



# SERMAYE PİYASASI KURULU

## ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ

### NOMİNAL DEĞERİN ALTINDA VE NOMİNAL DEĞERİ OLMAYAN PAY İHRACI

#### YETERLİK ETÜDÜ

Ali TURGUT

Uzman Yardımcısı

Aralık, 2013

Ankara

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Payların değerinin ölçülmesinde kullanılan nominal değer, dünyada bir çok ülkenin finansal sisteminin en önemli unsurlarından birini oluşturmasının yanı sıra beraberinde getirdiği bazı problemler nedeniyle de eleştirilere maruz kalmaktadır. Sulandırma (dilution) etkisiyle pay sahiplerini, pay sahiplerinin ortak oldukları anonim şirketlerin borç ve yükümlüklerine karşı o şirkette sahip oldukları itibarî pay değeri kadar sorumlu oldukları için alacaklıları da korumadığı düşünülen nominal değerli pay ihracı sisteminin ortaya çıkardığı problemleri azaltmak için nominal değeri olmayan ya da nominal değer altında pay ihracı gibi alternatif sistemler de kullanılmaktadır.

Nominal değeri bulunmayan pay sisteminde yalnızca payların borsa değeri bulunmakta olup, üzerinde yazılı bir değeri bulunmamaktadır. Bu modelde ihraç edilen payların fiyatı yönetim kurulunca serbestçe belirlenir. Ancak bu payların nominal değeri bulunmadığı için borsa değeri pay fiyatının tespitinde önem taşımaktadır. Nominal değeri bulunmayan payların en önemli özelliklerinden birisinin de ihraççının paylarını farklı fiyattan satabilmesi hususudur. Çalışmamızda ülkemiz mevzuatında yer almayan nominal değeri olmayan pay uygulaması, nominal değeri olmayan pay ihracının nasıl muhasebeleştirildiği, nominal değeri olmayan pay ile nominal değerli pay kullanımını hususlarında bilgi verilmiş, her iki sistem karşılaştırılarak bunların birbirlerine karşı avantaj ve dezavantajları hakkında bilgi verilmiştir.

Diğer taraftan, payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda kimi zaman bir payın borsada satış fiyatı o payın borsa işlemleri açısından dikkate alınan nominal değerinin altına ineabilmektedir. Borsa değeri nominal değer altında şirketler sermaye artırımlarında zorluklar yaşamaktadır.

ABD’de geçtiğimiz yüzyılın başından beri kullanılan nominal değeri olmayan ve nominal değer altında pay ihracı, Avrupa ülkelerinin ticaret ve finans çevrelerinde uzun süre tartışma konusu olmuştur. İngiltere nominal değeri olmayan pay ihracına 2006 yılında yürürlüğe giren Şirketler Kanunu’yla izin vermiştir. Almanya ve Fransa gibi ülkeler ise, nominal değeri olmayan pay ihracına ilişkin düzenlemeleri ABD uygulamalarından farklı bir şekilde kanunlarına işlemiş olmalarına rağmen nominal değer altında pay ihracı söz konusu ülkelerde halen yasaktır.

Ülkemizde ise anonim şirketlerle ilgili genel düzenlemeleri içeren TTK, nominal değer altında pay çıkarılmasını yasaklamaktadır. Söz konusu yasa, piyasa değeri nominal değerinin altına düşen halka açık şirketlerin nominal değer altında bir bedelle nakit sermaye artırımını yapmalarına imkân vermemekte ve sermaye ihtiyacı olan bu şirketleri zor durumda bırakabilmektedir.

Bu nedenle, halka açık ortaklıklara ilişkin özel düzenlemeleri içeren 6362 sayılı SPKn’nda payları bir borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların piyasa fiyatı, nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine SPK tarafından izin verilebileceği belirtilmiş olup SPK tarafından yayımlanan VII-128.1 sayılı “Pay Tebliği”nin 18’inci maddesinde nominal değer altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımına ilişkin şartlar düzenlenmiştir.

SPKn’nun nominal değer altında pay ihracına ilişkin hükmünün gerekçesinde ise, özellikle TTK kapsamında sermaye artırımını yapması mümkün olmayan, payları nominal değer altında işlem gören borsa şirketlerinin yaşadığı finansal sorunların daha da derinleşmesinin önlenmesinin amaçlandığı belirtilmiştir.

Nominal değer altında pay ihraçlarında nominal değer altındaki tutarın muhasebeleştirilmesi önem taşımaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında mevcut uygulama nominal değer ile ihraç değeri arasındaki farkın özkaynaklar altında “Paylara İlişkin Primler/İskontolar” hesabında indirim kalemi olarak izlenmesi şeklindedir. Çalışmamızın son bölümünde nominal değer altında pay ihraçlarında, payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki farkın “Ödenmemiş Sermaye” olarak muhasebeleştirilmesi durumunda karşılaşılabilecek sorunlar ortaya konmuş ve anılan sorunlara çözümler önerilmiştir. Diğer yandan söz konusu farkın “Geçmiş Yıllar Zararı” olarak muhasebeleştirilmesi önerilmekle birlikte, bu işlemin gerçekleşmesi bazı şartlara bağlanmıştır. Bu şartlar ile nominal değer altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımını yapan şirketlerin mevcut ortaklarının zarar görmesi ve TTK’nun 376’ncı maddesi hükümleri kapsamında olmayan şirketlerin söz konusu madde kapsamına girmesi engellenmeye çalışılmıştır.

## İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ .....	II
KISALTMALAR CETVELİ.....	V
TABLO VE GRAFİK LİSTESİ .....	VI
1. GİRİŞ .....	1
2. DEĞERİN TANIMI .....	3
A. Pay Senedinin Finans Literatüründe Değer Tanımlamaları .....	4
a. İhraç (Emisyon) Değeri .....	4
b. Piyasa Değeri .....	4
c. Borsa Değeri .....	5
d. Defter Değeri .....	5
e. Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri).....	5
f. İşleyen Teşebbüs Değeri .....	5
g. Net Aktif Değeri .....	6
h. Alternatif Gelir Değeri .....	6
i. Gerçek Değer .....	6
j. Nominal (İtibarî) Değer .....	6
3. NOMİNAL (İTİBARÎ) DEĞER KAVRAMI.....	6
A. Türkiye’de Nominal Değer Kavramı .....	6
4. NOMİNAL DEĞERİ OLMAYAN VE NOMİNAL DEĞERİN ALTINDA PAY KAVRAMI .....	8
A. Tanım ve Gelişimi .....	8
B. Nominal Değeri Olmayan Pay Kavramı .....	11
C. Kavramlar.....	15
D. Nominal Değeri Bulunmayan Paylarda Muhasebeleştirme .....	16
E. Nominal Değeri Bulunmayan Pay Kullanımının Avantaj ve Dezavantajları.....	18
F. Nominal Değerin Altında Pay Kavramı .....	19
G. Borsa Değerinin Nominal Değerin Altına Düşmesi .....	20
H. Ülkemizde Nominal Değerin Altında Pay İhracına İlişkin Mevzuat Hükümleri ve Uygulamaları.....	21
I. Nominal Değerin Altında Pay İhracına İlişkin Değerlendirme .....	26
5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	27
KAYNAKÇA .....	33

## KISALTMALAR CETVELİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

Borsa: Borsa İstanbul A.Ş.

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (Borsa'nın önceki ismi)

SPK, Kurul: Sermaye Piyasası Kurulu

SPKn: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

TMS: Türkiye Muhasebe Standartları

TFRS: Türkiye Finansal Raporlama Standartları

TTK: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

VUK: Vergi Usul Kanunu

## TABLO VE GRAFİK LİSTESİ

### **Tablolar:**

<b>Tablo 1.</b> Southwest Havayolları Bilançonun Özkaynaklar Bölümü.....	18
<b>Tablo 2.</b> Doğan Yayın A.Ş.'nin Özkaynakları.....	25
<b>Tablo 3.</b> Doğan Yayın A.Ş.'nin Sermaye Artırımı Sonrası Özkaynakları ve Sermayesi.....	26
<b>Tablo 4.</b> Frigo Pak A.Ş.'nin 30.09.2012 itibarıyla sermaye artırımı öncesi ve sonrası özkaynak dağılımı (0,7 TL değerli paya göre) .....	31
<b>Tablo 5.</b> Frigo Pak A.Ş.'nin 30.09.2012 itibarıyla sermaye artırımı öncesi ve sonrası özkaynak dağılımı (0,3 TL değerli paya göre) .....	32

## 1. GİRİŞ

Değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıf olarak tanımlanmıştır. Payların değerine ilişkin ise finans literatüründe ve hukuk mevzuatında farklı tanımlamalar yapılmıştır. Finans literatüründe pay için en sık nominal (itibarî) değer, ihraç değeri, piyasa değeri, borsa değeri, defter değeri terimleri karşımıza çıkarken hukuk mevzuatında ise payların nominal (itibarî) değerle ile ölçümleneceği hükme bağlanmıştır. Nominal değer, pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir.

Payların değerinin ölçülmesinde kullanılan nominal değer, dünyanın ekonomi ve finans alanında önde gelen ülkelerinin sermaye piyasalarında yaygın olarak kullanılmasına rağmen yoğun şekilde de eleştirilmektedir. Başta ABD olmak üzere Avrupa ve Asya'da, sulandırma (dilution) etkisiyle pay sahiplerini, pay sahiplerinin ortak oldukları anonim şirketlerin borç ve yükümlüklerine karşı o şirkette sahip oldukları itibarî pay değeri kadar sorumlu oldukları için alacaklıları da korumadığı düşünülen nominal değerli pay ihracı sisteminin ortaya çıkardığı problemleri azaltmak için nominal değeri olmayan ya da nominal değerinin altında pay ihracı gibi alternatif sistemler de kullanılmaktadır.

ABD'de 1912 yılında ilk kez New York'ta kabul edilen yasayla nominal değeri olmayan paylar ABD hukuku literatürüne girmiştir.<sup>1</sup> Özellikle Büyük Buhran ve sonrasında ABD'de yaşanan finansal sıkıntılar hukukçuları ve şirketleri sistem arayışına yöneltmiş ve nominal değeri olmayan ve nominal değerinin altında pay ihracı ABD'nin birçok eyaletinde kullanılmaya başlanmıştır.

---

<sup>1</sup> An Investigation into the use of low-par value shares in industrial Corporation reorganization and capital readjustments 1932-1936, Darwin Creque, Atlanta, Georgia; June 1938

Kıta Avrupası'nda Belçika ve Lüksemburg'ta nominal değeri olmayan pay ihracı 19'uncu yüzyıldan beri kullanılmaktadır.<sup>2</sup> Almanya'da nominal değeri olmayan pay ihracı tam anlamıyla olmasa da ara bir formülle 1998 yılından beri kullanılmakta olup nominal değerinin altında pay ihracı ise halen yasaktır.<sup>3</sup> İngiltere 2006 yılında yenilenen Şirketler Kanunu'yla nominal değeri olmayan pay ihracına izin veren fakat nominal değerinin altında pay ihracını yasaklayan düzenlemeler getirmiştir.<sup>4</sup>

Anonim şirketlerle ilgili genel düzenlemeleri içeren TTK ise, itibarî (nominal) değerinden aşağı bedelle pay çıkarılmasını yasaklamaktadır. Bu durum piyasa fiyatı, itibarî (nominal) değerinin altına düşen halka açık şirketlerin itibarî (nominal) değerinin altında bir bedelle nakit sermaye artırımını yapmalarına imkân vermemekte ve sermaye ihtiyacı olan bu şirketleri zor durumda bırakabilmektedir.

Örneğin, borsada işlem gören bir halka açık ortaklığın bir adet payının itibarî (nominal) değeri 1 TL'yken piyasa fiyatının 1 TL'nin altında (örneğin 0,8 TL) olması durumunda, bu halka açık ortaklığın itibarî (nominal) değer (1 TL) üzerinden yapacağı sermaye artırımına katılım sağlaması (0,8 TL piyasa değeri olan bir paya, ortakların 1 TL vermesi söz konusu olacağından) mümkün olmayabilecektir.

Bu nedenle, halka açık ortaklıklara ilişkin özel düzenlemeleri içeren SPKn'nda payları bir borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların piyasa fiyatı, nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine SPK tarafından izin verilebileceği belirtilmiştir. Böylece, piyasa fiyatı nominal değerinin altına inmiş bir halka açık ortaklığın sermaye artırımını yaparak nakit elde etmesi mümkün olabilecektir.

SPK tarafından yayımlanan VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"nin 18'inci maddesinde nominal değerinin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımına ilişkin şartlar düzenlenmiştir.

---

<sup>2</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer, Consultation Study Concerning the Implications of Adopting a No-Par Value Share Regime in Hong Kong - Final Report 29.11.2004

<sup>3</sup> <http://www.boerse-frankfurt.de/en/glossary/n>

<sup>4</sup> Companies Act 2006



SPKn'nun nominal değerin altında pay ihracına ilişkin hükmünün gerekçesinde<sup>5</sup> ise, özellikle TTK kapsamında sermaye artırımını yapması mümkün olmayan, payları nominal değerin altında işlem gören borsa şirketlerinin yaşadığı finansal sorunların daha da derinleşmesinin önlenmesinin amaçlandığı belirtilmiştir.

Diğer taraftan nominal değerin altında pay ihraç edilmesi, TTK'nun 508'inci maddesinde yer alan "Kar ve tasfiye payları ortakların şirkete ödedikleri tutar ile orantılı olarak dağıtılır" hükmüne aykırılık teşkil ettiği, tam ödenmeyen sermaye nedeniyle kar ve tasfiye dağıtımında sorunlar ile "bedeli tam ödenen ve ödenmeyen pay" şeklinde bir ayırımın ortaya çıkabileceği iddia edilerek eleştirilmektedir.

Ayrıca yapılan bu işlemle birlikte bazı durumlarda TTK'nun 376'ncı maddesi uyarınca sermaye kaybı ve borca batıklık kapsamında olmayan şirketlerin, nominal değerin altındaki pay ihraçları sonucunda TTK'nun 376'ncı maddesi hükümleri kapsamına girmesi durumu gündeme gelebilmektedir.

Bunun yanında, nominal değerin altında pay ihraçlarında nominal değerin altındaki tutarın muhasebeleştirilmesi hususu da diğer bir tartışma konusudur. Söz konusu tutarın ödenmemiş sermaye olarak muhasebeleştirilmesi, bedeli tam ödenen ve ödenmeyen şeklinde iki farklı pay türünü ortaya çıkarmakta ve bu payların işlem sırasının farklılaştırılmasına neden olmaktadır.

Çalışmamızda son olarak, lkemizde TTK ile yasaklanan fakat SPKn ile uygulamaya konulan nominal değerin altında pay ihracının beraberinde getirdiği ve yukarıda ana başlıkları itibarıyla verilen sorunlara çözüm aranmaya çalışılmıştır.

## **2. DEğERİN TANIMI**

Değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi ise değerleme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin

---

<sup>5</sup> 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri

kıymetini belirlemek amacıyla, söz konusu nesnenin özellikleri hakkında bir görüş bildirmektir.<sup>6</sup>

Pay senetlerinin değerine ilişkin finans literatüründe ve hukuk mevzuatında farklı tanımlamalar yapılmıştır. Finans literatüründe pay senetleri için ihraç değeri, piyasa değeri, borsa değeri, defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, net aktif değeri, alternatif gelir değeri, gerçek değer, nominal değer gibi değer tanımları yapılmıştır.<sup>7</sup> Türk hukuk mevzuatında ise pay senetlerinin itibarî değerle ile ölçümleneceği hükme bağlanmıştır.

## **A. Pay Senedinin Finans Literatüründe Değer Tanımlamaları**

### **a. İhraç (Emisyon) Değeri**

Pay senetlerinin şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değer üzerinde bir emisyon değeri de belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan (yeni pay alma) hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde, emisyon değeri normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır.

### **b. Piyasa Değeri**

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı değer, o pay senedinin piyasa değeri olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa değerinde zaman içinde değişimler gözlenebilir, gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa; borsa değeri ile eş anlamlı olarak kullanılan değerdir.

---

<sup>6</sup> GAGE, W.L., Değer Analizi, Milli Produktivite Merkez Yayınları:44, Ankara, 1999

<sup>7</sup> İMKB Eğitim Seti, Sermaye Artırımı, Temettü Ödemeleri, Bölünmeler

### **c. Borsa Değeri**

Borsada işlem görmeye başlayan pay senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan değeridir. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

### **d. Defter Değeri**

Bir işletmenin özsermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada özsermaye ile, ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin özsermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır.

### **e. Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri)**

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, pay senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri, piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin pay senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumda pay senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde ise, o işletmeyi likide etmek en akılcı yol olacaktır.

### **f. İşleyen Teşebbüs Değeri**

Burada, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.

### **g. Net Aktif Değeri**

Pay senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır.

### **h. Alternatif Gelir Değeri**

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, pay senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

### **i. Gerçek Değer**

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu pay senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu pay senedi için normal buldukları değerdir.

### **j. Nominal (İtibarî) Değer**

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir.

## **3. NOMİNAL (İTİBARÎ) DEĞER KAVRAMI**

### **A. Türkiye’de Nominal Değer Kavramı**

Ülkemizde itibarî değer kavramı VUK’nun 266’ncı maddesinde “her nevi senetlerle esham ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değer” olarak tanımlanmıştır.

Mülga 6762 sayılı TTK'nun 399'uncu maddesi uyarınca anonim ortaklıklarca ihraç edilecek her bir payın nominal değerinin bulunması zorunluluğu bulunmakta olup, nominal değerden yoksun olarak ihraç edilen paylar bătıldı. 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı TTK ile payın itibarî değerinin bulunması sistemi de aynen korunmuştur. Nominal değeri olmayan ve nominal değer altında pay ihracı sistemine geçmenin, önemli bir birikimin terkedilmesi sakıncası yanında, köklü bir sistem değişikliğini gerektirdiği de görülmüş, buna bu aşamada ihtiyaç olmadığı sonucuna varılmıştır.<sup>8</sup>

İtibarî (nominal) değer TTK'nda "Pay ve Sermaye Koyma Borcu" başlıklı altıncı bölümde düzenlenmiştir. TTK'nun "Asgari itibarî değer" başlıklı 476'ncı maddesinde;

*"(1) Payın itibarî değeri en az bir kuruştur. Bu değer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir. Anılan itibarî değer Bakanlar Kurulunca yüz katına kadar artırılabilir.*

*(2) Birinci fıkraya aykırı olarak çıkarılan paylar geçersizdir; ancak, pay için yapılan ödemededen doğan haklar saklıdır. Söz konusu payları ihraç edenler, zarar verdikleri kişilere karşı müteselsilen sorumludur. Zamanaşımı hakkında 560 ıncı madde uygulanır.*

*(3) Zora giren şirketin finansal durumunun iyileştirilmesi amacıyla payın itibarî değeri bir kuruştan fazla olduğu takdirde bir kuruşa kadar indirilebilir."*

hükmü yer almaktadır.

Anonim ortaklıklarda itibarî değer, sermaye katılma borcunun miktarını, hakların kapsamalarını ve içeriklerini ve primli pay ihracı durumunda prim hesabının saptanmasını sağlamaktadır.<sup>9</sup> Görüleceği üzere itibarî değer bir pay senedinin üzerinde yazılı olan değeri olmakla birlikte o payın ihraç değerini göstermemektedir. Diğer bir

---

<sup>8</sup> TTK Genel Gerekçe 122'nci paragraf.

<sup>9</sup> Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 2005, s.455, No:779

ifadeyle o payın gerçek değerini yansıtmamaktadır. Ancak o pay sahibinin sahip olduğu haklar ve borçlarının saptanmasında kullanılmaktadır.

Pay sahibinin şirketteki en önemli haklarından oy hakkı ve kardan yararlanma hakkının hesaplanmasında TTK ölçü olarak nominal değeri koymuştur. TTK'nun "Oy hakkı" bölümünün "İlke" başlıklı 434'üncü maddesinin birinci fıkrasında pay sahiplerinin, oy haklarını genel kurulda, paylarının toplam itibarî değeriyle orantılı olarak kullanacağı hükmü getirilmiştir. Bunun yanında TTK'nun "Kâr payı ve ilgili diğer hükümler" bölümünün "Kâr payı ve yedek akçeler" başlıklı 608'inci maddesinin ikinci fıkrasında ise eğer şirket esas sözleşmesinde aksi öngörülmediyse, kar payının esas sermaye payının itibarî değerine oranla hesaplanacağı, ayrıca yerine getirilen ek ödeme yükümlülüklerinin tutarının da kâr payının hesaplanmasında itibarî değere ekleneceği düzenlenmiştir.

TTK'nda altıncı bölümün "Pay Bedelini İfa Borcu ve İfa Etmemenin Sonuçları" başlıklı ikinci ayırımında, itibarî (nominal) değer pay sahiplerine yüklenen borçların saptanmasında da kullanılan ölçü olduğu düzenlenmiştir. TTK'nun "İlke" başlıklı 480'inci maddesinin birinci fıkrasında Kanunda öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibarî değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemeyeceği hükmü getirilmiştir. Söz konusu hüküm uyarınca pay sahipleri, ortak oldukları anonim şirketlerin borç ve yükümlüklerine karşı o şirkette sahip oldukları itibarî pay değeri kadar sorumludurlar.

#### **4. NOMİNAL DEĞERİ OLMAYAN VE NOMİNAL DEĞERİN ALTINDA PAY KAVRAMI**

##### **A. Tanım ve Gelişimi**

Payların değerinin ölçülmesinde kullanılan nominal değer, dünyanın ekonomi ve finans alanında önde gelen ülkelerinin sermaye piyasalarında yaygın olarak kullanılmasına rağmen yoğun şekilde de eleştirilmektedir. Başta ABD olmak üzere Avrupa ve Asya'da, sulandırma (dilution) etkisiyle pay sahiplerini, pay sahiplerinin ortak oldukları anonim şirketlerin borç ve yükümlüklerine karşı o şirkette sahip oldukları itibarî pay değeri kadar sorumlu oldukları için alacaklıları da korumadığı

düşünülen nominal değerli pay ihracı sisteminin ortaya çıkardığı problemleri azaltmak için nominal değeri olmayan ya da nominal değerinin altında pay ihracı gibi alternatif sistemler de kullanılmaktadır.

ABD’de 1912 yılında ilk kez New York’ta kabul edilen yasayla nominal değeri olmayan paylar ABD hukuku literatürüne girmiştir. Nominal değeri bulunmayan pay uygulamasına geçiş sürecinde New York Eyaleti Barolar Birliği’nde bu hususta birçok tartışmalar yaşanmıştır. İlk olarak 1896 yılının başında konuya ilişkin olarak bir rapor hazırlanmış, bunun ardından 1907 yılı sonlarına doğru da konuya ilişkin bir yasa tasarısı hazırlanmıştır. Söz konusu yasa tasarısı yasama meclisince kabul olunmuş ancak eyalet valisi tarafından reddedilmiştir. Bunun ardından 1910 yılında aynı yasa tasarısında bazı değişiklikler yapılarak yasama meclisine sunulmuştur ancak bu kez de söz konusu tasarı yasama meclisinden geçememiştir. Nihayet yasa tasarısı yasama meclisi ve vali tarafından onaylanarak 15.04.1912 tarihinde yasalaşmış ve nominal değeri bulunmayan pay kavramı ekonomi literatürüne girmiştir. New York eyaletince bu sisteme geçilmesini takiben ABD’deki diğer eyaletler de zamanla bu uygulamayı benimsemişlerdir.

Uygulamanın yaygınlaştırılması amacıyla bazı eyaletlerde bu sisteme geçmeyen şirketlere yönelik çeşitli yükümlülükler ve müeyyideler uygulanmıştır. Bunun sonucu olarak uygulama yaygınlaşmıştır. Ancak uygulamanın zamanla yayılmasının nedenini sadece uygulanan bu yükümlülük ve müeyyidelere bağlamak hatalı olacaktır. Uygulanan bu yükümlülükler ve müeyyideler yanında birçok ortaklığın da bu sistemi benimsemiş olması sistemin yaygınlaşmasını kolaylaştırdığı söylenebilir.

Kıta Avrupası’nda Belçika ve Lüksemburg’ta nominal değeri olmayan pay ihracı 19’uncu yüzyıldan beri kullanılmaktadır. AB’nin kurulması ve büyümesi sürecinde Almanya, Avusturya, Fransa gibi ülkelerde ticaret hukuklarında önemli değişimler olsa da nominal değeri olmayan ve nominal değerinin altında pay ihracı konusunda söz konusu ülkeler çekingen davranmışlardır. Buna karşın Avrupa’da hem hukuk ve finans öğretisi hem sermaye piyasası uzmanları hem de uygulayıcılar ve ilgili

çevreler itibarî değerin yararlı olduğuna ilişkin görüşlere karşı çıkmaktadır.<sup>10</sup> Eleştiriler şöyle özetlenebilir:

- Piyasa, özellikle borsa değeri olduğu andan itibaren itibarî değer, payın/pay senedinin değerini belirtme işlevini yitirmekte, karmaşaya yol açmaktadır.
- Payın kaydıleştirilmesinin yaygınlaşmasıyla bu kavram anlamsız hâle gelmiştir.
- İtibarî değerin, sermayenin korunmasındaki, oy hakkının hesaplanıp belirlenmesindeki, sermayenin azaltılması ve borca batıklığa karşı alınacak önlemlerin uygulanmasındaki işlevleri abartılmamalıdır. ABD’de itibarî değer bulunmadığı halde tüm bu sorunlar kolayca çözülmüştür. İtibarî değerli sistemden itibarî değersiz rejime geçişin de zor olmayacağı ayrıca ileri sürülmüştür. AB’de ulusal paradan Avro’ya dönüşte karşılaşılan sıkıntılar itibarî değere şüphe ile bakanların sayısını çoğaltmıştır.

İngiltere 2006 yılında yenilenen şirketler Kanunu’yla nominal değeri olmayan pay ihracına izin veren fakat nominal değerin altında pay ihracını yasaklayan düzenlemeler getirmiştir.

İtibarî değerli paylardan tam olarak vazgeçemeyen ölkeler, bu paylar yanında, öğretide bir çeşit "rotuş" veya "kozmetik" düzenleme olarak nitelenen yeni ve (tabir caizse) “arada kurum”a yer vermişlerdir: Bu “yarı itibarî değersiz” veya “gerçek olmayan itibarî değersiz pay” (real no par value shares) şeklinde adlandırılan paydır. Alman kanun koyucusu 25.03.1998 tarihli "Stückaktiengesetz" ile hukuk sistemlerine soktukları bu paya "Stückaktien" demişlerdir. Aynı payları Fransız kanun koyucusu 02.07.1998 tarihli Fransa Ticaret Kanunu’nun 228’inci maddesinin sekizinci fıkrasına yerleştirmişlerdir. Anılan fıkrada esas sözleşmede payın itibarî değerinin gösterilmesi zorunluğu kaldırılmıştır. Fransız hukukunda bu kurum Belçika hukukundaki kesir paya (action du quotite) benzetilmektedir. Gerçek olmayan itibarî değersiz pay

---

<sup>10</sup> High Level Group of Company Law Experts, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2004 ([ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf))



sisteminde, esas sözleşmede sermayenin kaç adet paya bölündüğünün yazılmasıyla yetinilmekte, fakat payın itibarî değeri belirtilmemektedir. Anonim şirketler reformu ile ilgili çalışmalar sırasında, İsviçre’de bu tür için "sessiz (kalan) pay senetleri" terimi kullanılmıştır. Çünkü pay senedi itibarî değer hakkında suskundur. Pay senedinde o senedin içerdiği payın sermayeye oranı (1/1.000.000) gibi bir oranla gösterilmekte, ancak itibarî değer ifade edilmemektedir.<sup>11</sup>

Avrupa'daki kısaca özetlenen karşılığa rağmen, itibarî değer yerini korumaktadır. Bunun en önemli sebebi, itibarî değer terk edilince sistemde önemli bir değişiklik yapmak ihtiyacının hemen ortaya çıkacağıdır.

### **B. Nominal Değeri Olmayan Pay Kavramı**

Nominal değerli pay sisteminde payların üzerinde yazılı bir değer bulunur. Bu sistemde, ihraç edilen payların üzerinde yazılı nominal değerlerin toplamı şirketin ödenmiş sermayesini gösterir. Nominal değeri bulunmayan pay sisteminin nominal değerli pay sisteminden temel farkı ise bu sistemde payların üzerinde yazılı bir değer bulunmamasıdır.

Ülkemizde de benimsenmiş olan nominal değerli sistemde payların nominal değerinin yanında ayrıca eğer bu paylar borsaya kote edilmiş bir şirkete ait ve borsada işlem görüyorsa söz konusu payların borsa değeri de bulunmaktadır. Payın alım satıma konu edilen fiyatı borsa değeri olduğundan dolayı nominal değerli sistemde payların nominal değeri gerek şirketler gerekse ortaklar açısından önem arz etmemektedir. Nominal değer ancak bir ortaklığın paylarının borsa değerinin nominal değerinin altına düştüğü takdirde nakit sermaye artırımını yapmanın ekonomik olarak çok güç hale gelmesi durumunda önemini ortaya koymaktadır.

Nominal değeri bulunmayan pay sisteminde ise yalnızca payların borsa değeri bulunmakta olup, üzerinde yazılı bir değeri bulunmamaktadır. Bu modelde ihraç edilen payların fiyatı yönetim kurulunca serbestçe belirlenir. Ancak bu payların nominal değeri bulunmadığı için borsa değeri pay fiyatının tespitinde önem taşımaktadır.

---

<sup>11</sup> TTK Genel Gerekçe 63’üncü paragraf.

Nominal değeri bulunmayan payların en önemli özelliklerinden birisinin de ihraçcının paylarını farklı fiyattan satabilmesi hususudur. Örneğin bir şirket ihraç edeceği payların bir kısmını 20 TL'den satarken, kısa bir süre sonra çıkaracağı payları 30 TL'den satabilmektedir.

Bu modelin daha iyi anlaşılabilmesi için minimum 1.000 \$ sermayeye ihtiyacı olan bir anonim ortaklığın bu sermayeyi elde edebilmesi için karşılaşılabileceği aşığıdaki varyasyonların incelenmesi uygun olacaktır.

Varyasyon I- Ortaklığın çıkarılmış sermayesinin 1.000 adet nominal değeri bulunmayan adi paydan oluşması durumunda:

a) Tamamı bir seferde satılmak üzere pay ihraç edilmesi durumunda

b) Yarısı hemen satılmak, kalanı ise gelecekte satılmak üzere pay ihraç edilmesi durumunda

Varyasyon II- Ortaklığın çıkarılmış sermayesinin 100 \$ nominal değerli 100 adet imtiyazlı pay ile 100 adet nominal değeri bulunmayan paydan oluşması durumunda.

Varyasyon I (a)'da, yani ortaklığın ihtiyacı olan minimum sermayeye ulaşmak için payların tamamen satılmak üzere ihraç edilmesi durumunda payların nominal değeri olmamasına karşın tamamı bir seferde satılacağı ve çıkarılmış sermayeyi de geçemeyeceği için bu paylara kanunen zımni bir satış değeri konulmuş olacak ve bu zımni değer de 1 \$ olacaktır.

Varyasyon I (b)'de ilk 500 pay için minimum satış fiyatı 2 \$ olacak, ikinci 500 adet pay için bir minimum/maksimum fiyat bulunmayacaktır.

Varyasyon II'de ise ilk önce 10 adet imtiyazlı pay nominal değerden satılacak, adi paylar için bir minimum fiyat bulunmayacaktır.

Yukarıda görüleceği üzere varyasyon I (b)'deki ikinci 500 adet pay ve varyasyon II'deki tüm adi paylar için herhangi bir minimum/maksimum fiyat sınırlaması olmayacaktır. Yani satış fiyatı 1 cent de olabilecek sınırsız da olabilecektir.<sup>12</sup>

Nominal değeri bulunmayan pay sistemine geçilmesinin altında pay sahipleri açısından değerlendirildiğinde iki farklı düşünce yatmaktadır. Bunlardan birincisi nominal değerlerin payların gerçek değerini yansıtmaması nedeniyle ortakların yanılmasına yol açabileceği ile nominal değerli pay sisteminin ortaklıkların bilançolarındaki sulandırma (dilution) etkisini artırdığı düşüncesidir.

Nominal değerlerin payların gerçek değerini yansıtmaması nedeniyle ortakların yanılmasına sermaye artırımlarında rüçhan hakkının kullanılması örnek gösterilebilir. Sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımı kısıtlanmamış ya da kaldırılmamışsa öncelikle mevcut ortaklar tarafından rüçhan hakları kullanılmakta, kullanılmayan rüçhan hakları ise borsada satışa sunulmaktadır. Sermaye artırımlarında rüçhan haklarının ortaklara nominal değer ya da bunun üzerinde bir değerle kullandırılmasında herhangi bir engel bulunmamaktadır. Ancak uygulamada rüçhan hakları genel itibarıyla nominal değer üzerinden kullandırılmakta, rüçhan hakkı sonrası kalan paylar ise borsada oluşan fiyattan satılmaktadır. Borsa'da 2012 yılında ortaklara rüçhan hakkı kullandırılarak gerçekleştirilen 42 adet nakit sermaye artırımının 31'inde, 2013 yılında gerçekleştirilen 25 adet nakit sermaye artırımının ise 21'inde rüçhan hakkı nominal değer üzerinden kullandırılmıştır.

Nominal değerli payların ihraç değeri genel kurulun sermaye artırım kararında ya da yönetim kurulunun yetkili olması durumunda yönetim kurulunca belirlenmektedir. Ortaklar söz konusu değer ile bağlıdırlar. Ancak söz konusu değer belirlenmesinde ortakların çıkarları da gözetilerek hareket edilmeli ortakların zarara uğramaları engellenmelidir. Ancak borsa değerinin altında bir ihraç değeri belirlenirse, pay sahipleri isterlerse yeni pay alma hakkını kullanarak isterse bu haklarını satarak zararlarını telafi edebilmektedirler. Kaldı ki ihraç edilen payın borsa değeri ile ihraç değeri arasında bir fark olmalıdır ki yeni pay alma hakkının bir değere sahip olup

---

<sup>12</sup> ISRAELS Carlos L., Problems of Par and No-Par Shares: A Reappraisal, Columbia Law Review, 1947

piyasada satın alınabilmesi mümkün olsun. Bununla birlikte, mülga TTK sisteminde ihraç değerinin mevcut payların borsa değerine uygun olarak belirlenmesi hususunda kanuni bir mecburiyet bulunmaması nedeniyle ortakların belirlenen değer yüksek ya da düşük olduğuna ilişkin dava hakları da bulunmadığı<sup>13</sup> gibi mevcut TTK sisteminde de ortakların söz konusu duruma ilişkin dava hakkı bulunmamaktadır.

Yeni pay alma hakkı fiyatı belirlenirken de eşit işlem ilkesine aykırı hareket edilmemesi gerekirken birlikte, olması gerekenden çok düşük ya da yüksek olarak belirlenecek pay fiyatının ortakları zarara uğratma ihtimali de göz ardı edilmemelidir.

Diğer yandan nominal değerli pay sisteminin ortaklıkların bilançolarındaki sulandırma (dilution) etkisini artırdığı düşünülmektedir. Pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde, gelecekte pay sahibini bekleyen en önemli tehlike, şirkete katılma payının sulandırılmasıdır. Bunun için çıkarılacak yeni payların değerinin gerçeğe uygun (fair) olması kanunen sağlanmalıdır. Borsa şirketlerinde gerçeğe uygun değer<sup>14</sup>, günlük ağırlıklı ortalama borsa değeridir.<sup>15</sup>

Nakit karşılığı yapılan sermaye artırımlarında mevcut pay sahiplerine tanınan rüçhan hakkı ile bu kişilerin şirkette sahip oldukları pay oranlarının ve değer korunması için kendilerine bir seçenek sunulmaktadır. Tüm pay sahipleri mevcut sermayedeki payları oranında yeni ihraç edilecek sermayeden pay alma hakkına sahip olmakla, artırım sonrası şirketteki pay oranlarını koruyabilmektedirler.

Özellikle borsa değeri, nominal değer üzerinde olan şirketlerde rüçhan hakkına katılım sadece sermayedeki pay oranını değil, hissedarın elindeki servetin değerini de korumaktadır. Bu şirketlerde rüçhan hakkının borsa değerinin altında bir fiyat üzerinden kullandırılması halinde, yeni ihraç edilen paylara borsa değerine göre daha düşük bir bedel ödemek sureti ile sahip olunabilmektedir. Rüçhan hakkı

---

<sup>13</sup> YILDIZ, Şükrü, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara, 2004, s.200

<sup>14</sup> TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü, 9'uncu paragraf: " Bu TFRS, gerçeğe uygun değeri, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlar."

<sup>15</sup> High Level Group of Company Law Experts, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2004 (ec.europa.eu/internal\_market/company/docs/modern/report\_en.pdf)

kullanılmaması halinde ise artırım sonrası eski pay sahibinin sermayedeki oranı düşmekte, rüçhan hakkını kullanan ortaklar, yeni payları gerçek değer altında ucuza satın aldıklarından şirkete fon girişi, vazgeçilen değere göre düşük kalmaktadır. Bunun sonucunda rüçhan hakkını kullanmayan ortakların sahip oldukları servet değeri erimektedir. Bu nedenle, yatırımcılar nakit karşılığı yapılan sermaye artırımlarında rüçhan hakkı borsa değerinin altında kullandırıldığı sürece, servetlerini korumak için sermaye artırımına mutlaka katılmak zorunda kalmaktadır.<sup>16</sup>

TTK'da altıncı bölümün "Pay Bedelini İfa Borcu ve İfa Etmemenin Sonuçları" başlıklı ikinci ayırımında, itibarî (nominal) değer pay sahiplerine yüklenen borçların saptanmasında da kullanılan ölçü olduğu düzenlenmiştir. TTK'nun "İlke" başlıklı 480'inci maddesinin birinci fıkrasında Kanunda öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibarî değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemeyeceği hükmü getirilmiştir. Söz konusu hüküm uyarınca pay sahipleri, ortak oldukları anonim şirketlerin borç ve yükümlüklerine karşı o şirkette sahip oldukları itibarî pay değeri kadar sorumludurlar.

### **C. Kavramlar**

İtibari değerden yoksun pay uygulamasının muhasebeleştirilmesine geçmeden önce bu hususun daha iyi anlaşılması açısından öncelikle "Sabit Değer" (Stated Value) ve "Geri Edinilmiş Pay"<sup>17</sup> (Treasury Stock) ifadelerinin tanımlanması uygun olacaktır.

Sabit değer (Legal/Stated Value): İtibari değerden yoksun pay uygulamasında payların itibarî değerinin bulunmamasına karşın ABD'de bazı eyaletlerde itibarî değer yerine sabit değer uygulamasına izin verilmiştir. Bu uygulamada payların nominal değeri olmamakla birlikte yönetim kurulunca belirlenen bir sabit değeri bulunmaktadır. Bu değer piyasa değeri ile bir ilgisi bulunmamaktadır. Sabit değer, şirketlerin kar dağıttığı zaman veya kendi paylarını geri satın aldığı zaman sahip

---

<sup>16</sup> İMAMOĞLU İPEK, Nevin, Nakit Sermaye Artırımlarında Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Dergisi, 2013/13

<sup>17</sup> 'Stated Value' ve 'Treasury Stock' kavramları ülkemiz mevzuatında yer almamakla birlikte, bu çalışmada bu kavramlar yerine sırasıyla "Sabit Değer" ve "Geri Edinilmiş Pay" ifadeleri kullanılacaktır.

olması gereken minimum sermayeyi göstermeye yardımcı olmaktadır.<sup>18</sup> Diğer bir deyişle sabit değerle ölçülen sabit sermaye ortakların değişmez yatırımlarını göstermektedir.<sup>19</sup> Eğer bir payın ne nominal değeri ne de sabit değeri yoksa çıkarılmış sermaye payın ilk ihraç edildiği zaman elde edilen gelire eşittir.

Geri edinilmiş pay ise şirketin daha önceden ihraç edip ortaklarından geri almış olduğu paylardan oluşmaktadır. Geri edinilmiş payların kar payı alma, oy kullanma hakları bulunmadığı gibi bu paylar tedavüldeki paylar arasında da değerlendirilememektedir.

#### **D. Nominal Değeri Bulunmayan Paylarda Muhasebeleştirme**

Nominal değeri bulunmayan paylarda muhasebeleştirme nominal değerli payların muhasebeleştirilmesine benzerlik taşır. Nominal değeri bulunmayan payların muhasebeleştirilmesi aşağıdaki örneklerde görülmektedir.

##### Örnek Uygulama 1<sup>20</sup>

ABC unvanlı bir şirketin tanesi 13 \$'dan 100.000 adet pay ihraç etmesi durumunda;

Şirketin paylarının nominal değerinin bulunması ve her bir payın nominal değerinin 1 \$ olması durumunda aşağıdaki muhasebe kaydı yapılmaktadır.

- KASA	1.300.000
- ADI PAYLAR	100.000
- NOMİNAL DEĞER NEDENİYLE OLUŞAN FAZLA ÖDENMİŞ SERMAYE	1.200.000

Şirket paylarının nominal değerinin bulunmaması ancak payların sabit değerinin bulunması durumunda ise muhasebe kaydı aşağıdaki şekilde olacaktır:

<sup>18</sup> <http://thismatter.com/money/stocks/legal-capital.htm>

<sup>19</sup> Emanuel Steven, Corporations, s.503

<sup>20</sup> <http://www.accountingcoach.com/online-accounting-course/17Xpg03.html>

- KASA	1.300.000	
- ADİ PAYLAR		100.000
- SABİT DEĞER NEDENİYLE OLUŞAN FAZLA ÖDENMİŞ SERMAYE		1.200.000

Şirketin paylarının nominal değerinin ya da sabit değerinin bulunmaması durumunda ise aşağıdaki kayıt yapılacaktır:

- KASA	1.300.000	
- ADİ PAYLAR		1.300.000

### Örnek Uygulama 2<sup>21</sup>

XYZ unvanlı bir şirket daha önceden ihraç ederek satmış olduğu 1 \$ nominal değerli 15.000 adet payı tanesi 25 \$'dan geri almaktadır. Bu işlemin muhasebe kaydı:

- GERİ EDİNİLMİŞ PAYLAR	375.000	
- KASA		375.000

şeklinde olacaktır. Daha sonra bu şirket geri edinmiş olduğu payların yarısını 28 \$'dan satmıştır. Söz konusu işlemin muhasebe kaydı aşağıdaki şekilde olacaktır:

- KASA (7.500 x 28 \$)	210.000	
- GERİ EDİNİLMİŞ PAYLAR (7.500 x 25 \$)		187.500
- GERİ EDİNİLMİŞ PAYLAR NEDENİYLE OLUŞAN FAZLA ÖDENMİŞ SERMAYE		22.500

Şirketin geri kalan 7.500 adet payı da 21 \$'dan satması durumunda ise yapılacak kayıt aşağıdaki gibi olacaktır.

<sup>21</sup>[http://www.cliffsnotes.com/study\\_guide/Accounting-for-Stock-Transactions.topicArticleId-21248,articleId-21193.html](http://www.cliffsnotes.com/study_guide/Accounting-for-Stock-Transactions.topicArticleId-21248,articleId-21193.html)

- KASA (7.500 x 21 \$)	157.500	
- GERİ EDİNİLMİŞ PAYLAR	22.500	
NEDENİYLE OLUŞAN FAZLA		
ÖDENMİŞ SERMAYE		
- GEÇMİŞ YILLAR KARLARI	7.500	
		- GERİ EDİNİLMİŞ PAYLAR
		(7.500 x 25 \$)
		187.500

### **E. Nominal Değeri Bulunmayan Pay Kullanımının Avantaj ve Dezavantajları**

İtibari değerden yoksun payların en başta değer karışıklıklarını ve dolayısıyla yanılırları önledikleri, sermaye artırımını kolaylaştırdıkları ve ortaklık alacaklarının güvenliğini daha iyi sağladıkları ileri sürülmektedir.<sup>22</sup>

Nominal değeri bulunmayan pay sisteminde ihraç edilen payların satış fiyatı payların gerçek değerini yansıtmaktadır. Bu sistemde nominal değerli sistemin aksine fiyat oluşumu ihraç edilen payların alıcılarının ödemek isteyeceği fiyat ile belirli olur. Diğer bir ifadeyle, nominal değerli sistemde fiyat genel kurulca belirlenerek satılırken, nominal değeri bulunmayan pay sisteminde yine pay fiyatı yönetim kurulunca belirlenir ancak özünde bu fiyatın tespitinde bir adet paya yatırımcıların ödemek isteyeceği tutar göz önünde bulundurulur. Bu sistemde payların üzerinde yazılı bir değer bulunmadığı için, değer karışıklıkları ve dolayısıyla yanılırlar önlenmektedir.

Nominal değeri bulunmayan sistemde sermaye artırımını nominal değerli sisteme göre daha kolaydır. Nominal değerli sistemde daha önce de değindiğimiz üzere pay fiyatının nominal değer altına inmesi durumunda sermaye artırımını ekonomik yönden çok güç hale gelmektedir. Nominal değeri bulunmayan pay sisteminde ise payların nominal değeri bulunmadığı için şirket yönetim kurulunca belirlenecek fiyattan doğrudan satılmaktadır. Böylece payların nominal değerinin altına düşmesi gibi bir sorun ortaya çıkmayacaktır. Ayrıca her bir ihraçta fiyat farklı olarak

<sup>22</sup> Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 2005, s.455, No:780



belirlenebilmektedir. Bu durum ise yönetim kurullarına fiyat tespitinde serbestlik tanımaktadır.

Nominal değeri bulunmayan pay sistemini benimseyenler olduğu gibi bu sisteme karşı çıkanlar da olmaktadır. Bu sisteme karşı çıkanların temel olarak iki gerekçesi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi nominal değer kaldırılmasının şirket alacaklılarını korumasız bırakacağı düşüncesidir. Nominal değerli sistemde ihraç edilen payların ihraç değeri en az nominal değerdir. Dolayısıyla bir ihraçta elde edilecek gelir de ihraç edilen pay sayısının bir payın nominal değeri ile çarpılmasıyla elde edilir. Nominal değeri bulunmayan pay sisteminde ise asgari bir ihraç değeri yoktur. Paylar oldukça düşük bir fiyattan da ihraç edilebilir. Bu nedenle elde edilecek gelir de değişebilmektedir. İşte bu husus ortaklıktan alacaklı olanlara tam bir güvence vermemektedir.

Nominal değeri bulunmayan pay sistemine karşı çıkanların ileri sürdüğü bir diğer görüş ise sermaye artırımında ihraç edilen yeni payların fiyatının yönetim kurulunca olması gerekenden düşük belirlenerek söz konusu payların yönetim kurulu üyeleri ya da kendilerine yakın olan kişiler tarafından satın alınması yoluyla sermaye artırımının şahsi çıkarlar için kullanılabileceği düşüncesidir.<sup>23</sup>

## **F. Nominal Değerin Altında Pay Kavramı**

TTK'nun "Primli paylar" başlıklı 347'nci maddesine göre itibarî değerinden aşağı bedelle pay çıkarılamayacağı hükmü bulunmaktadır. Diğer bir deyişle itibarî değerden yoksun (nominal değeri olmayan) ya da itibarî değer altında pay senedi ihracı durumunda bu pay senedi batıldır.

Buna karşın SPKn'nun "Sermaye piyasası araçlarının satışı" başlıklı 12'nci maddesi ile Kurul'un, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç

---

<sup>23</sup> BONBRIGHT, James C., The Dangers Of Shares Without Par Value, Columbia Law Review, 1924, Vol. XXIV, No:5

edilmesine izin verebileceği ve buna ilişkin usul ve esasların Kurul'ca belirleneceği hükmü getirilmiştir.

### **G. Borsa Değerinin Nominal Değerin Altına Düşmesi**

Tüm anonim şirketlerde zorunlu olduğu üzere payları borsada işlem gören şirketlerin pay senetlerinin de bir itibarî değeri bulunmaktadır. Ancak bir payın borsada işlem görmesi sırasında 1 payın nominal değeri 1 TL'den farklı olabilmekte beraber nominal değeri 1 TL olarak dikkate alınmaktadır. Bunun sonucu olarak borsada oluşan fiyat 1 adet payın fiyatını değil, 1 TL nominal değerli 1 adet payın fiyatını göstermektedir.

Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda kimi zaman bir payın borsada değeri o payın borsa işlemleri açısından dikkate alınan nominal değerinin (1 TL) altına inebilmektedir. Bu durum gerek söz konusu şirketler gerekse şirket ortakları açısından olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu durumun borsa değeri nominal değerinin altında bulunan şirketler açısından doğuracağı en olumsuz sonucu sermaye artırımlarında kendini göstermektedir. Özellikle kriz zamanlarında ortaklıkların paylarının nominal değere yaklaştıkça söz konusu paydan kaçış hızlanmakta ve dolayısıyla bu kaçış pay fiyatındaki düşüşü hızlandırmaktadır. Payların nominal değerinin altına düşmesi durumunda ise sermaye artırımları neredeyse imkansız hale gelmektedir. Zira hiç bir yatırımcı borsadan nominal değerinin altında bir fiyatla alacağı bir paya, nominal değere eşit ya da üstünde bir fiyat vermek istemeyecektir.

Yukarıda anlatılan benzer bir durum özellikle 2008 yılında yaşanan küresel kriz nedeniyle ülkemizde de yaşanmış ve payları borsada işlem gören şirketlerin bir çoğunun paylarının borsa değeri borsa işlemlerinde esas alınan 1 TL'lik nominal değerinin altına düşmüştür. Bu nedenle söz konusu şirketlerin 2499 sayılı mülga SPKn hükümleri uyarınca ekonomik açıdan nakit sermaye artırımında bulunmaları imkânsız hale gelmiş ve buna bağlı olarak söz konusu şirketler daha ziyade şirketlerdeki hakim pay sahiplerine nominal değerden tahsisli olarak sermaye artırımını yoluna gitmişler, bunun sonucunda da sermaye artırımına katılamayan küçük ortakların toplam sermaye içindeki payları azalırken büyük ortakların (hakim ortakların) hakimiyeti pekişmiştir.

Görüldüğü üzere payların borsada satış fiyatının itibarî değerinin altında bulunması finansal kriz dönemleri başta olmak üzere anonim ortaklıkların kimi zaman nakit sermaye artırımını yapmalarını ekonomik olarak çok güç hale getirmiştir. Kaldı ki borsa satış fiyatının nominal değere eşit ya da nominal değer az üstünde bir fiyata sahip olması durumunda bile nakit sermaye artırımını yapmanın ekonomik güçlükleri bulunmaktadır. Böyle bir durumda ise şirketler tahsisli sermaye artırımını yapma yolunu seçmektedirler. Tahsisli olarak gerçekleştirilecek bir sermaye artırımının, tahsisli sermaye artırımına katılmayan ortakların ortaklıkta sahip oldukları pay oranının düşmesine yol açacağından dolayı, eşit işlem ilkesine uygunluğu ise tartışılır olacaktır.

## **H. Ülkemizde Nominal Değerin Altında Pay İhracına İlişkin Mevzuat Hükümleri ve Uygulamaları**

Tüm bu olumsuz sonuçlar dikkate alınarak payları nominal değer altında işlem gören şirketlerin sermaye artırımlarına imkân sağlamak amacıyla, yukarıda da değinildiği üzere SPKn'nun "Sermaye piyasası araçlarının satışı" başlıklı 12'nci maddesi ile Kurul'un, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine izin verebileceği ve buna ilişkin usul ve esasların Kurul'ca belirleneceği hükmü getirilmiştir.

Bunun yanında SPKn'nun "Kayıtlı sermaye sistemi" başlıklı 18'inci maddesinin beşinci fıkrasında yer alan yönetim kurulunun; imtiyazlı veya nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi için esas sözleşme ile yetkili kılınmasının şart olduğu hükmü getirilmiştir.

Söz konusu hükümler ile nominal değer altında pay ihracı ilk kez mümkün hale gelmiş olup Kurul'un SPKn'nun ilgili maddelerine dayanarak hazırladığı ve 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak 22.07.2013 tarihinde yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nde (Pay Tebliği) nominal değer altında pay ihracına ilişkin hükümler ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Pay Tebliği'nin "Nominal değerin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımı" başlıklı 18'inci maddesinin birinci fıkrasında payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların, yapacakları sermaye artırımında paylarını nominal değerinin altında bir fiyattan ihraç edebilmeleri için sermaye artırım kararının kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz gün içinde paylarının borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasının nominal değerinin altında olması gerektiği ve bu durumda ortaklığın tescil edilen sermayesinin nominal değer üzerinden tespit olunacağı hükme bağlanmıştır. Örneğin 1 TL nominal değerli bir şirketin sermaye artırım karar tarihinden önceki günlük ağırlıklı ortalama piyasa fiyatının 30 günlük ortalamasının 80 kuruş olması durumunda söz konusu Tebliğ hükümleri uygulanabilecektir.

Adı geçen maddenin ikinci fıkrasında ise payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar nominal değerin altında pay ihraç edemeyecekleri hükmü getirilmiştir. Diğer bir deyişle nominal değerin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımını sadece payları borsada işlem gören ortaklıklar yapabilecektir.

Üçüncü fıkrada ise nominal değerinin altında pay ihracının, payların halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılması (nitelikli yatırımcıya ya da tahsisli satış) suretiyle gerçekleştirilebileceği ifade edilerek ihraç edilecek payların fiyatının sermaye artırım kararının kamuya açıklandığı tarihten önceki 30 gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından aşağı olamayacağı şartı getirilmiştir. Yukarıdaki örnekte 30 günlük ağırlıklı ortalama fiyat 80 kuruş olduğu için nominal değerin altında ihraç edilecek pay bedeli 80 kuruş ile 1 TL arasında olabilecektir.

İmtiyazlara ilişkin hususların açıklandığı dördüncü fıkrada ise ortaklıkta belirli pay gruplarına veya belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine imtiyaz tanınmış olması durumunda, sermaye artırımına ilişkin Kurulca onaylı izahname ya da ihraç belgesinin ihraççıya verilmesinden önce, esas sözleşmede gerekli değişikliklerin yapılması suretiyle imtiyazlara son verilmesinin şart olduğu fakat imtiyazlara son verilmeyerek nominal değerin altında sermaye artırım işleminin yapılması için ortaklığın yönetiminde kontrol sahibi olan kişiler ve/veya sermayesinde imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar tarafından nominal değerin altında pay ihracı öncesinde, SPKn'nun

25 inci maddesi çerçevesinde diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulmasının zorunlu olduğu ifade edilmiştir.

Beşinci fıkrada nominal değer altında ihraç edilecek payların halka arz edilerek satılmak istenmesi durumunda uyulması gereken kurallardan bahsedilmiştir. Söz konusu satışta ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklarının yeni pay alma haklarının tamamını kullanmalarının zorunlu olduğu ve bu ortakların bu suretle elde edecekleri paylarını borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle borsada satamayacakları hükmü getirilmiştir. Söz konusu kişiler izahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru sırasında, konuya ilişkin taahhütlerinin Kurula iletecekler ve söz konusu taahhütlere ve bunların içeriğine izahnamede yer verilecektir. Yönetim kontrolünün belirlenmesinde ise SPKn'nun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmünün esas alınacağı ifade edilmiş olup bu fıkrada belirtilen süre içinde söz konusu payların kısmen veya tamamen borsa dışında satılması veya devredilmesi durumunda Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılması zorunluluğu getirilmiştir. Ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların borsa dışında satacakları nominal değer altında ihraç edilen paylarını alanlar da bu sınırlamaya tabi olmuştur.

Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda nominal değer altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımını yapılabilmesine ilişkin hükümler ise altıncı fıkrada yer almaktadır. Söz konusu satış için yetkili organ kararı ile yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerekmektedir. Nominal değer altında yapılacak pay ihracının halka arz edilmeksizin gerçekleştirilmesi halinde, sermaye artırımını sonrasında en az bir yıl boyunca ortaklık bünyesinde gerçekleştirilecek yatırımlara, sermaye artırımından elde edilecek fonların kullanım yerine, ortaklık borçlarının ödenip ödenmemesine ve varsa ortaklık bünyesinde gerçekleştirilmesi planlanan diğer önemli işlemlere ilişkin olarak ortaklık tarafından bir rapor hazırlanarak bu raporun başvuru aşamasında Kurula sunulması ve KAP'ta kamuya açıklanması şart olup beşinci fıkrasındaki satış yasağının, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçtan pay alan tüm gerçek ve tüzel kişiler için de uygulanacağı ifade edilmiştir.

Yedinci fıkrada nominal değerin altında pay ihracı yoluyla yapılacak sermaye artımında ihraç edilecek payların borsada diğer paylarla aynı şekilde işlem göreceği hükme bağlanmıştır.

Sekizinci fıkra ihraç edilecek payların (rneğin 1 TL) ile ihraç değeri (rneğin 80 kuruş) arasındaki fark (rneğin 20 kuruş) z kaynaklarda indirim kalemi olarak izleneceğini, bu tutarın genel kurul kararı ile izleyen dönemlerde sermayeye eklenebilecek öz kaynak kalemlerinden mahsup edilebileceğini ve mahsup işlemi tamamlanmadan kar dağıtımını yapılamayacağını açıklamaktadır.

Dokuzuncu fıkrada nominal değer altında pay ihracı için Kurula başvuru aşamasında gerekli belgeler hakkında bilgi verilmiştir.

Onuncu fıkrada ise artırılan sermayeyi temsil eden payları satın alacak yatırımcıların talebinin alınmasından önce, ortaklığın içinde bulunduğu genel durumu açıklayan ve içeriği Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nce belirlenen risk bildirim formunun kullanılması ve bu formun sermaye artırımına katılacak yatırımcılarca imzalanması zorunluluğu getirilmiştir.

Ülkemizde nominal değerin altında pay ihracına ilişkin bu çalışmanın hazırlandığı sırada ilk ve tek uygulama, Doğan Yayın Holding A.ř.'nin (Doğan Yayın A.ř.) 2.000.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle %21,42750 oranında (428.550.000 TL) artırılarak 2.428.550.000 TL'ye çıkarılması amacıyla SPK'ya başvurması ile olmuştur. Söz konusu sermaye artırımında mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması suretiyle, artırılan tutarı temsilen ihraç edilecek 1 TL itibarî değerli 428.550.000 adet payın tamamının Doğan Yayın A.ř.'nin hakim ortağı Doğan şirketler Grubu Holding A.ř.'ye (Doğan Holding) 1 TL nominal değerli 1 adet payın satış fiyatı 0,70 TL olmak üzere nominal değerin altında bir bedelle tahsis edilmiştir.

Pay Tebliği'nin 18'inci maddesinin sekizinci fıkrası uyarınca ihraç edilen payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki farkın öz kaynaklarda indirim kalemi olarak izlenmesi gerekmekte olup, Doğan Yayın A.ř. paylarının nominal

değeri (1 TL) ile ihraç değeri (0,70 TL) arasındaki fark (0,30 TL) özkaynaklarda indirim kalemi olarak izlenmiştir.

SPK'nun 07.06.2013 tarih ve 20/670 sayılı toplantısında alınan karar uyarınca "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" kapsamına giren sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören anonim ortaklıklar için 31.03.2013 tarihinden sonra sona eren ara dönemlerden itibaren yürürlüğe konulacak formatlar 2013/19 sayılı SPK Bülteni ile kamuya duyurulmuş olup, söz konusu formatlar uyarınca bilanço içerisinde özkaynaklar kalemi altındaki "Paylara İlişkin Primler/İskontolar" kalemi; pay ihraç primleri, iptal edilen ortaklık payları, kontrol gücü devam eden ortaklıkların pay satış kârları gibi sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan ve sermayenin bir parçası sayılan tutarların izlendiği kalem olup, nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilen paylara ilişkin nominal değer ile ihraç değeri arasındaki fark nedeniyle oluşan negatif farkların dipnotlarda ayrıca gösterilmesi gerekmektedir. Doğan Yayın A.Ş.'nin bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2012 tarihli konsolide finansal tablolarına göre özkaynakları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

<b>31.12.2012</b>	<b>Tutar (Bin TL)</b>
Özkaynaklar	1.420.467
Sermaye	2.000.000
Kanuni Yedek Akçeler	21.693

Doğan Yayın A.Ş.'nin gerçekleştireceği sermaye artırımını sonrasında çıkarılmış sermayesi 2.428.550.000 TL'ye yükselmiştir. Sermaye artırımını sonrasında Doğan Yayın A.Ş. tarafından en son kamuya açıklanan 30.09.2013 tarihli finansal tablolarında yer alan özkaynak ve sermaye kalemleri aşağıdaki gibi olmuştur.

	<b>Tutar (Bin TL)</b>
Özkaynaklar	1.590.492
Sermaye	2.428.550
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	(128.565)
Kanuni Yedek Akçeler	21.693

Paylar nominal değerin altında ihraç edileceğinden, payların nominal değeri (428.550.000 TL) ile ihraç değeri (299.985.000 TL) arasındaki fark (128.565.000 TL) bu kalemde gösterilecektir.

### **I. Nominal Değerin Altında Pay İhracına İlişkin Değerlendirme**

TTK'nun 508'inci maddesinde, esas sözleşmede aksine bir hüküm olmadığı durumlarda kar ve tasfiye payının ortakların şirkete ödedikleri tutar ile orantılı olarak dağıtılacağına ilişkin hüküm yer almaktadır. Bu hüküm ile ortakların şirkete ödedikleri pay bedelleri ile orantılı olarak kar ve tasfiye payı alacakları hükme bağlanmıştır. Buna paralel olarak, nominal değerin altında pay ihracı nedeniyle eksik ya da az para ödeyen kişilere daha az kar ve tasfiye payı verilmesi sonucu ortaya çıkmaktadır.

Nominal değerin altında pay ihraç edilmesi durumunda payları alan ortakların eksik bedel ödedikleri dikkate alınarak, nominal değerin altındaki tutarın ödenmemiş sermaye olarak kaydedilmesi gündeme gelmektedir. Böylece ödenmemiş sermaye tutarının ileride bir zamanda ödenmesi gerektiği ve daha sonra ödenmesi durumunda diğer paylar ile aynı haklara sahip olacağı sonucu çıkmaktadır.

Ancak kar ve tasfiye payına ilişkin genel hükümleri içeren TTK'nun 507'nci maddesinde ise, kar ve tasfiye payına ilişkin sermaye piyasası mevzuat hükümlerinin saklı olduğu belirtilmektedir.

Yukarıda bahsi geçen hükümlerden anlaşılacağı üzere nominal değerin altında pay ihraç edilmesi, TTK'nun 508'inci maddesinde yer alan "kar ve tasfiye payları ortakların şirkete ödedikleri tutar ile orantılı olarak dağıtılır" hükmüne aykırılık teşkil etmekte, tam ödenmeyen sermaye nedeniyle kar ve tasfiye dağıtımında sorunlar ile bedeli tam ödenen ve ödenmeyen pay şeklinde bir ayrımı ortaya çıkarabilmektedir. Ayrıca yapılan bu işlemle birlikte pay bedellerinin düşük olması ve pay ihracı tutarının mevcut sermaye oranına göre yüksek olması gibi bazı ender durumlarda TTK'nun 376'ncı maddesi uyarınca sermaye kaybı ve borca batıklık kapsamında olmayan şirketlerin, nominal değerin altındaki pay ihraçları sonucunda TTK'nun 376'ncı maddesi hükümleri kapsamına girmesi durumu gündeme gelebilmektedir.



## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Payların değerinin ölçülmesinde kullanılan nominal değer, dünyada bir çok ülkenin finansal sisteminin en önemli unsurlarından birini oluşturmasının yanı sıra beraberinde getirdiği bazı problemler nedeniyle de tenkitlere maruz kalmaktadır. Pay sahiplerinin yanı sıra alacaklıları da korumadığı düşünülen nominal değerli pay ihracı sisteminin ortaya çıkardığı problemleri azaltmak için nominal değeri olmayan ya da nominal değer altında pay ihracı gibi alternatif sistemler de kullanılmaktadır.

Nominal değeri bulunmayan pay sisteminde yalnızca payların borsa değeri bulunmakta olup, üzerinde yazılı bir değeri bulunmamaktadır. Bu modelde ihraç edilen payların fiyatı yönetim kurulunca serbestçe belirlenir. Ancak bu payların nominal değeri bulunmadığı için borsa değeri pay fiyatının tespitinde önem taşımaktadır. Nominal değeri bulunmayan payların en önemli özelliklerinden birisinin de ihraççının paylarını farklı fiyattan satabilmesi hususudur.

Diğer taraftan, payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda kimi zaman bir payın borsada satış fiyatı o payın borsa işlemleri açısından dikkate alınan nominal değerinin altına inebilmektedir. Bu durum gerek söz konusu şirketler gerekse şirket ortakları açısından olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu durumun borsa değeri nominal değer altında bulunan şirketler açısından doğuracağı en olumsuz sonucu sermaye artırımlarında kendini göstermektedir. Payların nominal değer altına düşmesi durumunda ise sermaye artırımları neredeyse imkansız hale gelmektedir. Zira hiç bir yatırımcı borsadan nominal değer altında bir fiyatla alacağı bir paya, nominal değere eşit ya da üstünde bir fiyat vermek istemeyecektir. Böyle bir durumda ise şirketler tahsisli sermaye artırımı yapma yolunu seçmektedirler. Tahsisli olarak gerçekleştirilecek bir sermaye artırımının, tahsisli sermaye artırımına katılmayan ortakların ortaklıkta sahip oldukları pay oranının düşmesine yol açacağından dolayı, eşit işlem ilkesine uygunluğu ise tartışılır olacaktır.

ABD’de geçtiğimiz yüzyılın başından beri kullanılan nominal değeri olmayan ve nominal değer altında pay ihracı, Avrupa ülkelerinin ticaret ve finans çevrelerinde uzun süre tartışma konusu olmuştur. İngiltere nominal değeri olmayan pay ihracına

2006 yılında yürürlüğe giren Şirketler Kanunu'yla izin vermiş, Almanya ve Fransa gibi ülkeler nominal değeri olmayan pay ihracını ABD'deki uygulamaları farklı bir şekilde kanunlarına işlemiş olmalarına rağmen nominal değer altında pay ihracı söz konusu ülkelerde halen yasaktır. Diğer bir deyişle Avrupa'da itibarî değer yerini korumaktadır. Bunun en önemli sebebi, itibarî değer terk edilince sistemde önemli bir değişiklik yapmak ihtiyacının hemen ortaya çıkacak olmasıdır. Avrupa ülkeleri kendilerini henüz büyük çaplı bir sistem değişikliğine hazır görmemektedir.

Ülkemizde ise anonim şirketlerle ilgili genel düzenlemeleri içeren TTK, nominal değerinden aşağı bedelle pay çıkarılmasını yasaklamaktadır. TTK'nun genel gerekçesinde nominal değeri olmayan ya da nominal değer altında pay sistemine geçmenin önemli bir birikimin terkedilmesi sakıncası yanında köklü bir sistem değişikliğini gerektirdiği görüldüğünden buna bu aşamada ihtiyaç olmadığı sonucuna varılmıştır. TTK'nun nominal değer altında pay çıkarılmasını yasaklaması, piyasa değeri nominal değerinin altına düşen halka açık şirketlerin nominal değer altında bir bedelle nakit sermaye artırımını yapmalarına imkân vermemekte ve sermaye ihtiyacı olan bu şirketleri zor durumda bırakabilmektedir.

Bu nedenle, halka açık ortaklıklara ilişkin özel düzenlemeleri içeren SPKn'nda payları bir borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların piyasa fiyatı, nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine SPK tarafından izin verilebileceği belirtilmiştir. Böylece, piyasa fiyatı nominal değerinin altına inmiş bir halka açık ortaklığın sermaye artırımını yaparak nakit elde etmesi mümkün hale gelmiştir.

SPK tarafından yayımlanan VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"nin 18'inci maddesinde nominal değer altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımına ilişkin şartlar düzenlenmiştir.

SPKn'nun nominal değer altında pay ihracına ilişkin hükmünün gerekçesinde ise, özellikle TTK kapsamında sermaye artırımını yapması mümkün olmayan, payları nominal değer altında işlem gören borsa şirketlerinin yaşadığı finansal sorunların daha da derinleşmesinin önlenmesinin amaçlandığı belirtilmiştir.

Nominal değerin altında pay ihraçlarında nominal değerin altındaki tutarın muhasebeleştirilmesi önem taşımaktadır. Sermaye piyasası mevzuatındaki mevcut uygulamanın yanı sıra söz konusu tutarın ödenmemiş sermaye ve geçmiş yıllar zararı olarak muhasebeleştirilmesi alternatifleri üzerinde durulabilir.

Söz konusu tutarın ödenmemiş sermaye olarak muhasebeleştirilmesi bedeli tam ödenen ve ödenmeyen şeklinde iki farklı pay türünü ortaya çıkarmakta ve bu payların işlem sırasının farklılaştırılmasına neden olmaktadır. Ülkemizde Borsa'da işlem gören payların temettü dağıtımına ilişkin önceki mevzuatta payların eski ve yeni olarak ayrılması gibi nominal değerin altında ihraç edilen ve ödenmemiş sermaye olarak muhasebeleştirilen payların da daha önce ihraç edilen paylarla işlem sıralarının ayrı olması hususunda düzenleme yapılabilir. Söz konusu düzenlemeyle bir şirketin paylarına nominal değer ya da nominal değerinin üstünde bir bedel ödeyen pay sahipleriyle nominal değerin altında o paya sahip olan pay sahiplerinin ödedikleri bedel kadar bir hakka sahip olmaları sağlanarak pay sahipleri arasında adaletin tesis edilebileceği düşünülmektedir.

Diğer taraftan söz konusu paylar aynı işlem sırasında bulunsalar bile ödenmemiş sermayenin nasıl ödeneceği soru işareti olarak karşımıza çıkmaktadır. Ödenmemiş sermaye olarak muhasebeleştirilecek tutarın söz konusu paylar borsada işlem görmeyecek şekilde ihraç edilmesi ve sonrasında anılan paylar dolaşıma çıkacaksa aradaki farkın ödenmesi şartının getirilmesiyle sorunun çözülebileceği düşünülmektedir.

Bunun yanında nominal değerin altında pay ihraçlarında nominal değerin altındaki tutarın ödenmemiş sermaye olarak muhasebeleştirilmesinin önündeki engellerden birisi de TMS ve TFRS'ye göre hazırlanan bilançolarda "Ödenmemiş Sermaye" hesap kaleminin bulunmamasıdır. Söz konusu engel yukarıda önerilen mevzuat düzenlemeleriyle birlikte TMS ve TFRS'ye "Nominal Değerin Altında Pay İhracı Sebebiyle Ödenmemiş Sermaye" gibi bir hesap kaleminin eklenmesiyle kaldırılabilir.

Diğer taraftan nominal değer ile ödenen tutar arasındaki farkın geçmiş yıllar zararları hesabında izlenmesi durumunda, mevcut ortakların gelecek kar payları etkilenebilmektedir. Bu durum gerek TTK gerekse SPKn'nda benimsenen eşitlik ilkesine aykırılık oluşturabilmektedir.

Bu itibarla nominal değer altında pay ihraç edilmesine ilişkin olarak aşağıda yer alan yöntemin benimsenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Yöntemde nominal değer ile birim pay için ödenen tutar arasındaki farkın geçmiş yıllar zararı hesabına aktarılması öngörülmekle birlikte, bu işlemin gerçekleşmesi bazı şartlara bağlanmıştır. Bu şartlar ile mevcut ortakların zarar görmesi ve TTK'nun 376'ncı maddesi hükümleri kapsamında olmayan şirketlerin söz konusu madde kapsamına girmesi engellenmeye çalışılmaktadır.

Konuya ilişkin Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Frigo Pak A.Ş.) 30.09.2012 tarihli finansal durumu örnek olarak verilebilir. Aşağıda Frigo Pak A.Ş.'nin 30.09.2012 itibarıyla özkaynak dağılımı, pay fiyatı, pay başına düşen özkaynak ve geçmiş yıllar zararı kalemleri gösterilmektedir. Buna göre Frigo Pak A.Ş. paylarının 0,70 TL'den işlem gördüğü ve yine 0,70 TL'den 10 milyon TL sermaye artırımını yaptığını varsayalım. Bu durumda Frigo Pak A.Ş. sermaye kalemine 10 milyon TL tutar ekleyecekken, geçmiş yıllar zararına bu nedenle 3 milyon TL yazılacaktır. Hazırlanan yeni proforma özkaynak kalemlerine göre Frigo Pak A.Ş.'nin pay başına düşen özkaynak kalemi artmış aynı zamanda pay başına düşen geçmiş yıllar zararı azalmıştır. Bu durumdan Frigo Pak A.Ş.'nin mevcut ortaklarının da faydalandığı görülmektedir.

<b>Tablo 4. Frigo Pak A.Ş.'nin 30.09.2012 itibarıyla sermaye artırım öncesi ve sonrası özkaynak dağılımı (0,7 TL değerli paya göre)</b>		
<b>(TL)</b>	<b>Sermaye Artırımı Öncesi</b>	<b>Sermaye Artırımı Sonrası</b>
<b>Payın Borsa Değeri</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
	<b>30.09.2012</b>	<b>30.09.2012</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>14.021.301</b>	<b>21.021.301</b>
Ödenmiş Sermaye	26.000.000	36.000.000
Hisse Senedi İhraç Pirimleri	31.149	31.149
Maddi Duran Varlıklar Değer Artış Fonu	7.055.423	7.055.423
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	26.672	26.672
Geçmiş Yıllar Zararları	(18.713.057)	(21.713.057)
Net Dönem Karı/Zararı	-378.886	-378.886
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>35.438.561</b>	<b>42.438.561</b>
Pay Fiyatı	0,7	0,7
Özkaynak/Sermaye	0,54	0,58
Geçmiş Yıllar Zararı/Sermaye	0,72	0,60

Diğer taraftan Özkaynak/Sermaye oranının pay fiyatının nominal değere oranının altında olması durumunda (Frigo Pak A.Ş. için 0,54 TL'nin altında olması durumunda) mevcut ortakların özkaynaktan aldığı pay azalmaktadır ayrıca böyle bir durumda şirketler TTK'nun 376'ncı maddesi hükümleri kapsamına girebilmektedir. Frigo Pak A.Ş. paylarının 0,30 TL'den işlem gördüğü ve yine 0,30 TL'den 10 milyon TL sermaye artırım yapıldığını varsayalım. Bu durumda Frigo Pak A.Ş. sermaye kalemine 10 milyon TL tutar ekleyecekken, geçmiş yıllar zararına bu nedenle 7 milyon TL yazılacaktır. Hazırlanan yeni proforma özkaynak kalemlerine göre Frigo Pak A.Ş.'nin pay başına düşen geçmiş yıllar zararı azalmış fakat pay başına düşen özkaynak kalemi azalmış olacaktır. Bu durumda Frigo Pak A.Ş., TTK'nun 376'ncı maddesi hükümleri kapsamına girmektedir.

<b>Tablo 5. Frigo Pak A.Ş.'nin 30.09.2012 itibarıyla sermaye artırım öncesi ve sonrası özkaynak dağılımı (0,3 TL değerli paya göre)</b>		
<b>(TL)</b>	<b>Sermaye Artırımı Öncesi</b>	<b>Sermaye Artırımı Sonrası</b>
<b>Payın Borsa Değeri</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
	<b>30.09.2012</b>	<b>30.09.2013</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>14.021.301</b>	<b>17.021.301</b>
Ödenmiş Sermaye	26.000.000	36.000.000
Hisse Senedi İhraç Pirimleri	31.149	31.149
Maddi Duran Varlıklar Değer Artış Fonu	7.055.423	7.055.423
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	26.672	26.672
Geçmiş Yıllar Zararları	(18.713.057)	(25.713.057)
Net Dönem Karı/Zararı	-378.886	-378.886
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>35.438.561</b>	<b>38.438.561</b>
Pay Fiyatı	0,3	0,3
Özkaynak/Sermaye	0,54	0,47
Geçmiş Yıllar Zararı/Sermaye	0,72	0,71

Bu nedenle nominal değer in altında pay ihraç ederken pay fiyatı ile pay başına düşen özkaynak tutarı karşılaştırılmalı, pay fiyatının pay başına düşen özkaynak tutarından yüksek olması durumunda nominal değer in altında pay ihracına izin verilmelidir.

## KAYNAKÇA

### Yararlanılan Kitap, Makale ve Diğer Kaynaklar

BONBRIGHT, James C.

1924 The Dangers Of Shares Without Par Value, Columbia Law Review, Vol. XXIV, No:5

CREQUE, Darwin

1938 An Investigation Into The Use of Low-Par Value Shares In Industrial Corporation Reorganization and Capital Readjustments 1932-1936, ProQuest Information and Learning Company

EMANUEL, STEVEN L.

2009 Corporations, Aspen Publishers, Issue 11, S. 503

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER,

2004 Consultation Study Concerning the Implications of Adopting a No-Par Value Share Regime in Hong Kong - Final Report 29.11.2004

GAGE, W.L.,

1999 Değer Analizi, Milli Produktivite Merkez Yayınları:44, Ankara

İMAMOĞLU İPEK, Nevin,

2013 Nakit Sermaye Artırımlarında Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Dergisi, 2013/13

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS

2004, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe

ISRAELS, Carlos L.

1947 Problems of Par and No-Par Shares: A Reappraisal, Columbia Law Review,

İMKB

2011 Sermaye Artırımı, Temettü Ödemeleri, Bölünmeler, İMKB Eğitim Seti, İstanbul

POROY, TEKİNALP, ÇAMOĞLU

2005 Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Arıkan Basın Yayım, İstanbul

YILDIZ, Şükrü,

2004 Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin Yayıncılık, Ankara

### **Yararlanılan Mevzuat**

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Genel Gerekçesi

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri

Companies Act 2006 (The UK)

Mülga 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü



## Yararlanılan İnternet Siteleri

<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr>

<http://www.borsaistanbul.com>

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

<http://www.sec.gov>

<http://www.accountingscholar.com/common-preferred-shares.html>

<http://www.accountingcoach.com/online-accounting-course/17Xpg03.html>

[http://www.cliffsnotes.com/study\\_guide/Accounting-for-Stock-Transactions.topicArticleId-21248,articleId-21193.html](http://www.cliffsnotes.com/study_guide/Accounting-for-Stock-Transactions.topicArticleId-21248,articleId-21193.html)

<http://thismatter.com/money/stocks/legal-capital.htm>

<http://www.boerse-frankfurt.de/en/glossary/n>

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)