880 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/110356/pdf>, Erişim Tarihi: 03.02.2017).

Borsa İstanbul, **Endeksler- BIST Pay Endeksleri - KOBİ Sanayi Endeksi**, (Çevrimiçi: <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kobi-sanayi-endeksi>, Erişim Tarihi: 04.05.2018).

CİNGÖZ, Ahmet, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014.

- DALGEÇ, Ayşen, İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, T.C. Dokuz Eylül Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İzmir 1992.
- Daniel SZENTKUTI, “*Minority Shareholder Protection: Germany, France, and the United Kingdom: A Comparative Overview*”, Central European University, 2007, (Çevrimiçi: www.etd.ceu.hu/2007/.szentkuti_daniel.pdf, Erişim Tarihi: 24.03.2018).
- DEMİRKOL, İsmet, Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.
- DEVECİ Bilal, Bahar DEVECİ, “Örnek Olay Çalışmasına İlişkin Teorik Bir Değerlendirme” **Social Sciences Studies Journal**, Vol:4, Issue:13, 2018, (http://sssjournal.com/Makaleler/397251575_12_4-13_ID319.%20Bilal%20DEVEC%C4%B0%20&%20Bahar%20DEVEC%C4%B0_126-135.pdf), pp.126-135.
- Ekonomi Bakanlığı, **Sektör Raporları, Kimya Sektörü**, 2016, s. 1-3. (Çevrimiçi: <https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Kimya.pdf>, Erişim Tarihi: 22.05.2018)
- Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), **Country Risk Classification**, (Çevrimiçi: <http://www.oecd.org/trade/xcred/cre-crc-historical-internet-english.pdf>, Erişim Tarihi: 07.05.2018)
- FASB (Financial Accounting Standards Board), Private Company Council, Education Session, PCC Issue No. 13-01A, 2013, (Çevrimiçi: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175827641040&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>, Erişim Tarihi: 02.05.2018).pp.1-38.
- GAUGHEY, Robert J. Mc, “*Business Breakups: Terminating Ownership Interests in Closely Held Businesses*”, Insights, Summer 2011, (Çevrimiçi: www.willamette.com, Erişim Tarihi: 12.03.2018).
- Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB), Ankara Vergi Dairesi Başkanlığı, 30.07.2013 tarih 38418978-125 [6-12/7]-809 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/96551/pdf>; (Erişim Tarihi: 01.05.2017); İzmir Vergi Dairesi Başkanlığı, 08.08.2012 tarih B.07.1.GİB. 4.35.16.01 -125-741 sayılı Özelgesi, <http://www.gib.gov.tr/node/94015/pdf>, Erişim Tarihi: 01.05.2017); İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı, 05.12.2012 tarih 62030549-125 [9-2012/58] -3132 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/93181/pdf>, Erişim Tarihi: 01.05.2017); Gaziantep Vergi Dairesi Başkanlığı, 30.12.2011 tarih B.07.1. GİB.

- 4.27.15.01-11-515-56-77 sayılı Özelgesi, (Çevrimiçi: <http://www.gib.gov.tr/node/100108/pdf>., Erişim Tarihi: 01.05.2017).
- GÖZÜYEŞİL, Fevzi Fırat, Limited Şirketlerde Ortağın Çıkması ve Çıkarılması, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2012.
- GUINNANE, Timothy vd., “*Business Organization in the Long Run: Private Limited Companies Rule!*”, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874783, Erişim Tarihi: 03.04.2017), pp. 1-71.
- HATİPOĞLU, Mercan, Firma Değerlemesi ve İMKB’de Enerji Sektöründe Uygulaması, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011.
- HAWKINS, Goerge B., “*The excess earnings method- should it be put out to pasture in equitable disribution cases?*”, (Çevrimiçi: <https://www.businessvalue.com/resources/Valuation-Articles/Excess-Earnings-Time-to-Go.pdf>, Erişim Tarihi: 02.05.2018)
- İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası (İYMMO), “*Defter Değerinin Hesaplanması*”, **İYMMO Rapor**, Temmuz 2008, (Çevrimiçi: <http://www.istanbulymmo.org.tr/resimler/dosyalar/701.pdf>., Erişim Tarihi: 30.03.2017).
- İstanbul YMM Odası (İstanbul YMMO), “*İşletme Aktifine Kayıtlı Binalar İçin, Mahkeme veya Bilirkişi Tarafından Değerleme Yapılması Sonucu Oluşan Farkların Hukuki Durumu*”, (Çevrimiçi: <http://www.istanbulymmo.org.tr/Data/Platform/166.pdf>, Erişim Tarihi: 14.03.2018)
- İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mart 2018, (Çevrimiçi: http://www.istanbulymmo.org.tr/Data/Platform/2018_MART_14..pdf., Erişim Tarihi: 13.04.2017).
- İstanbul YMMO, “*Raporlar*”, **Platform Dergi**, Mayıs 2017, (Çevrimiçi: http://www.istanbulymmo.org.tr/Data/Platform/2017_MAYIS_23.pdf., Erişim Tarihi:01.05.2018).
- İsviçre Medeni Kanunu (“*Federal Act on the Amendment of the Swiss Civil Code*”), (Çevrimiçi: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/19070042/201801010000/210.pdf>, Erişim Tarihi: 22.04.2017).
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., (Çevrimiçi: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>, Erişim Tarihi: 15.05.2018).
- Kamu Gözetim Kurumu, BOBİ FRS, Bölüm 9, Finansal Araçlar ve Özkaynaklar, Paragraf 9.68, (Çevrimiçi: http://kgk.gov.tr/Portal.v2Uploads/files/PDF%20linkleri/bobi_frs.pdf., Erişim Tarihi: 14.04.2018).

Kamu Gözetim Kurumu, TMS 32, Finansal Araçlar: Sunum, Paragraf 33, (Çevrimiçi: [http://kgk.gov.tr/Portalv2_Uploads/files./Dynamic.ContentFiles/T%20C3%B1rkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1./TMSTFRS2018 Seti/TMS_32_2018.pdf](http://kgk.gov.tr/Portalv2_Uploads/files./Dynamic.ContentFiles/T%20C3%B1rkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1./TMSTFRS2018%20Seti/TMS_32_2018.pdf)., Erişim Tarihi: 12.05.2017).

Kamu Gözetim Kurumu (KGK), **TMS/TFRS ve TMS/TFRS Yorumları Nedir?** (Çevrimiçi: <http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6651/TMS/TFRS-ve-TMS/TFRS-Yorumlar%C4%B1-nedir?>, Erişim Tarihi: 15.05.2018).

Kamu Gözetim Kurumu (KGK), **Şirketlerin genel kurullarında alacakları kâr dağıtım kararlarında hangi finansal tablolar esas alınmalıdır?** (Çevrimiçi: <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6668/S%CC%A7irketlerin-genel-kurullar%C4%B1nda-alacaklar%C4%B1-ka%CC%82r-dag%CC%86%C4%B1t%C4%B1m%C4%B1-kararlar%C4%B1nda-hangi-finansal-tablolar-esas-al%C4%B1nmal%C4%B1d%C4%B1r?>, Erişim tarihi: 11.05.2018).

KARAKOCA, Ayhan, Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama, **Yayınlanmamış YL Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011.

KATAYIFÇI, Edip, “*Limited Şirketlerde Ortaklık Sifatının Kazanılması ve Kaybedilmesi*”, (Çevrimiçi: <http://altinokkatayifci.com/.yayinla/makaleler/limitedsirketlerde.ortakliksifatinin.kazanilmasivekaybedilmesi.>, Erişim Tarihi: 04.04.2017).

KÜÇÜK, Sema, “*Değerleme ve Dönem Sonu İşlemleri*”, Yaklaşım Dergisi, 2006. (http://uye.yaklasim.com/FileZone/yaklasim/Ucretsiz_Ekler/D%C3%B6nem%20Sonu/ek_201201/1c.htm)

KÜÇÜKARABA, Mustafa, Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012.

MÜRLE, Michael, “*Assessment of The Market Value of Real Estate with Private Housebuilding Derived from The Summation Method of Valuation with Adjustment to Current Market Value*”, (Çevrimiçi: https://www.fig.net/resources/proceedings/fig_proceedings/korea/full-papers/pdf/session25/murle.pdf, Erişim Tarihi: 22.03.2018), pp. 1-9.

NACVA (National Association of Certified Valuers and Analysts), “*Fundamentals, Techniques & Theory, Commonly Used Methods of Valuation*”, Chapter Six. Volume: 1, pp. 1-50.

NEVILLE, Mette, “*A Statutory Buy-Out Right in SMEs – An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?*”, Neville & Karsten Engsig Sorensen, Company Law and SMEs, Thomson Reuters, 2010, Nordic & European Company Law Paper No. 10-03, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709954., Erişim Tarihi: 22.05.2017).

NEWINGTON, Charlie, “*A Practical Guide to Unfair Prejudice Petitions and Their Interaction with Derivative Claims*”, (Çevrimiçi: <http://www.stjohnschambers.co.uk/.dashboard/wp-content/uploads/Unfair-prejudice-petitions-and-derivative-actions.pdf>., Erişim Tarihi: 11.03.2018).

ÖGEL, Ayça, Limited Şirkette Ortaklık Payının Rehni, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.

REEVES, Emmanuel T., “*Statutory Protections Of Minority Shareholders In Close Company. Recipe For Business Failure: A Study Of Germany, France, UK And US*”, Tilburg University, Department of Business Law Tilburg Law School, Yayınlanmamış Tez, 2014, (Çevrimiçi: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135848>, Erişim Tarihi: 14.04.2018).

REISBERG, Arad, “*The Derivative Action As A Corporate Governance Tool: A Functional And Focused Approach*”, University of Oxford, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, 2005, (Çevrimiçi: https://ora.ox.ac.uk/.objects/uuid:d1e73f2c-0d9b-4ece-ba72-52ed555c5d26/download_file?file_format=application/pdf&safe_filename=N13997758.pdf&type_of_work=Thesis, Erişim Tarihi: 09.03.2018).

Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1), 01.02.2017 tarih ve 29966 sayılı Resmi Gazete (Çevrimiçi: <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20170201/0>).

Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: XI, No: 25 sayılı Tebliğ).

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ, **Sermaye Piyasası Kurulu**, İstanbul, Türkiye, Seri: VIII, No:45, (Çevrimiçi: www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/03/20060306-6-1.doc <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn=...>, Erişim: 14.01.2018).

TEKİNALP, Ünal, “Çıkmaya Katılma Hakkı”, (Çevrimiçi: <http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/UnalTekinalp-CikmayaKatilma.pdf>, Erişim Tarihi: 11.01.2018), ss. 1-7.

Türk Dil Kurumu (TDK) Büyük Sözlük, (Çevrimiçi: http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5874f57ee9bdd2.11202662, Erişim Tarihi: 01.03.2018).

Türk Dil Kurumu (TDK), Büyük Sözlük, (Çevrimiçi: http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.58f3.c56f.394461.91540282., Erişim Tarihi: 13.09.2017).

Türkiye Denetim Standartları (TDS) Bağımsız Denetim Standardı.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), **Tüketici Fiyat Endeksi, Mayıs 2018**, (Çevrimiçi: <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27762>, Erişim Tarihi: 04.05.2018).

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), **Kurulan/Kapanan Şirket İstatistikleri**, (Çevrimiçi: <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfala/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>, Erişim Tarihi: 23.02.2018).

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOOB), Bilgi Erişim Müdürlüğü, **Mart 2018 İstatistikleri**, (Çevrimiçi: <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfala/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>, Erişim Tarihi: 12.04.2017).

UDS 2013, **Uluslararası Değerleme Standartları Terimler Sözlüğü**, (Çevrimiçi: http://tdub.org.tr/Images/Uploads/SOZLUK_.pdf, Erişim Tarihi: 30.04.2017).

UDS, **Terimler Sözlüğü**, “Valuation/ Valuation Approach/ Valuation Method”, 2014, (Çevrimiçi: <https://www.ivsc.org/standards/glossary>, Erişim Tarihi: 20.01.2018).

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 2017, Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi.

Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII, No: 45).

VASSILEVA, Elena, “*Should There Be A Single Rule For Withdrawal Of Shareholders In The SPE Statute To Secure The Establishment Of A Uniform European Instrument?*”, 2013, (Çevrimiçi: <http://arno.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=498469>, Erişim Tarihi: 06.05.2017).

WALELGN, Dagnaw G., “*Exit Rights Of Minority Shareholders In Closely Held Corporations: A Comparative Study of English, Germany And Ethiopian Laws*”, (Çevrimiçi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2395902, Erişim Tarihi: 23.04.2017).

Yargıtay 11 HD. E. 1999 / 3660, K. 1999/5545, T. 21.6.1999.

Yargıtay 11 HD. E. 2000 / 55, K. 2000/ 1242, T. 21.2.2000.

Yargıtay 11 HD. E. 2000 / 55, K. 2000/1242, T. 21.2.2000.

Yargıtay 11. HD, 07.11.2006 tarih E. 2005/8143, K. 2006/11357 sayılı kararı.

Yargıtay 11. HD.'nin, E.: 2008/2927, K.: 2009/12238 sayı ve 1.12.2009 tarihli kararı.

Yargıtay 11. Hukuk dairesi 19.04.1990 tarih Esas No1989/2466, Karar No 1990/3479.

Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 2016/2571 Esas 2017/5023 Kararı, Karar Tarihi: 04.10.2017, (Çevrimiçi: <http://www.turkhukuksitesi.com/serh.php?did=16754>, Erişim Tarihi: 04.04.2018).

YILDIZ, Şükrü, “6102 sayılı TTK’nın Limited Şirketlere İlişkin Hükümleri”, **Türkiye Adalet Akademisi**, (Çevrimiçi: <http://www.taa.gov.tr/indir/prof-dr-sukru-yildiz-anonim-sirketler-ZG9zeWF8cHJvZi1kcilzdWtydS15a.>, Erişim Tarihi: 27.05.2017).

YÜRÜDÜ, Halil İbrahim, Şirket Değerlemesi ve Türkiye’de Uygulamalı Örneği, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, , İstanbul, 1999.

ZDEB, Michael J., “*Equitable Considerations in Dissent Appraisal and Oppression Valuation Proceedings Regarding Fair Value*”, (Çevrimiçi: <https://www.hklaw.com/publications/equitable-considerations-in-dissent-appraisal-and-oppression-valuation-proceedings-regarding-fair-value-part-two-02-14-2011/>, Erişim Tarihi: 11.02.2018).