

UYGULAMA VE DEĞERLEME  
AÇISINDAN SERMAYE ARTIRIMI  
-Kayıtlı Sermaye Uygulaması  
ve İMKB Değerlemesi-

(Yüksek lisans Tezi)

Kadir Karakurt

UYGULAMA VE DEĞERLEME AÇISINDAN SERMAYE ARTIRIMI  
-Kayıtlı Sermaye Uygulaması ve İMKB Değerlemesi-

Kadir KARAKURT

YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İşletme Ana Bilim Dalı  
Finansman Bölümü  
Danışman: Prof. Dr. Doğan Bayar

Yüksek Lisans Tezi  
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Eskişehir

ESKİŞEHİR  
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Ocak 1993

## YAZAR

### Yüksek Lisans Dalı

Finansman

### Özgeçmiş

- |                     |  |
|---------------------|--|
| 11 Aralık 1968..... | Zile (Tokat)'da doğdu.   |
| 1986.....           | Lise. Zile Lisesi.   |
| 1990.....           | Lisans. Anadolu Üniversitesi<br>İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.          |
| 1990-.....          | Anadolu Üniversitesi Sosyal<br>Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans<br>Öğrencisi. |

## İÇİNDEKİLER

BÖLÜM	Sayfa
I. GİRİŞ.....	1
A. PROBLEM.....	1
B. AMAÇ.....	2
C. ÖNEM.....	3
D. VARSAYIMLAR.....	3
E. SINIRLILIKLAR.....	3
F. YÖNTEM.....	4
G. TANIMLAR.....	4
II. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN VE FİNANS KURAMI.....	6
A. SERMAYE YAPISININ OLUŞUMU.....	6
B. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN.....	7
1. Genel Olarak Özsermaye ile Finansman.....	7
2. Özsermaye ile Finansmanda Kullanılan Kaynaklar.....	8
a. İç Kaynaklar.....	8
1) Yeniden Değerleme Fonu.....	8
2) Diğer İç Kaynaklar.....	9
b. Dış Kaynaklar.....	10
1) Nakit Karşılığı Sermaye Artırımı.....	10
2) Ayın Karşılığı Sermaye Artırımı.....	10
C. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN ARACI: HİSSE SENETLERİ.....	10
1. Hisse Senedi Türleri.....	10
2. Hisse Senetlerinde Değer.....	11
3. Hisse Senetlerinin Sağladığı Haklar.....	12
a. Mali Haklar.....	12
1) Kar Payı.....	12
2) Yeni Pay Alma Hakkı.....	13
3) Tasfiye Kalanına Katılma Hakkı.....	13
b. Diğer Haklar.....	13

D. SERMAYE ARTIRIMININ PİYASA DEĞERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN FİNANS KURAMI VE GÖRÜŞLER.....	14
1. Nötr Fiyat Etkisi.....	14
2. Pozitif Fiyat Etkisi.....	15
3. Negatif Fiyat Etkisi.....	15
a. Bilgiye Dayalı Hipotezler.....	15
b. Fiyat Baskısı Hipotezi.....	17
c. Finansal Kaldıraç Hipotezi.....	17
III. KAYITLI SERMAYE UYGULAMASI.....	19
A. KAYITLI SERMAYE SİSTEMİ.....	19
1. ABD, İngiltere ve Kara Avrupasında Kayıtlı Sermaye.....	20
a. İngiliz ve ABD Sistemi.....	20
b. Kara Avrupasında.....	20
2. Kayıtlı Sermaye Sisteminin TTKSistemiyle Karşılaştırılması.....	21
b. KSS nin TTK Sisteminden Farkları.....	22
3. Kayıtlı Sermaye Sisteminin Yarar ve Sakıncaları.....	23
a. Sistemin Yararları.....	23
1) Kolaylık Sağlaması.....	23
2) Yönetim Hakları ve Yetkileri.....	23
3) Özkaynak-Yabancı Kaynak Dengesini Sağlamak Bakımında.....	23
4) Sermayenin Dilimler Halinde Artırılması.....	23
5) Değiştirilebilir Tahvil Çıkarılması Bakımından.....	24
6) Kendi Pay Senetlerini Satın Alma Bakımından.....	24
7) Sermaye Piyasasının Gelişmesi Bakımından.....	24
8) Prestij Unsuru Olması.....	25
b. Sistemin Sakıncaları.....	25
4. Türk Hukukunda Kayıtlı Sermaye.....	26
a. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Anonim Ortaklığı Kanunu.....	26
b. Yatırımlar Holding Anonim Ortaklığı Kanunu.....	26
c. Sermay Piyasası Kanunu.....	26
B. TÜRKİYEDE KAYITLI SERMAYE UYGULAMASI (SerPK SİSTEMİ).....	27
1. Sistemin Esasları ve İşleyişi.....	28
a. Taban Sermaye.....	28
b. Tavan Sermaye.....	29
c. Sermaye Değişimi.....	29
d. Yönetim Kurulunu Yetkilendirme.....	30

1) İtibari Değerin Üzerinde Pay Çıkarma Yetkisi ve Bedelsiz Pay Alma Hakkı.....	31
2) İmtiyazlı Paylar Çıkarma ve İmtiyazlı Pay Sahiplerinin Haklarını Kısıtlama Yetkisi.....	32
2. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş.....	33
a. Sisteme Geçiş İçin Gerekli Koşullar.....	33
b. Kurula başvuru ve izin.....	34
3. Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermayenin Artırılması.....	34
a. Sermaye Artırımıyla İlgili Özellik Arz Eden Bazı Hususlar.....	35
1) Satınalma Taahhüdü.....	35
2) SPK Onayı.....	36
3) Yeniden Değerleme Fonunun Sermayeye İliavesi.....	36
4) KSS Dışındaki Halka Açık Ortaklıkların Durumu.....	36
b. Sermaye Artırımında İzlenecek Yol.....	37
C. KAYITLI SERMAYE UYGULAMA UYGULAMA ÖRNEĞİ:	
ENKA HOLDİNG YATIRIM ANONİM ŞİRKETİ.....	39
1. Tanıtıcı Bilgiler.....	39
2. Kayıtlı Sermaye ve Sermaye Artırımları.....	40
3. Değerlendirme.....	42
IV. DEĞERLEME AÇISINDAN SERMAYE ARTIRIMI.....	43
A. DEĞER TRANSFERİ VE BÖLÜNMESİ.....	43
1. Sermaye artırımında Değer Transferi ve Bölünmesi.....	44
2. Yeni Pay Alma Hakkının Değeri ve Yeni Piyasa Fiyatı.....	47
-Temettü Farkı.....	51
3. Yeni Piyasa Fiyatının İhraç Fiyatının Altına Düşmesi (Sermaye Artırımının Tehlikeye Düşmesi).....	53
4. Yeni Payların Eskilerinin Uzantısı Olması.....	57
5. Hisse Başı Kar ve Temettü.....	60
6. İhraç Fiyatı ve İhraç Fiyatı Alternatifleri.....	60
7. Yeni Pay İhracı Yoluyla Sağlanan Kaynağın Maliyeti.....	61
B. PAZAR DEĞERLEMESİ.....	65
1. Gerçekleştirilen Sermaye Artırımlarının İncelenmesi.....	66
2. Sermaye Artırımları ve Kar Dağıtımı (Temettü).....	69
3. Sermaye Artırımının Piyasa Değerine Etkisi.....	72
V. SONUÇ.....	74

ÇİZELGELER VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	79
EKLER.....	80
1.....	81
2.....	82
3.....	83
4.....	84
5.....	85
6.....	86
7.....	87
8.....	88-89
9.....	90-92
KAYNAKÇA.....	93

## BÖLÜM I

### GİRİŞ

#### A. PROBLEM

Türkiye’de, sermaye piyasasını geliştirme çabaları planlı dönemle başlamıştır. Koşulları azar azar oluşmaya başlayan sermaye piyasasında ise, 1980’den itibaren diğer ekonomik gelişme ve değişimler paralelinde büyük gelişmeler olmuştur. Sermaye piyasasına ilişkin yasal düzenleme uzun yıllar süren tartışma ve çalışmalardan sonra nihayet 28.7.1981 tarih ve 24499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun kabulü ile yapılmıştır. Kayıtlı Sermaye esasına dayalı bu Kanunla Türk Sermaye Piyasası’nda büyük bir mevzuat boşluğu doldurulmuştur. Diğer taraftan 1986 yılı başında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (İMKB) faaliyete geçmesiyle sermaye piyasası temel kurum ve kurallarıyla işlemeye başlamıştır.

Türkiye’de halka açılma, daha ziyade sermaye artırımını yoluyla değil, büyük pay sahiplerinin kendi paylarını halka arz yoluyla satmalarıyla gerçekleşmiştir. Bundan sonra özsermaye sağlanması için büyük ölçüde sermaye artırımlarına gidilmiştir. Sermaye artırımında uygulanan yöntem bakımından ise, İMKB’nda hisse senetleri işlem gören ortaklıkların büyük çoğunluğu Sermaye Piyasası Kanunu’nda öngörülen ve özellikle çok ortaklı şirketlerin sermaye artırımında büyük kolaylıklar getiren “kayıtlı sermaye sistemine“ geçmişlerdir.

Sermaye artırımları; kayıtlı sermaye sisteminin getirdiği kolaylıklar, rüçhan hakkı kullanılarak ve bedelsiz hisse senedi verilerek yapılan sermaye artırımlarına yatırımcıların olumlu tepkisi, borsaya olan ilginin artması gibi nedenlerle ivme kazanmış, özellikle 1989 yılında yoğunlaşmaya başlayan halka açılmalarla büyük boyutlara ulaşmıştır. Sermaye artırımlarıyla çıkarılan hisse senetleri, istisnalar dışında nominal değerden mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullanılarak satılmıştır. Bunun yanısıra enflasyonun düzeyine göre sürekli olarak oluşan yeniden değerlendirme fonunun sermayeye eklenmesi ve buna karşılık bedelsiz hisse senedi verilmesi de sermaye artırımları içinde büyük yer tutmuştur. Bu şekilde gerçekleştirilen sermaye



artırımları yatırımcılarca büyük ilgi görmüş; sermaye artırımını haberleri hisse sendi fiyatını artıran en önemli bilgi haline gelmiş; spekülasyonlara neden olmuştur. Ayrıca hisse senetlerinin, nominal değerden satılması ve bedelsiz sermaye artırımıyla fiyatların düşmesi (bölünmesi) hisse sentlerini amatör yatırımcılar açısından cazip hale getirmiş ve geniş kesimlere yayılmasında etkili olmuştur.

Diğer taraftan; Türkiye’de sermaye piyasasının etkin piyasa özelliklerini göstermediği her hisse senedini ikame edebilecek benzer risk ve getiri özellikleri taşıyan menkul kıymetin bulunmadığı, talep eğrisinin yatay olmadığı (negatif eğimli olduğu), bilgisel asimetri olduğu, borçlanmanın özsermayeye kıyasla vergi açısından önemli avantajı bulunduğu, geleceğin belirsiz olması nedeniyle kısa vadeli düşünülmediği hususları, üzerinde genel olarak mutabık olunmuştur. Sermaye artırımıyla sağlanan fonların yeterince verimli yatırımlara tahsis edilip edilmediği; sermaye artırımının iflas ve finansal kriz olasılığına etkisi (olumlu etki) konularındaki değerlendirmelerin, bilgilerin elde edilmesi ve işlenmesi bakımından yeterli olmadığı bilinmektedir. Bunlar, sermaye artırımının, piyasa değeri üzerinde olumsuz etkisinin olacağını düşündürürken, genel olarak piyasa değerini yükselten en önemli faktörlerden birinin sermaye artırımını olması ilgi çekici bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu durumda sermaye artırımının incelemesi, değerlendirilmesi, piyasa değerine etkisiyle birlikte sorgulanması gerekmektedir. Sermaye artırımının kısa dönemde piyasa değeri üzerindeki olumlu etkisinin uzun dönemde de varlığını sürdürüp sürdürmediğinin araştırılması da konuya açıklık getirecek bir husustur. Diğer taraftan Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat’ın Türkiye’de sermaye değişimi konusundaki gelişmelere ve ihtiyaçlara uygunluğu bu araştırma açısından önem arz eder. Özellikle sermaye artırımının ortaya çıkardığı finansal sonuçları karşılamaya yeterli olup olmadığının incelenmesi ve sorgulanması gerekir.

## B. AMAÇ

Bu araştırmanın temel amacı, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımlarının, sermaye artırımında uygulanan bir yöntem olan kayıtlı sermaye uygulaması ve sermaye artırımlarının ortaya çıkardığı finansal sonuçlar bakımından betimlenmesidir.

Bu amaçla, Türkiye’de kayıtlı sermaye uygulamasının niteliği, yararlılığı, uyumluluğu ve yeterliliği; sermaye artırımının finansal sonuçlarının nasıl değerlendirileceği, pazar etkileri, kar dağıtımıyla

ilişkilendirilmesi, piyasa değerine etkisi açıklanmaya çalışılan hususlardır.

Belirtilen amaçlar doğrultusunda, İkinci Bölümde özsermaye ile finansman ve sermaye artırımına ilişkin finans kuramı genel ve kısa olarak ele alındı. Üçüncü bölümde kayıtlı sermaye uygulaması incelendi ve bir kayıtlı sermaye uygulama örneğiyle ortaya konulmaya çalışıldı. Dördüncü bölümde sermaye artırımını değerlendirme açısından ele alındı. Sermaye artırımının ortaya çıkardığı sonuçlar incelenerek açıklanmaya çalışıldı. İMKB'de işlem gören ortaklıkların sermaye artırımları incelendi. piyasaya etkileri ve ortaklığın piyasa değerine etkileri açıklanmaya çalışıldı. Beşinci bölümde ulaşılan sonuçlar ortaya konularak bu doğrultuda önerilerde bulunuldu.

### **C. ÖNEM**

Bu araştırmayla, sermaye artırımıyla oluşan hisse senedinin piyasa fiyatı ve yeni pay alma hakkının değeri konusunda yeni bir bakış açısı getirilmiştir. Buna göre yapılan değerlemelerin, daha uygun olacağı umulmaktadır. Sermaye artırımının İMKB bazında incelenmesinin ve uzun dönemde piyasa fiyatına etkisine ilişkin sonuçların da bu konuda yeni bir fikir vereceği beklenmektedir. Araştırma sonucuna göre, yasal düzenleme konusunda yapılan önerilerin uygulanmasının, sermaye piyasasının gelişmesi bakımından daha yararlı olacağı düşünülmektedir.

### **D. VARSAYIMLAR**

Bu araştırmada bazı varsayımlara yer verilmiştir. Bu varsayımlar geçtikleri yerde belirtilmiştir.

### **E. SINIRLILIKLAR**

Bu araştırma sermaye artırımında uygulanan yöntem bakımından Sermaye Piyasası Kanununun öngördüğü kayıtlı sermaye sistemi; değerlendirme açısından ise İMKB'nda hisse senetleri işlem gören ortaklıklarla sınırlıdır. Yapılan değerlendirmelerde adi hisse senetleri ve borsada oluşan değerler esas alınmıştır. Sermaye artırımının piyasa değerine etkisi konusundaki değerlendirmelerin doğruluk derecelerinin artması, piyasasının etkinlik düzeyine bağlıdır. Gerek uzun dönemde incelemek bakımından gerekse olabildiğince yüksek bir etkinlik düzeyini sağlayabilmek için, 1986 yılı başından 1991 yılı sonuna kadar İMKB'nin birinci pazarında sürekli işlem görmüş olan ortaklıklar araştırma kapsamına alınmıştır. Verileri ekte yer alan bu ortaklıkların sayısı 37'dir.

## F. YÖNTEM

Bu araştırma tarama modelindedir. Sermaye artırımını, uygulanan yöntem ve değerlemesi; varolan, olması gereken şekliyle betimlenmeye çalışıldı. Yapılan inceleme ve gözlemlere göre genellemelerde bulunuldu; aranan ilişkilerin varolup olmadığı ve varsa ilişkinin yönü ortaya konularak açıklanmaya çalışıldı.

Araştırma evreni, sınırlılıklarda belirtildiği gibi olup bunun içinden ayrıca örneklem alınmayıp tümü incelendi. Yalnız, kayıtlı sermaye uygulamasında örnekolay yöntemine başvuruldu.

Bu çalışmada kullanılan veriler; İMKB yıllık bültenleri, SPK, mali basın, gazeteler, konuyla ilgili diğer yayınlar ve aracı kurumlardan derlenmiştir. Kayıtlı sermaye uygulama örneğine (örnekolay) ilişkin veriler, ilgili kurum yetkilileriyle bizzat görüşülerek ve elde edilen belgelerden sağlandı.

Araştırmada kullanılan ilişkisel çözümlenelerde değişkenler arasındaki korelasyon tesbit edilerek, ilişkinin varlığı ve yönü yorumlandı. İlişkinin varlığının kabulü için iki değişken arasındaki birlikte değişimin (korelasyonun) düzeyinin;  $0,5 \leq r \leq -0,5$  olması arandı. Diğerlerinde yapılan inceleme ve gözlemler çeşetli yazarların görüşleriyle birlikte mantıksal çözümlenmeye tabi tutuldu.

## G. TANIMLAR

Bu çalışmaya özgü bir çok terim ve kavram ilk geçtikleri yerde tanımlandı. Buna karşılık farklı anlamlara gelebilen «sermaye» ve «ortaklık» burada tanımlandı. Bunlar ilgili yerlerde aksi belirtilmedikçe bu çalışmada tanımlandığı anlama gelmektedir. Sermaye; ortaklığın ödenmiş sermayesini, ortaklık; halka açık anonim ortaklığı ifade eder.

Diğer taraftan bazı kısaltmalara da yer verildi. Bunlar anlamlarıyla birlikte alfabetik sıraya göre aşağıda yer almaktadır:

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri.
AktG	: Aktigengesetz.
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi.
DCL	: Delaware Corporation Law.
ESADER	: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi.

f.	: Fıkra.
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
KSS	: Kayıtlı Sermaye Sistemi.
m	: Madde.
RG	: Resmi Gazete.
Ön Ver.	: Önce Verilen.
ss	: Sayfa Sınırı.
s.	: Sayfa.
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu.
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu.
Tebliğ	: Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği.
T.S	: Ticaret Sicili
T.T.S.G	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

## BÖLÜM II

### ÖZ SERMAYE İLE FİNANSMAN VE FİNANS KURAMI

#### A.SERMAYE YAPISININ OLUŞUMU

Temelde ihtiyaç duyulan fonlar iki kaynaktan sağlanabilir. Bunlar borç ve özsermayedir. Özsermaye ortaklar tarafından kuruluşta konulandan başka sermaye arttırımı yoluyla, eski ortaklardan ve yeni ortak alınması suretiyle sağlanabileceği gibi işletme tarafından da yaratılabilir. Borç ise, belirli bir süre ve maliyetle, ortaklık söz konusu olmaksızın firma dışından sağlanan fon türüdür.

Borç ve özsermayenin temel farkları süre ve firma üzerindeki haklar bakımındandır. Borç kısa orta ve uzun süreli olabilmekle birlikte her halikarda belirli bir süre sonra ödenmesi gerekir. Özsermaye ise süresiz yani devamlı bir kaynaktır. Özsermaye, ancak sermaye azaltılması veya firmanın tasfiyesiyle geri ödenmesi mümkün olabilen bir fondur. Borç verenlerin, firmanın varlıkları üzerinde özsermaye sağlayanlara kıyasla öncelik hakları vardır. Yani öncelikle borç verenlere karşı yükümlülükler yerine getirilir. Borç verenlerin alacakları (anapara ve faiz) belirli iken, özsermaye sağlayanların alacakları ( kar payı ve tasfiye payı) dalgalanma gösterebilir. İşletme üzerindeki yönetim ve karar hakkı özsermaye sağlayanlara ait olup ilke olarak borç verenlerin böyle bir hakkı yoktur.

Finansmanda hangi tür kaynakların kullanılacağına seçimi, yukarıda açıklanan ve uygunluk, risk, finansman kaldırıcından yararlanma, maliyet, esneklik, kontrol ve zamanlama şeklinde formüle edilen etmenlerin ve kriterlerin uzlaştırılmasına bağlıdır. Bu uzlaşma ancak, ekonominin durumu, endüstri ve firmanın özellikleri dikkate alınarak belirli bir ortam içerisinde gerçekleştirilebilir. Firma yöneticilerinin bu ortamı etkileme olanaklarının bulunduğu da değerlendirmelerde gözden kaçırılmamalıdır.<sup>1</sup>

Bir işletmenin kaynak maliyeti Finansmanda kullanılan tüm kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetidir. Finansmanda kullanılan kaynak

<sup>1</sup> Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim* (5. bası. İstanbul: Muhasebe Estitüsü Vakfı, 1989 ), s.452

türleri kaynak maliyeti bakımından karşılıklı etkileşim içindedir ve birinde meydana gelen değişim diğerlerinin maliyetini etkilemektedir<sup>2</sup>. Sermaye yapısı ve maliyeti konusu başlıca finans kitaplarında ayrıntılı olarak ele alınmıştır.<sup>3</sup> Dördüncü Bölümde, yeni hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan kaynağın maliyeti konusu yapılan değerlendirmelere göre ayrıca ele alındı..

## B. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN

### 1. Genel Olarak Özsermaye ile Finansman

Özsermaye işletmenin sahip veya ortaklarınca sağlanan ve işletme tarafından yaratılan kaynaklar olup, kaynakların temelini teşkil eden ilk ve zorunlu bir kaynak türüdür. Sürekli bir kaynak olup sabit bir yük getirmez, ancak kar elde edilmesine bağlı olarak özsermaye sağlayanlara kar dağıtılır. Özsermaye zarar etme olasılığına ve borçlara karşı bir güvencedir. Öz sermaye artışı kredibilitiyi yükseltir ve yabancı kaynak sağlanmasına imkan verir.

Özsermaye ile finansman geniş kitlelerden sağlanırsa, ekonomik kararlar sürecinde kitlelerin daha etkin olması ve sermaye kazancından daha fazla pay almasıyla gelir dağılımına olumlu etkisi vardır. Bu bakımından istenen bir finansman şeklidir ve teşvik edilir.<sup>4</sup>

Özsermaye ile finansman sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilmektedir. Bunun içkaynaklardan ve dış kaynaklardan sermaye artırımını olmak üzere iki türü vardır. İç kaynaklardan sermaye artırımını ile yeni fon sağlanmamakta, faaliyetler sırasında yaratılan fonlar sermayeye eklenmek suretiyle bünyede alıkonulmaktadır.

<sup>2</sup> Bu konuda Türkiye'de yapılmış bazı araştırma sonuçları için bkz: Aynı, s. 447.

<sup>3</sup> Bkz.: Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim** (İstanbul Üniversitesi, 1988), ss. 325-365 ve 367-384; Doğan Bayar, **Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası** (Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, 1990), ss. 211-242; James C. Van Horn, **Finansal Yönetim ve Politikaları**, Çeviren: Osman Tekok (Ankara:1978), ss. 97-132; Osman Tekok, "Yatırım ve Finanslama Kararlarının Finans Fonksiyonu İçerisindeki Gelişimi," (Doçentlik Tezi, Ankara Üniversitesi, 1973), ss. 15-44; Akgüç, **Ön. Ver.**, ss. 393-429 ve 431-468; Semih Bükler-Rıza Aşıkoğlu, **Finansal Yönetim** (Eskişehir: 1990), ss. 199-218 ve 338-349.

<sup>4</sup> Akgüç, **Ön. Ver.** s. 594.

## 2. Özsermaye İle Finansmanda (Sermaye Artırımında) Kullanılan Kaynaklar

### a. İç Kaynaklar

Aşağıda sermaye artırımında kullanılan iç kaynaklardan özellik arz eden yeniden değerlendirme fonu ayrı ele alınıp diğer iç kaynaklara kısaca değinildi.

**1) Yeniden Değerleme Fonu.-** Yeniden değerlendirme amortismanına tabi sabit kıymetlerin ve bu kıymetler üzerinden ayrılmış bulunan birikmiş amortismanları Maliye ve Gümrük Bakanlığı tarafından o yıl için ilan edilen oran (DİE Toptan Eşya Fiyatları Genel Endeksi esas alınmaktadır) ile çarpılmak suretiyle değer artışları belirlenen bir işlemdir.

Yeniden değerlendirme sonucunda bilançonun aktifinde oluşacak bu değer artışı, bilançonun pasifinde özel bir fon hesabında gösterilecek ve "amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin yeniden değerlemesinden önceki net bilanço aktif değerlerinin, bu kıymetlere yeniden değerlendirme oranının tatbikinden sonra bulunacak net bilanço aktif değerlerinden indirilmesi suretiyle bulunacaktır."<sup>5</sup>

Ayrıca yeniden değerlendirme yapan kuruma iştirak eden işletme tarafından, bu nedenle meydana gelen artışlar da pasifte özel bir karşılık hesabında gösterilecek ve bu karşılık sermayenin cüzü olarak kabul edilecektir. Ayrıca kurumlara ait iştirak payları ve hisse senetleri iştirak edilen kurumların bilançolarını yeniden değerlemeleri ve değer artışlarının sermayeye ilavesi halinde yeniden değerlendirme kapsamına girecektir.<sup>6</sup>

Görüldüğü gibi yeniden değerlendirme enflasyona karşı bir düzeltme işleminden başka bir şey değildir. İktisadi kıymetlerin yeniden değerlemesinin yapılmış olması, gerçek değerlerine yükseltilmesi anlamına gelmez. Yalnızca defterde yazılı değerler, kriter Toptan Eşya Fiyatları Genel Endeksi olmak üzere güncel değerlerle ifade edilmiş olur. Zira enflasyon olmasaydı dahi maliyet bedeli, gerçek bedelinden farklı olabilirdi.

Şu halde "yeniden değerlendirme değer artış fonu" uygun bir ifade

---

<sup>5</sup> M. Salih Özer, "Yeniden Değerleme," *Vergi Dünyası*, 126 (Şubat 1992) s.39.

<sup>6</sup> Aynı. s. 43

değildir. Çünkü yeniden değerlendirme ile gerçek değer artışı belirlenmeyip değer düzeltmesi yapılmaktadır. Bu nedenle "değer düzeltme kalemi" veya benzeri bir ifade daha yerinde olurdu. Söz konusu fonun sermayeye ilavesine de aynı doğrultuda bir düzeltme işlemi gözüyle bakmak gerekir. Yeniden değerlemenin, yeniden değerlendirme değer artış fonunun tahvil ve finansman bonusu çıkartma sınırlarına dahil edilmesi, yükseltilmiş değerler üzerinden amortisman ayrılmasına olanak vermesi gibi yararları vardır. Bu faydaların ortaya çıkması için yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi gerekli değildir; yeniden değerlendirme yapmış olmakla elde edilir. Bu nedenle söz konusu kaynaktan sermaye artırımına bu faydaları atfetmemek gerekir.

Yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi yolu ile sermaye artırımında, normal sermaye artırımını prosedünü izlenmez; daha az formalite gerektirir. Bu konuya üçüncü bölümde değinildi.

**2) Diğer İç Kaynaklar.-** İç kaynaklardan sermaye artırımında kullanılan diğer iç kaynaklar olarak yedek akçeler, önceki yıldan aktarılan kar, dağıtılmamış son yıl karı iştirak hisseleri ve/veya gayrimenkullerin satışından doğan kazançlar ve emisyon primi sayılabilir.

AO'lar yasal zorunlulukla ve ihtiyari olarak yedek akçe ayrılırlar. Kanuni yedek akçeler ve kanuni yedek akçe niteliği gösteren yedek akçeler (esas sözleşmeyle kanunda belirtilenden fazla yedek akçe ayrılacağı öngörülmüşse bu niteliği kazanır) esas sermayeye eklenemez; Kanun'da öngörülen amaçlar için kullanılabilir. Buna karşılık kanuni yedek akçe niteliği göstermeyen ve esas sözleşme ile ayrılan başkaca yedek akçeler ve fevkalade yedek akçeler, gizli yedek akçeler ve yardım akçeleri sermayeye eklenebilir.

Önceki yıldan aktarılan kar, bilanço karından ayrı olarak bilançoda bir kalem olarak gösterilir. Bu kaynak bir tür olağanüstü yedek akçedir ve esas sermayeye eklenebilir.

Dağıtılmamış son yıl karından yedekler ve dağıtılacak kar ayrıldıktan sonra kalan miktar sermaye artırımında kullanılabilir.

İştirak hisseleri ve/veya gayrimenkullerin satışından doğan kazançların esas sermayeye eklenmesi halinde 4.1.1984 tarih ve 2970 sayılı kanun ile bu kazançlar vergiden muaf tutulmuştur.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz.: Ayşe Nur Berzek, **Anonim Otaklıklarda İç**



Hisse senetlerinin itibari değerinin üzerinde satılmasıyla elde edilen emisyon primleri de sermayeye ilave edilebilir.

## **b. Dış Kaynaklar**

**1) Nakit Karşılığı Sermaye Artırımı.-** Dış Kaynaklardan nakit karşılığı sermaye artırımı, mevcut ortaklardan ve/veya yeni ortaklardan (işletme dışından) sağlanan nakit karşılığı özsermayenin artırılmasıdır. Bu tür sermaye artırımı, fon sağlamada en önemli araçlardan biridir. Bu konu, araştırmanın esasını teşkil etmekte olup ve ileriki bölümlerde ayrıntılı olarak incelendi.

**2) Ayın Karşılığı Sermaye Artırımı.-** Sermaye artırımında bedeli paradan başka bir değerle karşılana pay çıkarılmışsa ayın karşılığı sermaye artırımı söz konusudur. Hisse senetlerinin halka arz edilmesi halinde, "tam ve nakden ödeme" şartı nedeniyle bu araştırma kapsamındaki ortaklıkların "aynı sermaye" koymasu mümkün değildir. Bu nedenle bu araştırma açısından önem arz etmez.

## **C. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN ARACI : HİSSE SENETLERİ**

Hisse senedinin tanımı şöyle yapılabilir. "Hisse senedi sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarılabilen sermaye ortaklıklarının kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belirli bir oranını temsil eden ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir ve kıymetli evrak vasfına sahiptirler".<sup>8</sup>

Ortaklığın sermayesi ve ortaklık üzerindeki mülkiyet, hisse senedi ile temsil edilir. Hisse senetlerinin her biri, sermayenin bir birimini oluşturur ve çıkarılmış hisse senetlerinin nominal değerleri toplamı sermaye miktarını verir.

SerPK hisse senetleri konusunda TTK'na göre bazı değişiklikler yapmıştır. Bunlar başlıca, sermaye artırımında farklılıklar, tam ve nakden ödeme kuralı, pay sahibi hakları, şekil, ortaklara verme zorunluluğu ve satış hususlarındadır. Bu hususlara geçtiği konularda değinildi.

---

**Kaynaklardan Esas Sermaye Artırımı** (İstanbul : İsmail Akgün Vakfı, 1990), s.15.

<sup>8</sup> "Selahattin Tuncer, **Türkiyede Sermaye Piyasası** (İstanbul :1989),S.205" Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi** (İstanbul : Beta Basım Yayım Dağıtım, 1991), s. 74'deki alıntı.

## 1. Hisse Senedi Türleri

Hisse senetleri çeşitli bakımlardan sınıflandırılabilir. Bunlar aşağıda kısaca açıklandı.

Devir ve Tedavül yeteneği bakımından temelde nama ve hamiline yazılı hisse senetleri olarak ikiye ayrılır. Nama yazılı hisse senetlerinin sahipleri pay kütüğüne kaydedilir ve devir ancak pay defterine kayıtlı ortaklığa karşı hüküm ifade eder. Hamiline yazılı hisse senetlerinde, senedin hamiline yazılı olduğu belirtilir ve hak sahibi senet hamilidir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin her zaman bedelinin tamamen ödenmiş olması gerekir. Hamiline yazılmış hisse senedinin devir kolaylığı sağlama, gizliliği sağlama, geniş kitlelere yayılma, likidite gibi üstünlüklerine karşı; nama yazılı olanların ortaklar ve payların takibinin sağlanması, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesi, çalınma ve kaybolma riskinin önlenmesi gibi üstünlükleri vardır.

Bedeli paradan başka sermaye ile ödenen hisse senetlerine ayın karşılığı çıkarılan hisse senetleri, bunun dışındakilere nakit karşılığı çıkarılan hisse senetleri denir.

Oy hakkı olan ve olmayan hisse senetlerinden de söz edilebilir. Önceden oydan yoksun paylar ihraç etmek Türk Hukukunda mümkün değilken 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanunla değişik SerPK m.14/A ile "oydan yoksun paylar" çıkarılma olanağı verilmiştir.

İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımını sonucu bedel ödenmeksizin verilen paylara bedelsiz pay, bedelleri ortaklık dışından karşılanan paylara bedelli pay denir.

Özel bir takım üstünlük veya haklar sağlayan hisse senetlerine "adi hisse senetleri", bünyesinde bazı farklılıklar (imtiyazlar) bulunduran gruba da "imtiyazlı hisse senetleri" denilir.<sup>9</sup>

Hisse senetleri bunların dışında, nominal değerli-nominal değerden yoksun, primli-primsiz, aslen iktisap edilen-devren iktisap edilen olmak üzere de sınıflandırılmaktadır.

## 2. Hisse Senetlerinde Değer

Hisse senetleri için bakış açısına göre çeşitli değerlerden söz edilebilir.

Nominal (Kayıtlı, İtibari, Saymaca) değer hisse senedinin üzerinde yazılı olan değeridir. Çıkarılmış hisse senetlerinin nominal değerleri toplam çıkarılmış sermayeye eşittir. Türk hukukunda, hisse senetleri nominal değeri

<sup>9</sup> Zühtü Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri** (Ankara : Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988), s. 87.

en az 500 TL olabilir. Hisse senetlerinin ihraç fiyatı, nominal değer veya nominal değer üzerinde (primli) olabilir. Ortaklık nominal değer altında fiyatla hisse senedi satamaz.

Defter değeri, toplam öz sermayenin bir hisse senedine düşen kısımdır. Öz sermaye, ödenmiş sermayeden yüksekse defter değeri nominal değerden yüksek; düşükse defter değeri nominal değerden düşük olacaktır.

İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde bulacağı değer 1 hisse senedine düşen kısmını ifade eder.

Tasfiye değeri, işletmenin tasfiyesi halindeki değeri; yani varlıkların belirli bir süre içinde satılıp, elde edilenle tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın hisse senedi başına düşen miktarını ifade eder.

Piyasa (Pazar, borsa) değeri, piyasada oluşan değeri yani alınıp satıldığı fiyatı ifade eder. Piyasa değeri arz ve talebe göre oluşur ve değişir. Piyasa değerinin alt sınırı olarak tasfiye değeri, üst sınırı olarak işleyen teşebbüs değeri kabul edilir.

Gerçek değer ise, ortaklığın karlılık durumu riski varlıkları gibi değişkenlerin doğru değerlendirilmesiyle ortaya çıkan değerdir. Hisse senedi değerlemesi konusundaki bütün çalışmalar bu değeri bulmaya yöneliktir. Piyasa değeri, gerçek değer üzerine çıkabilir veya altına düşebilir. Yatırımcılar hisse senetlerini, atfettikleri gerçek değer altına düştüğünde alır, üzerine çıktığında satarlar.

### 3. Hisse Senetlerinin Sağladığı Haklar

Hisse senetlerinin sağladığı haklar konularına ve görevlerine göre, yönetime katılma hakkı, aydınlatıcı haklar ve koruyucu haklar olmak üzere 4 grupta toplanabilir. Bunlar içinde en önemlisi malvarlıksal haklar olup diğer haklar esasen bu hakların korunup geliştirilmesine yöneliktir.

#### a. Mali Haklar

**1) Kar Payı (Temettü).-** Hisse senetlerinin sağladığı hakların en önemlisi kar payı alma hakkıdır. Zira işletmelerin temel amacı kar elde edip bunu ortaklara dağıtmaktır. Ortaklar, kardan mahrum bırakılamaz. Ancak kar dağıtımının özüne dokunulmadan bazı sınırlamalar getirilebilir. Kar dağıtımına kanunun öngördüğü yedek akçeler ve karşılıklar ayrılması gibi sınırlamaların yanısıra ana sözleşme ve ortaklığın yetkili organlarıncada sınırlamalar getirilebilir. SerPK kar dağıtımı konusunda yenilik getirmiş ve belirli bir kar

dağıtımını zorunlu kılmıştır. SerPK m 15'e göre hisse senetleri halka arz yoluyla satılan AO'ların, SPK tarafından belirlenen miktardan aşağı olmamak üzere birinci temettü oranını anasözleşmelerinde göstermeleri gerekir. Yasal yedek akçeler ve birinci temettü ayrılmadıkça, başka yedek akçeler ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile, memur, müdahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemez. SPK, Seri : IV, NO:1 tebliğinin 7. maddesinde, birinci temettü tespit edilmiştir. Buna göre, birinci temettü oranı, ödenmiş sermaye üzerinden uzun vadeli devlet iç borçlanma tahvillerinin ilgili hesap döneminin son günündeki faiz oranıdır. Ancak temettü miktarı dağıtılabilir karın yarısından az %75'inden fazla olamaz; dağıtılabilir karın %75'i, devlet tahvil faizine göre hesaplanan miktardan az ise bu miktar (%75'i) ödenir. Ayrıca genel kurul veya yetki verilmişse yönetim kurulunun, hesap döneminin son gününü izleyen 9 ay içinde kar payı fiilen ödenecek şekilde, karın dağıtılmasına karar vermesi gerekir.

**2) Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı ve Bedelsiz Hisse Senedi Alma Hakkı).-** Hisse senedi sahiplerinin, bedelli sermaye artırımında oransallık ilkesine göre öncelikle pay alma hakkına rüçhan hakkı, bedelsiz sermaye artırımında (iç kaynaklardan sermaye artırımını) oransallık ilkesine göre bedel ödemeksizin yeni hisse senedi alma hakkına bedelsiz hisse senedi alma hakkı denir. Bu konu üçüncü ve dördüncü bölümlerde ayrıntılı olarak ele alındı.

**3) Tasfiye Kalanına Katılma Hakkı.-** Bu hak ortaklığın tasviyesinde ortaya çıkar. Tasfiye ile elde edilen meblağ ile borçlar ödendikten sonra kalan üzerinde varsa imtiyazlı pay sahiplerinden sonra; adi pay sahipleri payları oranında hak sahibidir.

## **b. Diğer Haklar**

**1) Genel Kurula Katılma ve Oy Hakkı.-** Genel kurula katılma hakkı mutlak müstesna nitelikte bir haktır. Pay sahibi oy hakkını bizzat kullanabileceği gibi vekil aracılığıyla da kullanabilir; isterse kullanmayabilir de. 3794 sayılı kanunla değişik SerPK, kar payı imtiyazı sağlayarak oydan yoksun paylar ihraç edilebileceğini öngörmektedir (SerPK m. 14/A). Oy hakkında imtiyaz sağlamak da mümkündür. Diğer taraftan ortaklığın yönetim hakkı sermayenin yarısından fazlasını temsil eden payları elinde bulunduranlara aittir. Buna karşılık sermayenin geniş kitlelere yayıldığı ortaklıklarda daha az pay ile yönetimi ele geçirmek de mümkündür. Küçük pay sahipleri ise ancak

müzakerelere katılabilir, öneri ve dileklerde bulunabilir.<sup>10</sup>

Bilgi alma hakkı, TTK'ndeki yetersiz düzenlemeye karşı SerPK ve SPK tebliğlerinde geniş biçimde düzenlenmiştir. Halka açılmayla birlikte, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini korumaları, bilinçli ve etkili olarak kullanmaları ve aldatılmalarının önlenmesi SPK'na geniş yetkiler tanınarak sağlanmaya çalışılmıştır.<sup>11</sup>

Koruyucu haklar, menfaatlerin korunmasına yönelik olup, iptal davası açma hakkı, azınlık hakları sayılabilir.

#### **D. SERMAYE ARTIRIMININ PİYASA DEĞERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN FİNANS KURAMI VE GÖRÜŞLER**

Sermaye artırımlarının, işletmenin piyasa değeri üzerine veya aynı şey demek olan hisse senedi fiyatları üzerine etkileri konusunda, yoğun ampirik çalışma ve kuramsal tartışmalara rağmen kesin bir sonuca ulaşılmış değildir. Ancak A.B.D gibi sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde yapılan ampirik çalışmaların pek çoğunda sermaye artırımlarının hisse fiyatlarında belirli bir düşüşe yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu sonuçlar finans akademisyenleri arasında olmasa bile pek çok aracı kurum yöneticisi, pratisyen, bankacı ve düzenleyici otorite tarafından genel kabul gördüğü söylenebilir. Özmen, sermaye artırımlarının piyasa fiyatı üzerindeki etkileri konusunda ileri sürülen görüşleri şöyle ortaya koymaktadır:<sup>12</sup> 1) Nötr fiyat etkisi, 2) Pozitif fiyat etkisi, 3) Negatif fiyat etkisi olmak üzere 3 grupta toplamak mümkündür.

##### **1. Nötr Fiyat Etkisi**

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde herhangi bir etkisi bulunmadığı yaklaşımı Etkin Piyasalar Kuramı Teorisyenlerince savunulmaktadır. Bu görüş bir firmanın hisse senetlerinin talep eğrisinin gerçekte yatay olduğunu, etkin sermaye piyasalarında her zaman benzer risk ve getiri özellikleri taşıyan alternatif menkul kıymetler bulunabileceğini veya mevcutların kombinasyonu ile bir şirketin hisse senedini mükemmel bir şekilde ikame edebilecek menkul kıymet yaratılabileceğini ve bir menkul kıymetin fiyatını sadece onun gelecekte sağlayacağı nakit akımlarından; beklenen

<sup>10</sup> Gönenli, *Ön. Ver.*, s. 515.

<sup>11</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz.: Hamdi Yasaman, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku* (İstanbul : 1992), s. 169.

<sup>12</sup> Tansin ÖZMEN, "Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri," *Dünya* (13 Temmuz 1991), S. 3.

getirisi ile riski tarafından belirleneceğini kabul eder. Hisse senetlerinin nakit akımlarındaki veya riskliliğindeki değişimleri yansıtmayan fiyat değişmelerini kabul etmez. Bu koşullar altında doğal olarak fiyat miktar ilişkisi kopmaktadır. Yani hisse senedi arzındaki artış fiyatlarda herhangi bir olumlu yada olumsuz etkiye yol açmamaktadır. Çünkü risk ve nakit akımları veri alındığında bir hisse senedinin aşırı değerlendirilmesi dolayısıyla getirisinin düşmesi yatırımcıları derhal harekete geçirip o hisse senedini satmaya ve yerine aynı risk ve getiri özellikleri taşıyan başka bir hisse senedini satın almaya yönlendirecek ve sonuçta fiyat dengeye gelecektir.<sup>13</sup>

## 2. Pozitif Fiyat Etkisi

Sermaye artırımının hisse fiyatlarını artıracığı tezini savunanlar, tezlerini sermaye artırımlarının borç/öz kaynak oranını düşürmesi nedeniyle firmanın iflas veya finansal krize girme olasılığını azaltacağı firma yöneticilerinin asıl amacının firma değerini dolayısıyla eski ortakların servetini ençoklama olduğu ve bu nedenle yöneticilerin sadece pozitif bugünkü değerli projelere yatırım yapılmasını kabul edeceği varsayımlarına dayandırmışlardır.

Bu varsayımlar çerçevesinde sermaye artırımlarının, iflas riski ve yatırımlardan beklenen marjinal getiriye dayalı olarak yatırımcılar tarafından iyi haber (good news) şeklinde yorumlanacağı ve hisse senedi fiyatlarının artacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Oysa pek çok ampirik çalışma firma yöneticilerinin her zaman ortaklar lehine finansal kararlar almadıklarını, negatif bugünkü değerli veya sermayenin marjinal getirisinin negatif olduğu projelere de yatırım yaptıklarını, eski ortaklar ile yeni ortaklar veya tahvil sahipleri arasında servet transferine yol açıcı kararlar alabildiklerini ve aşırı riskli bir şekilde borçlanarak firma kontrolünün ele geçirilmesinin sağlanması gibi finansal taktiklerle firmaları mali krize soktuklarını gösterir sonuçlara varmıştır. Yani bu görüşü desteklemeyen bulgular da mevcuttur.

## 3. Negatif Fiyat Etkisi

Bu konuda pek çok hipotez geliştirilmiştir. Bu hipotezlerin bazıları aşağıda sunulmuştur.

### a. Bilgiye Dayalı Hipotezler

<sup>13</sup> Görüşün çeşitli yönleri için bkz.: Bükür-Aşıkoğlu, *Ön. Ver.*, ss. 202-204 ve 206-209; Akgüç, *Ön. Ver.* ss. 437-439, 445-447 ve 672-675.

Bu hipotezler, sermaye artırımlarının firmanın değeri, yatırım olanakları, beklenen nakit akımları, firma yönetiminin beklentileri gibi konularda piyasaya dolaylı bir sinyal verdiği varsayımı üzerine kurulmuştur.

1) Aktiflerin Gerçek Değerine İlişkin Sinyal Hipotezi; firma yöneticileri ve insiderlar ile yatırımcılar arasında, firma varlıklarının öz değeri konusunda asimetrik bilgi dağılımı olduğu varsayımına dayanır. Doğal olarak yönetici ve insiderlar firma değeri konusunda sıradan yatırımcılara göre daha fazla ve sağlıklı bilgiye sahiptirler. Yöneticilerin mevcut ortaklar yararına hareket ettiği veri alındığında, eğer piyasa değeri, aktiflerin öz değerini aşıyorsa, yani hisse senetleri aşırı değerlendirilmişse, şirket hisse senedi ihraç edecektir ve aşırı değerlendirme nedeniyle eski ortaklar karlı çıkacaktır. Hisse senedi ihracının, piyasa değerinin gerçek değeri aştığında yapıldığının farkında olan rasyonel yatırımcılar, bu olayı olumsuz bir sinyal (hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiği sinyali) olarak değerlendirecek ve derhal şirkete piyasada attettikleri değeri düşüreceklerdir. Yani yönetimin, eski ortaklar lehine yeni ortaklar aleyhine sermaye artırması riskine karşı fiyatları belirli bir düzeyde iskonto edeceklerdir.

2) Nakit Akımlarına İlişkin Sinyal Hipotezi; firma içi mevcut nakit akımlarının büyüklüğü konusunda bilgisel asimetri, ancak planlanmış yatırımlarla firma varlıklarının değeri konusunda ise bilgisel simetri olduğunu varsayar. Dolayısıyla, beklenen sermaye artırımlarını, firmanın otofinansman yoluyla sağlayabileceği kaynaklarının yatırımların finansmanı için yetersiz olduğuna ilişkin bir sinyal olarak algılar. Bu durumda hem hisse senedi hem tahvil ihracı piyasaya olumsuz sinyal verir ve fiyattaki mutlak düşme ihracın miktarıyla ilgilidir. Bu durum yatırımlardan beklenen karlılıkla ilgili değildir. Zira sermaye artırımı firma dışı kaynaklarla finansmanı planlanan yatırımların düzeyi hakkında piyasaya yeni sinyal vermez, piyasa zaten bu bilgiye sahiptir.

3) Agency Cost Hipotezi; yönetim, ortaklar ve tahvil sahipleri arasındaki potansiyel çıkar çatışmaları üzerine kurulmuştur.<sup>14</sup> Yöneticiler (veya yönetimdeki ortaklar) bir firmanın gelecekteki nakit akımları hakkında

---

<sup>14</sup> Bkz.: Michael C. Jensen, "Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 2 (May 1986), s. 323; Micheal C. Jensen and William Meckling, "Theory Of The Firm; Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure", *Journal Of Financial Economics*, volume : 3, 2(May 1976) s. 305.

yatırımcılara göre daha çok bilgiye sahip olduklarından, geleceğe ilişkin beklentileri iyi ise, daha fazla hisse senedi elde tutmak isteyecekler, aksi halde hisse senetlerini dışarı satmak isteyecekler, bu da (yönetimin payını azaltıcı dışarıya hisse senedi satışı) firma değeri konusunda olumsuz sinyal verecektir. Diğer taraftan yönetim, finansal kriz veya iflas riskini azaltmak veya tahvil sahipleri lehine, ortaklar aleyhine servet transferine yol açmak gibi amaçlarla negatif bugünkü değerli projelere yatırım yapıyorsa, bu durumda da piyasaya hisse senedi ihracını kötü haber olarak algılayıp fiyatları düşürecektir.

### **b. Fiyat Baskısı Hipotezi**

Bu hipotez daha çok finans pratisyenlerince savunulmaktadır. Bunlar arz talep kanunundan hareketle, arz arttıkça fiyatın düşeceği varsayımını temel alırlar. Bu hipotezi iki gruba ayırmak mümkündür.

1) Negatif Eğimli Talep Eğrisi Hipotezi; nötr fiyat etkisini savunanların tersini savunur. Buna göre hisse senedi ihracı piyasa değerini düşürür.

2) İhraç ve İşlem Maliyeti Hipotezi'ne göre; yeni yatırımcıların, mevcut portföylerini değiştirmeleriyle oluşacak işlem maliyetleri için, yeni hisse senetlerini iskonto edeceklerinden dolayı sermaye artırımının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi negatiftir. Ayrıca sermaye artırımı işleminin maliyeti de yatırımcılarca iskonto edileceğinden ister istemez piyasa değeri düşecektir.

### **c. Finansal Kaldıraç Hipotezi**

Bu hipotez, firmanın mevcut sermaye yapısı ve bundaki değişimin yatırımcılarca nasıl değerlendirildiği piyasaya nasıl bir sinyal verdiği ve firma değerini nasıl etkilediği konuları üzerinde durmaktadır.

1) Vergi Avantajı Hipotezi'ne göre; sermaye artırımıyla borç/özsermaye oranı düşeceğinden finansal kaldıraçın düşeceğini ve borcun vergi avantajının azalacağını; bu nedenle, piyasa değerini olumsuz etkileyeceğini savunur. Yalnız, risk azalmasını da dikkate almak gerekir.

2) Servet Transferi Hipotezi'ne göre; firmanın yatırım kararlarının veri



alınması halinde, finansal kaldıraçta beklenmeyen bir azalma firmanın borçlarını daha az riskli hale getirecek dolayısıyla tahvillerin değerinde bir artış meydana geleceğini, yani ortaklardan tahvil sahiplerine bir servet transferi meydana gelecektir.

3) Bekleyişler Hipotezi'ne göre; seçilen sermaye yapısı, yönetimin gelecekteki nakit akımları beklentileri hakkında bir ipucu verir. Borç/özsermaye oranının yüksekliği yönetimin finansal hareket kabiliyetini sınırlamaktadır. Bu oranı yükseltici karar alınmışsa yönetimin gelecekteki nakit akımları konusunda olumlu bekleyişler içinde olduğu (finansal kaldıraç oranı firma değerini maksimize etmek için revize edilirken) kabul edilerek olumlu bir sinyal olarak algılanır. Tersine karar verilmişse yani sermaye artırımına gidilmişse bu olumsuz bir sinyaldir ve hisse senedi fiyatlarını düşürür.

## BÖLÜM III

### KAYITLI SERMAYE UYGULAMASI

#### A. KAYITLI SERMAYE SİSTEMİ

Anonim ortaklıklar değişen ekonomik koşullara uyum sağlamak amacıyla zaman zaman sermaye miktarında değişiklik yapma ihtiyacı duyarlar. Sermaye değişimi konusunda ise uygulanan farklı yöntemler bulunmaktadır. Sermaye değişim yönetimine sermaye sistemi denir. Sermaye sisteminin temelde sabit (esas) ve kayıtlı sermaye sistemi olmak üzere iki türü vardır.

Sabit sermaye sisteminde (esas sermaye sistemi) sermaye belirli ve sabit olup ana sözleşmede gösterilir. Sistemde sermaye ortaklarca tamamen taahhüt edilir ve yasada öngürelen kısmı ödenir. Sermaye değişimi ise uzun ve külfetli olup özellikle çok ortaklı şirketlerde büyük sorunlar yaratmaktadır. TTK Kara Avrupası Hukukunun etkisiyle sabit (esas) sermaye sistemini benimsemiştir.

Kayıtlı sermaye sistemi (KSS) ise, sermaye değişiminin daha serbest olduğu bir sistemdir. En serbest ve geniş olarak Anglo-Amerikan sistemlerinde uygulanmaktadır. Ortaklık sermayesi, taban ve tavan sermaye sınırları arasında bir anasözleşme değişikliğine gerek olmaksızın yönetim kurulunca değiştirilebilmektedir. Yani sermaye değişimi konusunda yönetim kurulu hem karar hemde icra organıdır. Kayıtlı sermaye, gerçek bir sermaye olmayıp yönetim kurulunun sermaye artırımında yetki sınırını gösterir; aynı zamanda tavan sermayedir. Bu sistemde yönetim kurulu, belirtilen sınırlar içinde yeni hisse senetleri çıkarabileceği gibi paylar geri satın alınarak sermaye azaltılabilir.

Serbesti sistemindeki Anglo-Amerikan hukuklarında geniş uygulama alanı bulan KSS, sabit sermaye esasına dayalı Kara Avrupası hukuklarında da bazı sınırlamalarla uygulanmış böylece katı ve şekilci prosedürden uzaklaşmak istenmiştir.<sup>15</sup> Kara Avrupası hukukunun etkisiyle sabit sermaye

<sup>15</sup> Hüseyin Anaral, *Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye* (Ankara: 1982), s.46.

esasını benimseyen Türk hukukunda da ayrıntılı olarak üzerinde durulduğu üzere bazı ortaklıkların yararlanabileceği şekilde özel kanunlarla kayıtlı sermaye sistemi düzenlenmiştir.

## 1. ABD, İngiltere ve Kara Avrupasında Kayıtlı Sermaye

### a. İngiliz ve ABD Sistemi

İngiliz ve Amerikan (Anglo-Amerikan) hukuklarında ortaklık sermayesi taban ve tavan sınırlara sahip olup, bu sınırlar içinde kalmak kaydıyla yönetim kurulunca yeni paylar çıkarılarak artırılabilmesi gibi satılan paylar geri alınarak sermaye miktarı azaltılabilir.<sup>16</sup> İngiliz hukukunda taban sermaye yasal olarak tespit edilmemiş olup, kurucularca serbestçe kararlaştırılabilir ve tamamen ödenmiş olması da zorunlu değildir.<sup>17</sup> Amerikan hukukunda taban sermaye, federe devlet kanunlarında ayrı ayrı ve farklı miktarlarda belirlenmiştir.<sup>18</sup> Federe devletlerin çoğunda, taban sermaye miktarı 1000 dolar olarak kabul edilmiş, ödenmiş olması şartı aranmamıştır. Amerikan hukukunda, İngiliz hukukunun aksine taban sermayenin ana sözleşmede gösterilmesi zorunludur (DCL. m.101-102). İngiliz ve Amerikan hukuklarında anonim ortaklığın sahip olacağı en çok sermaye miktarı da kuruluştaki belirlenir. Tavan sermayenin değiştirilmesi bir ana sözleşme değişikliğini gerektirir.

### b. Kara Avrupasında

İngiliz ve Amerikan hukuklarındaki kayıtlı sermaye esasının başarılı tatbikatı Kara Avrupası hukuklarında da değişik derecede ve biçimde etkilerini göstermiştir. Sabit sermaye esasına dayalı bu hukuk sistemlerinde genellikle yöneticilere belli sınırlar içinde hareket yetkisi tanınarak katı ve şekilci prosedürden uzaklaşılma istenmiştir.<sup>19</sup> Bu bakımdan Kara Avrupası Sistemine "şartlı sermaye sistemi" denilmektedir.

Alman hukukunda, onamalı (yönetim kuruluna bazı hallerde ortaklık sermayesini artırma yetkisi tanındığı ve sermaye artırım kararının gözetim

<sup>16</sup> Aynı, s.15.

<sup>17</sup> Aynı, s.18.

<sup>18</sup> "G.Hornstein, *Corporation Law and Practice* (Minnesota: 1959), s.134; H. G. Henn, *Handbook of The Law of Corporation and Other Business Enterprises* (2.Edition, Minnesota: 1970), s.214; E. Folk, *The Delaware General Corporation Law* (Boston: 1972), s.8" Anaral, *Ön. Ver.*, s. 19'daki alıntılar.

<sup>19</sup> Anaral, *Ön. Ver.*, s. 47.

kurulunun onaylaması gereken) (Akt G: 1965, m. 202-206) ve koşullu (yönetim kurulunun yetkilerinin bazı sınırlamalara tabii tutulduğu; ortaklığın kendi paylarını iktisap yasağının yumuşatıldığı) sermaye esasları benimsenerek yönetime yalnızca sermaye artırımını yönünde yetki genişliği sağlanmıştır.<sup>20</sup>

Fransız hukukunda, sabit ve kayıtlı sermaye sistemleri ayrı ayrı düzenlenmiştir. Taban sermayenin tavan sermayenin onda birinden az olmamak üzere gösterilmesi gerekir ve taban ve tavan sınırları içinde sermayenin artırılıp azaltılması bir genel kurul kararına ve bu kararın tescil ve ilanına ihtiyaç göstermez.<sup>21</sup>

İsveç hukukunda da anonim ortaklıkların sabit ve kayıtlı sermayeli olabilecekleri; kayıtlı sermaye esası benimsendiğinde taban sermayenin, tavan sermaye miktarının 2/3'sinden az olamayacağı öngörülmüştür. Yönetime yalnızca sermaye artırımında kolaylıklar sağlanmaktadır.<sup>22</sup>

## 2. Kayıtlı Sermaye Sisteminin TTK Sistemiyle Karşılaştırılması

### a. TTK Sisteminin Özellikleri

TTK'nda sermaye değişimi konusu 385-398. maddelerinde düzenlenmiştir. TTK sistemi ortaklar ve alacaklıların haklarını korumayı amaçlar ve izlenen yöntem gerek sermaye artırımını gerekse azaltımında katı, şekilci ve uzun formalitelerin yerine getirilmesini gerektirir.

Dış kaynaklardan sermaye artırımında, ön şart olarak çıkarılmış pay bedellerinin ödenmiş olması gerekir (TTK. m.391/1). Sermaye azaltımında böyle bir şart yoktur. Sermaye değişimi anasözleşme değişikliği esasına dayanmaktadır. Sermayenin artırım ve azaltımında Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınması gerekir (TTK m. 383, 394). Ortaklık sermayesinin belirli ve sabit olması öngörülmektedir ve anasözleşmede gösterilmesi gerekir. Bu husus ortaklığın alacaklılarının haklarının korunması bakımından sorumlulukla ilgili bir çözümdür<sup>23</sup>. Sermayeyi değiştirmeye yetkili organ Genel Kuruldur ve genel kurul bu yetkisini devredemez (TTK m. 392/2). Genel kurulun sermaye

<sup>20</sup> Bu konuda bkz.: Erdoğan Moroğlu, **Sermaye Artırımı** (İstanbul: 1972), s.23..

<sup>21</sup> Anaral, **Ön.Ver.**, s.48.

<sup>22</sup> G.Carsten, "İsveç Paylı Ortaklıklar Hukukunda Yeni Gelişmeler", Çeviren: Z.Aytaç. **BATİDER**. 9, 4 (1978), s.1047.

<sup>23</sup> Tekinalp (Poray / Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku** (İstanbul: 1988), s.92.

değişikliğine ilişkin karar nisabı ağırlaştırılmış olup toplantı nisabı sermayeyi temsil eden oyların 3/4'ü (temin edilmedikçe 1/2 ve 1/3), karar nisabı her zaman mevcut oyların 2/3'sidir. Genel kurul kararı mahkemenin onayına tabidir (Kanunda açıkça belirtilmemiş olup, bir anasözleşme değişikliğini gerektirdiğinden).

## **b. KSS'nin TTK Sisteminden Farkları**

Kayıtlı sermaye sisteminin TTK'nun sermaye değişimi sisteminden üç temel farklılığı vardır. Bu farklar sermayenin niteliği, yetkili organ ve uygulanan yöntem bakımındandır.<sup>24</sup>

TTK'nda sermayenin değişmezliği ilkesi benimsenmiştir ve sermaye belirli bir meblağdır. Bunun değiştirilmesi, ancak ağırlaştırılmış nisapla bir anasözleşme değişikliğiyle mümkündür. Yalnız, dağıtılmamış kar ve bir kısım ihtiyatların sermayeye eklenmesi için anasözleşmeye hüküm konulabilir.<sup>25</sup> KSS'nin en geniş ve başarıyla uygulandığı, İngiltere ve Amerika'da ise, ortaklık sermayesi, kayıtlı sermaye niteliğindedir; taban ve tavan sermaye arasında kolaylıkla artırılıp azaltılabilir.

TTK sisteminde sermaye değişikliğine yetkili organ genel kuruldur. Yönetim kurulu sermaye üzerinde tasarrufta bulunamaz; ancak genel kurulun bu yöndeki kararını uygulamaya yetkili ve görevlidir. İngiliz ve Amerikan sistemine göre kayıtlı sermaye sisteminde ise, anasözleşmede sınırları belirlenmiş ortaklık sermayesini değiştirmeye yetkili ve görevli organ yönetim kuruludur. Yönetim kurulu genel kurulun müdahalesi olmaksızın yeni paylar ihraç edebileceği gibi, payların bir kısmını geri alabilir; iptal edebilir.

TTK sisteminde sermayenin değiştirilmesi yöntemi, sermaye değiştirme işlemleriyle birlikte anasözleşme değiştirme işlemlerini de kapsar. Buna göre önce izin alınması gereklidir. Daha sonra bunu sermaye artırım kararının imtiyali pay sahiplerince onaylanması, yönetim kurulunca artırım kararının yerine getirilmesine ilişkin işlemlerin tamamlanması, mahkeme onayı, tescil, ilan takip eder (TTK. m.391-392). Sermaye azaltımında ise bilirkişi raporu gereklidir (TTK. m.396-398).

Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu sermaye değişikliği kararını, ortaklığın sermaye ihtiyacına göre serbestçe alabilir ve uygulayabilir. Hatta bu kararının uygulanmasını, bir komiteye(lere) veya ortaklık memurlarına bırakabilir (DCL m.141). Gerekli işlemler bakımından, bir anasözleşme değişikliği gerekmediğinden TTK sistemine göre daha az

<sup>24</sup> Anaral, Öm. Ver., s. 50.

<sup>25</sup> Aynı.

formalitelidir.

Şunu da belirtmek gerekir ki, SerPK'nda öngörülen KKS' yalnızca sermaye artırımında olmak üzere tek yönlü işlemekte olup kayıtlı sermayeli AO'lar da sermaye azaltımında TTK hükümlerine tabi olacaklar yani anasözleşme değişikliği prosedürünü izleyeceklerdir. Ayrıca ödenmiş sermayenin SPK'nca belirlenen miktardan az olmaması gerekir ve tavan sermaye SPK'nca belirlenir. Bu hususlar bu bölümde ayrıca incelendi.

### **3. Kayıtlı Sermaye Sisteminin Yarar ve Sakıncaları :**

#### **a. Sistemin Yararları**

**1) Kolaylık Sağlaması.-** KSS'nin üstünlüğü temelde, sermaye değişiminin kolaylıkla sağlanması bakımındandır. Sermaye Piyasası koşulları sık sık değişebilen, hareketli bir piyasadır. Ortaklıklarının uygun piyasa koşullarını kollayarak, uygun koşullar gerçekleştiğinde piyasaya girmeleri; esneklik, çabukluk ve işlemleri kolayca gerçekleştirme yeteneklerine bağlıdır. Bu bakımdan KSS'nde ortaklıkların uzun ve külfetli formalitelerin gerçekleştirilmesine gerek kalmadan sermayelerini değiştirebilme yeteneğinde olmalarının yararlılığı açıktır.

**2) Yönetim Hakları ve Yetkileri Bakımından .-** Sermaye değişiminin alt ve üst sınır içinde yönetim kurulunun yetkisinde olması yönetimin etkinliğini artırıp, esneklik ve çabuk hareket etme olanağı verir. Bu yetki genişliği, yani yönetim kurulunun sermaye değişiminde de karar ve icra organı olmasıyla, finanslama ve yatırım kararları yetkisi bir noktada birleştirilmiş olacaktır.

**3) Özkaynak Yabancı Kaynak Dengesini Sağlamak Bakımından.-** Sabit sermaye sisteminde, uzun ve külfetli (özellikle çok ortaklılarda) formaliteleri göze alamayan bazı ortaklıklar, sermaye artırımından kaçınarak yabancı kaynaklara yönelmektedir. Bunun sonucu, öz kaynak yabancı kaynak dengesi, yabancı kaynaklar lehine bozularak, optimumdan uzaklaşabilmektedir. KSS'nde sermaye artırımını kolaylaştırılmış olduğundan, kaynaklar arasında denge sağlamak da mümkün olacaktır.

**4) Sermayenin Dilimler Halinde Artırılması.-** KSS'nde ortaklık sermaye ihtiyacıyla uyumlu olarak azar azar sermaye artırımını yapabilecektir. Böylece bir taraftan kaynak sağlama ve kaynak kullanımında daha iyi

zamanlama yapabilecek diğer taraftan ortaklar için ödemede kolaylık sağlanmış olacaktır.

**5) Değiştirilebilir Tahvil Çıkarılması Bakımından.-** Anonim ortaklıkların uzun süreli finansman gereksinmelerini karşılayabilecekleri araçlardan biri de hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil (HDT)'dir.<sup>26</sup>

TTK sistemi değiştirilebilir tahvillere yer vermemiştir. Onun için bu tür tahvillerin Türk hukukunda çıkarılabilecekleri kabul edilmiş ancak nasıl çıkarılacakları tartışmalara yol açmıştır. Tahvil sahibinin değiştirme veya edinme hakkını kullanması halinde ortaklığın hisse senetlerini ona nereden sağlayıp vereceği sorununun çözümü güçlükler yaratmıştır.<sup>27</sup> SerPK'nda HDT'lere m.14'de yer verilmiş, düzenleme seri II olarak yayınlanan tebliğlerde yapılmış olup bu konudaki en son tebliği seri:II No : 15'tir (14.7.1992 tarih ve mükerrer 21284 sayılı Resmi Gazetede yayınlanmıştır). Bu tür tahviller, esas sermaye sisteminde değiştirme taleplerini karşılayacak mekanizmanın bulunmaması nedeniyle, daha ziyade KSS'ndeki ortaklıklar için bir finansman aracı olabilir.

**6) Kendi Pay Senetlerini Satın Alma.-** Ortaklığın, sermaye piyasasında fazla değer kayıplarını önlemek amacıyla kendi hisse senetlerini satın alması ve daha sonra bunları piyasaya sürmesi yatırımcılarını ve ortaklığın itibarını korumak bakımından yararlı olabilir. Diğer taraftan elde verimli bir yatırım olanağı yoksa veya değişen koşullarda özsermaye oranının düşürülmesi uygun hale gelmişse yani sermaye maliyetini düşürmek için özsermayenin azaltılması gerekiyorsa, kendi pay senetlerini satın alma veya sermaye azaltımı gerekir. Ortaklığın bu fonksiyonu KSS'yle kolaylaşır ve işlerlik kazanabilir. Bu uygulama esasen KSS'nin çift yönlü işlediği Anglo-Amerikan sisteminde olup, Kara Avrupası'nda sistem yumuşatılarak ancak bazı hallerde ve sınırlamalarla yapılmaktadır. SerPK'na göre KSS tek yönlü olup yalnızca sermaye artırımlarında uygulanabilir. Sermaye azaltımında TTK sistemi geçerlidir. Buna göre SerPK sisteminin kendi pay senetlerini satın almak gibi bir üstünlüğü veya faydasından söz edilemez.

**7) Sermaye Piyasasının Gelişmesi Bakımından.-** KSS yukarıda sayılan fayda veya üstünlükleri nedeniyle anonim ortaklıklar için hisse senetlerini etkili bir alet haline getirecektir. Bu sistemde çok ortaklı

<sup>26</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz.: Akgüç, *Ön.Ver.*, ss.556-571.

<sup>27</sup> Tekinalp (Poray/Çarnoğlu), *Ön.Ver.* s.572.

anonim ortaklıkların sermaye değişimleri işlerlik kazanacak; halka açılma ve küçük tasarrufların sermaye piyasasına kanalize edilmesi, çok ortaklı büyük ortaklıkların oluşması bu yönden kolaylaşmış olacaktır.

**8) Prestij Unsuru Olması .-** KSS anonim ortaklık statüsündeki ortaklıkların, sabit sermaye sisteminde olabilecekleri ülkelerde bir prestij unsuru olarak da değerlendirilebilir.

#### **b. Sistemin Sakıncaları**

KSS yararlarının yanısıra bazı sakıncaları da taşır. Başlıcaları aşağıda sıralandı.

Tavan sermayenin gerekenin altında tespit edilmesi halinde, tavan sermayenin yükseltilmesi, uzun ve külfetli formalitelerin yerine getirilmesini gerektirecektir. Buna karşılık gereğinden fazla bir tavan sermaye tespitinde ise masraflar gereğinden fazla olacaktır.

Ortaklığın kendi paylarını satın alma olanağı, istismara da olanak verir. Yöneticiler (ve/veya yönetimde etkili ortaklar) kendi paylarını yüksek fiyatla ortaklığa satarak ortaklığı, dolayısıyla diğer ortakları zarara sokabilirler. Bunun yanısıra yöneticiler, bu yetkilerini başka şekillerde de kötüye kullanabilecekleri gibi başarılı olmamaları halinde hisse senetlerinin piyasadaki istikrarı bozulabilir. Sermayenin azaltılması, alacaklıların güvencesinin azalması olduğundan, bu sistemdeki ortaklıklara borç verenler sermayenin azaltılması olasılığına karşı ayrı güvence isteyebilirler veya daha yüksek faizle verebilirler. Yalnız SerPK esasına göre, sistem; yalnızca sermaye artırımında uygulandığından sermaye azaltımı için geçerli olan sakıncalar söz konusu değildir.

Sermaye artırımını yetkisinin yönetim kuruluna geçmesiyle, ortakların inisiyatifi dışına çıkan sermaye artırımları, paylarını korumak isteyen ortakları bu artışı karşılamak bakımından güç durumda bırakabilir. Gereğinden fazla zamansız vs. yapılan sermaye artırımları pay başına kazancı ve piyasa değerini düşürebilir.

Bazı durumlarda değiştirilebilir tahvil çıkarılması fayda sağlamaz. Enflasyonun kronik olduğu yahut vergi sisteminin faizi kar payı karşısında daha müsait bir rejime bağladığı ülkelerde değiştirilebilir tahvil cazibesini tamamen yitirebilir<sup>28</sup>. Bu koşulların Türkiye'de varolduğu ve uygulamada da istisnalar dışında bu araca başvurulmadığı (HDT çıkarma) düşünülürse, Türkiye için KSS'nin HDT çıkarma olanağı vermesinin, fazla önem arz

<sup>28</sup> Ünal Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları (İstanbul: 1982), s.66.



etmediği sonucuna varılabilir.

Esas olarak kayıtlı sermaye sistemi ortaklık yönetiminin bu yetkisini kullanmada iyi niyetli, özenli, başarılı olamaması sakıncasını taşır.

#### 4. Türk Hukukunda Kayıtlı Sermaye

Türk hukukunda KSS genel bir kanun olan TTK'nun sabit sermaye sistemi karşısında özel kanunlarla düzenlenmiştir. Bunlar:

##### a. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Anonim Ortaklığı Kanunu

Türk hukukunda kayıtlı sermayeli anonim ortaklık tipini getiren 28 Şubat 1960 tarih ve 7462 sayılı "Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu" 11 maddeden ibaret olup; 01.03.1960 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Kanun'un 2. maddesinin 1. fıkrasına göre TTK'nun ani ve tedrici yolla sermaye artırım yöntemlerine başvurmaksızın yönetim kurulu kararıyla pay senetlerini peyderpey (azar azar) ihraç edebilir. Ne varki bu Kanunda yer alan kayıtlı sermaye esası, Türk hukukunda bu sisteme duyulan ihtiyaç sebebiyle değil; yalnızca devletlerarası ekonomik ilişkilerin tesisinde ve kurulacak fabrikanın yatırım finansmanının temin edilmesinde bir araç olarak yararlanılması maksadıyla benimsenmiştir.<sup>29</sup>

##### b. Yatırımlar (Holding) Anonim Ortaklığı Kanunu

20.09.1960 tarih ve 86 sayılı "Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muafliklar Verilmesine Dair Kanun" 22.09.1960 tarihinde yürürlüğe girmiş ve yalnızca 5 maddeden ibaret olmuştur. Bu kanunda TTK'nun ani ve tedrici kuruluşa ilişkin hükümlerinin, sözü edilen ortaklığa uygulanmayacağı öngörülmüştür. Bu suretle kanun koyucu TTK'nun anonim ortaklıklarla ilgili ve genel mahiyetteki diğer hükümlerini aynen korumakla beraber kayıtlı sermayeden de pratik anlamda yararlanmak istemiştir.<sup>30</sup>

##### b. Sermaye Piyasası Kanunu

Sermaye piyasası kanunu hazırlanmasına ilişkin çalışmalar uzun yıllar devam etmiş; giderek artan sayıda ve yeterli denetimden yoksun sermaye piyasası kuruluşlarını denetim altına almak tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak ve güvenceye kavuşturmak amacıyla kayıtlı sermaye esasına dayalı 2499 sayılı "Sermaye Piyasası kanunu (SerPK)" 28.07.1981 tarihinde kabul edilmiştir<sup>31</sup>. Bu kanun 7 bölüm ve 52 maddeden

<sup>29</sup> Anaral, *Ön.Ver.*, s.55-57-69.

<sup>30</sup> *Aynı*, s.56-57.

oluşmaktadır. Kayıtlı sermaye 3.maddede tanımlanmakta, kayıtlı sermayeli ortaklıklar 12-16 ve 33-34. maddeler arasında düzenlenmektedir. 29.04.1992 tarihinde kabul edilip, 13.05.1992 tarih ve 212227 sayılı R.G."de yayınlanarak aynı tarihte yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanun'la SerPK'nda bazı değişiklikler yapılmıştır. Kayıtlı sermayeye ilgili bazı değişiklikler ve ilaveler yapılmış, 33-34. maddelerde düzenlenen yatırım ortaklıkları 35-36. maddelerde düzenlenmiştir.

SerPK, menkul kıymetleri (sermaye piyasası araçları) halka arz edilen AO'lara uygulanmakla beraber 50. maddede bazı istisnalar sayılmıştır.<sup>32</sup>

SerPK KSS'ni kabul eden diğer iki kanuna nazaran daha geniş kapsamlıdır. Bu kanun anonim ortaklıkların isterlerse "hisse senetlerini halka arz için KSS'ni kabul edebileceğini öngörmektedir (SerPK m.12/1). Sistemden yararlanabilecek ortaklıklar, kanun kapsamına giren bütün ortaklıklar olmayıp bunlardan sadece "hisse senetlerini halka arz eden (veya sayılan ) ortaklıklar" dır. Sistemden yararlanma zorunlu olmayıp ihtiyaridir. Yalnız "Menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının kayıtlı sermayeli olmaları zorunlu tutulmuştur (SPK. m.36).

## **B. TÜRKİYE'DE KAYITLI SERMAYE UYGULAMASI (SerPK AÇISINDAN)**

SerPK'nun amacına ulaşmak için temel alınan ilkelerden biri "şirketlerin halka açılmasını kolaylaştıracak kurumlar getirmek" olup bu ilke doğrultusunda getirilen yeniliklerin başında kayıtlı sermaye sistemi (KSS) gelmektedir.<sup>33</sup> "Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkındaki Kanun Tasarısı" gerekçesinde kayıtlı sermayeye geçişin birincil amacı şirketlerin gereksinmelerine göre sermaye ihracına esneklik getirilmesi ve sermaye piyasasına açılmada uzun ve külfetli formalitelerin ortadan kaldırılması şeklinde açıklanmıştır.<sup>34</sup>

SerPK, kapsamlı, genel ve temel olan TTK karşısında, bazı ortaklıkların tabi olacakları özel bir kanundur. Bu bakımdan SerPK'nde düzenlenmemiş konularda TTK hükümlerinin uygulanması gereği doğmuş ve

<sup>31</sup> Aynı.

<sup>32</sup> Bkz.: Özkan.Tikveş, **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi** (İstanbul: 1992), s.417..

<sup>33</sup> Davut Aydın, "Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulaması", **ESADER**, 7,1(Mayıs: 1983), s.40.

<sup>34</sup> Muhsin Koçyiğit, "Kayıtlı Sermaye Sistemi," **Vergi Dünyası**, 22 (1983), s.40.

nihayet SerPK m.2 f 2'de "Bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır" yollaması yapılmaktadır.

SerPK'nun kabul ettiği kayıtlı sermaye esası tek yönlü olup, yönetime yalnızca sermaye artırımını yetkisi tanınmıştır.

SerPK'nda, kayıtlı sermaye ve buna ilişkin olarak başlangıç sermayesi ile çıkarılmış sermaye 3. maddede tanımlanmış; 12. maddede tanım kısmen tekrarlanarak kayıtlı sermaye konusunda açıklamalara yer verilmiştir. Sisteme ilişkin ayrıntılar ise SPK tebliğlerinde açıklanmıştır.

## 1. Sistemin Esasları ve İşleyişi

KSS kavramı içinde üç çeşit sermaye tanımlanmıştır (SerPK m.3):

**Kayıtlı Sermaye:** Anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren Ticaret Sicili'nde tescil edilmiş sermayeleridir.

**Başlangıç Sermayesi:** Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu asgari çıkarılmış sermayeleridir.

**Çıkarılmış Sermaye:** Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayelerdir.

Görüldüğü gibi kanun ortaklığının asgari bir sermayeye sahip olmasını zorunlu görmüştür. Kayıtlı sermaye ise bir tavan sermayeyi ifade etmektedir. Yani bir taban bir de tavan sermaye söz konusudur. Bu iki kavram sistemin esasını teşkil etmektedir.

### a. Taban Sermaye

Kanunda ortaklığın asgari bir sermayeye sahip olması zorunlu görülmüş fakat hükme bağlanmamıştır. Ancak başlangıç sermayesinin kurulca (SPK) belirlenen miktardan az olamayacağı belirtilmiştir (SerPK m.12 f 4). Kurul ise taban sermayeyi Seri:1, No:13 tebliğinde 5 milyar TL olarak belirlemiştir.

SerPK, taban sermayeyi tespiti yetkili makamı önceden Maliye Bakanlığı olarak tespit etmişken, 3794 sayılı kanunla yapılan değişiklikle taban sermayenin tespiti SPK'na bırakılmıştır. böyle bir yetkinin kayıtlı sermayeli ortaklıkların faaliyet ve denetimleriyle uğraşan Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakılması daha uygun düşmüştür.

SerPK, taban sermaye belirlenmesi esası ile; ancak belirli bir

sermayeye ulaşan ortaklıklara KSS'ndan yararlanma olanağı tanımaktadır. Bu düzenleme ile spekülasyon hareketlerin önlenmesi amacı güdülmüştür. Buna karşın taban sermayenin tespit edilmemesi veya düşük bir miktar olarak belirlenmesi, küçük sermayeli ortaklıkların da KSS'ndan yararlanmasına ve ihtiyaç duyuldukça sermayenin azar azar artırılmasına olanak vermesi ve özendirici olması bakımından daha yararlı olabilir.

### **b. Tavan Sermaye**

Kanunda tavan sermaye belirlenmemiştir. Ortaklığın başvurusu üzerine, "her ortaklığın kayıtlı sermaye tavanı ortaklığın önerisi gözönünde tutularak; mevcut durum, ödenmiş (çıkarılmış) sermaye, gelişme ve genişleme planları esas alınarak kurulca belirlenir" (Tebliğ, Seri: 4, No:7, m. 5). Kayıtlı sermayeye ilişkin anasözleşme hükmünün tesciliyle kayıtlı sermaye niteliği kazanır.

Tavan sermaye'nin Kurul'ca belirlenmesiyle ortaklık bir anlamda SPK'nun vesayeti altına alınmış olmaktadır. Ortakların kendi tavan sermayesini belirleyecek yetenekte olmaması söz konusu olmayacağına göre ,Kurul'un böyle bir müdahalesi uygun düşmemiştir. Yasal düzenlemenin, "SPK'nun gerekçeli olarak belirlenen tavanının değiştirilmesini isteme yetkisiyle birlikte; tavanı ortaklığın belirlemesi" yönünde olması daha uygun olur.

Kayıtlı sermayenin taahhüt edilmesi gerekmez. Kayıtlı sermaye esasen gerçek bir sermaye olmayıp, yönetim kurulunun sermaye artırımını konusundaki yetkisinin sınırını gösterir.

Sisteme geçişte olduğu gibi, kayıtlı sermaye tavanına ulaşılmadan önce yeni tavan tespiti ve ulaşıldıktan sonra yeniden daha yüksek bir tavanın tespiti kurul iznine tabidir (Tebliğ, Seri: IV, No: 7, m. 3/2). Kayıtlı sermaye tavanı yalnızca yeniden değerlendirme değer artış fonununun sermayeye ilavesi ile aşılabilir ve bu halde çıkarılmış sermaye yeni kayıtlı sermaye tavanı olarak tescil ettirilir (Tebliğ, Seri:IV, No:7, m.3/3).

### **c. Sermaye Değişimi**

KSS'nde ortaklık sermayesinin artırılması yetkisi, yönetim kuruluna verilmiştir. Kayıtlı sermayeli ortaklıklarda ortaklık sermayesinin kayıtlı sermaye sınırına kadar bir defada piyasaya arzı zorunluluğu bulunmadığından yönetim kurulu, gerektiğinde anasözleşmedeki kurallara göre peyderpey hisse senedi ihraç ederek nakit ihtiyacını karşılayabilir. Kayıtlı sermayeye ulaşıldığında yeni kayıtlı sermaye tespit olunur. Yalnız bu halde sisteme geçişteki prosedür

uygulanacaktır (Tebliğ, Seri: 4, No: 7, m. 3/2).

SerPK kayıtlı sermaye miktarı ve yönetim kurulunun yetki süresi konularında bir kısıtlama yapmamıştır. Buna karşın anasözleşmede hüküm bulundurulmak şartı ile yönetim kurulunun yetkileri sınırlandırılabilir gibi genişletilebilir de.<sup>35</sup> SerPK'nun 12. maddesi gereğince yönetim kuruluna, imtiyazlı ve primli hisse ihracı, rüçhan hakkının sınırlandırılması, imtiyazlı hisse sahiplerinin haklarını sınırlayıcı karar alma yetkileri tanınabilir.

KSS'nda sermaye artırımında, genel kurul kararı, bakanlık izni, mahkeme onayı ortadan kalkmakta; artırım, yönetim kurulu kararı, SPK onayı, ihraç işlemlerinin gerçekleştirilmesi, tescil ve ilanla gerçekleştirilmektedir.

SerPK'nun getirdiği KSS tek yönlü işlemekte olup, yalnız sermaye artırımında işler. Sermaye azaltımında TTK sistemi geçerli olup anasözleşme değişikliği prosedürünün izlenmesi gerekir. Ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisabı istisnalar dışında mümkün değildir.

Ortaklıklar SPK'ndan izin almak suretiyle KSS'ndan çıkabilecekleri gibi bu sisteme alınmada aranan nitelikleri yitirmeleri halinde SPK tarafından sistemden çıkartılırlar (SerPK m.12 f.8). Bu halde çıkış tarihinden itibaren 2 yıl geçmedikçe yeniden sisteme kabul edilmezler (Tebliğ, S:IV, No: 7 m.7).

#### **d. Yönetim Kurulunu Yetkilendirme**

Kayıtlı sermaye sisteminin temelini sermaye artırım yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi oluşturur. Yönetim kurulu, bu sistemde sermaye artırımına yetkili ve görevli organdır. Kayıtlı sermaye miktarı ile sınırlı olmak üzere istediği zamanda ve miktarda hisse senedi ihraç edebilir. Buna karşın anasözleşmeye hüküm koymak suretiyle yasal sınırlar içinde yetkileri genişletilebilir ve sınırlandırılabilir.

Esas sözleşme ile yönetim kurulunun yetkilerine, ihraç zamanlarının veya iki ihraç arasındaki asgari sürenin gösterilmesi, her bir ihracın asgari ve azami miktarlarının tespit edilmesi gibi sınırlamalar getirilebilir. Buna karşılık sınırlamalar kayıtlı sermayeden beklenen yararları ortadan kaldırılabılır. Esas sözleşme ile getirilen sınırlamalar, yönetim kurulunun hisse senedi çıkarma yetkisini kısmen veya tamamen başkasına devredilmesi veya bu yetkiye ortak tanınması sonucunu doğurucu nitelikte olamaz. Sisteme aykırı bu türlü sınırlandırmalar geçersizdir. Yönetim kuruluna itibari değer üzerinde pay çıkarma yetkisi verilebilir. Fakat payların itibari değerlerini belirlemek yetkisi verilemez; itibari değer mutlaka esas sözleşmede gösterilmelidir. Yönetim

<sup>35</sup> Bazı Kara Avrupası ülkelerinde kayıtlı sermaye sistemi ortakları korumak amacıyla, süre, tavan ve ödenmiş sermaye arasında oran sınırı gibi sınırlamalarla uygulanmaktadır.

kurulu sadece itibari değerin üstünde ihraç fiyatı belirleyebileceğine göre, itibari değer esas sözleşme ile tespit edilmiş olmalıdır. Payın itibari değerinin cinsinin ve grubunun esas sözleşmede öngörülmesi şarttır. KSS'nde yönetim kurulu anasözleşmede mevcut düzene uygun pay ihraç edebilir, düzen koyamaz.<sup>36</sup>

Yönetim kurulu, imtiyazlı veya itibari değerin üzerinde paylar ihraç edebilme, rüçhan haklarını sınırlandırılması veya imtiyazlı hisse sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı karar alabilme konularında ancak esas sözleşme hükmü ile yetkilendirilebilir (SerPK m.12 f.5).

**1) İtibari Değerin Üzerinde Pay Çıkarma Yetkisi ve Bedelsiz Pay Alma Hakkı.-** Pay sahiplerinin payları oranında yeni çıkarılacak paylardan yararlanma hakları mevcuttur. Bu hak bedelsiz sermaye artırımında bir bedel ödemeksizin pay alma ve bedelli sermaye artırımında itibari değerle veya varsa değerinin altında satınalma hakkı (rüçhan hakkı veya önalım hakkı) şeklindedir.

Bedelsiz pay alma hakkı, bedeli iç kaynaklardan (yeniden değerleme fonu, yedekler vs.) karşılanan ve pay sahiplerinin oransallık ilkesine göre (payları oranında) bir ödeme yapmaksızın alabilecekleri ve bu nedenle "bedelsiz" denilen pay senetleri alma hakkıdır. Bu hak rüçhan hakkından farklıdır ve daha önceki hisselerle bağlı ve tamamen onların uzantısı olarak ortaya çıkan bir haktır. Bu hakkın bertaraf edilmesi, sınırlandırılması mümkün değildir. SerPK'nun m.2 yollamasıyla rüçhan hakkı konusunda TTK'nun rüçhan hakkını düzenleyen 394. maddesi geçerlidir. Bedelsiz pay alma hakkı bu madde kapsamına giren bir rüçhan hakkı değildir.

Rüçhan hakkı gerek TTK gerekse KSS'na göre, mütesep bir hak olmayıp sınırlandırılacağı gibi bertaraf da edilebilir.

KSS'nde rüçhan hakkını kısıtlayıcı, itibari değerin üzerinde pay çıkarma yetkisi yönetim kuruluna verilebilir (SerPK m.12 f.5). Yalnız bu yetkinin yönetim kuruluna verildiğine dair açık hükümlerin anasözleşme metninde açıkça yer alması şarttır (SerPK m.12 f.5). Yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisi pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamaz (SerPK m.12 f.4).

Rüçhan hakkının varlık gerekçesi "hisse senedi sahiplerinin, şirketin malvarlığı ve idaresi ile ilgili hak ve menfaatlerinin muhafaza ve müdafaa edilmesi" olarak açıklanır. Bununla birlikte rüçhan hakları konusu gitgide tartışılır hale gelmiştir. Konu, yönetim hakları ile hissedar haklarının bir

<sup>36</sup> Tekinalp, Ön. Ver., s.49.

çatışması; dolayısıyla dengelenmesi şeklini almıştır. Şirketin hangi tarihte ne kadar ve asgari hangi fiyattan hisse senedi ihracı yoluyla sermaye toplaması gerektiğine, ancak yönetimin karar verebileceği, dolayısıyla bunun hissedarların hakimiyet ve menfaatlerinin korunması ile sınırlandırılmaması gerektiği savunulmaktadır<sup>37</sup>

Piyasa değeri, itibari değer üzerinde iken, rüçhan haklarının kullandırılması halinde rüçhan hakkını kullanmak ekonomik açıdan zorunluluk olduğundan, sermaye artırımını ile halka arz (yeni ortaklık edinmek bakımından) önemini kaybedecek; ancak, ortakların paylarını satmasıyla halka arz gerçekleşecektir. Buna karşılık, piyasa fiyatıyla pay ihracı da Dördüncü Bölümde değinildiği üzere, masraflı ve mevcut ortakların ortaklık üzerindeki paylarını tehlikeye düşürebilecek bir yoldur.

**2) İmtiyazlı Paylar Çıkarma ve İmtiyazlı Pay Sahiplerinin Haklarını Kısıtlama Yetkisi.** SerPK yönetim kurulunun ihraç ile yetkilendirilebileceğini öngörmekte; fakat imtiyazlı paylara ilişkin kuralların bu suretle bertaraf edilebileceklerini ifade etmemektedir. SerPK m.2 f.2 yollamasıyla TTK, m. 300/5 ve m. 401'in uygulanması gerekir. Buna göre yönetim kurulu yetkilendirilirken imtiyazın konusu, kullanılma şartları, sınırları da anasözleşmede belirtilmelidir. Esas sözleşmede yönetim kurulunun imtiyazlı pay ihraç edebileceği belirtilmekte yetinilemez.<sup>38</sup>

Yine SerPK m.12 f.5 uyarınca esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla yönetim kurulu imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı karar alabilir. Yönetim kuruluna imtiyazlı paylar ihraç etme ve bu yetkinin kullanılması halinde uygulanacak hükümler esas sözleşmeye konulursa, yönetim kurulunun aynı zamanda imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı karar alma yetkisinin birlikte tanınmasına gerek yoktur.<sup>39</sup>

Çıkarılacak imtiyazlı hisse senetlerine tanınabilecek ayrıcalıklar (imtiyazlar) oy, kar payı ve tasfiye kalanına katılma konularında olabilir. İmtiyazlı pay senedi çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi, pay sahiplerinin haklarını tehlikeye düşürebileceğinden KSS'ye geçişte olduğu gibi (hatta daha ziyade); doğabilecek sonuçlar çok iyi hesap edilmeli ve ona

<sup>37</sup> Ege Cansen, "Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakları Konusunda ABD Mevzuatı , Uygulaması ve Türkiye ile Bir Karşılaştırma," **İktisat ve Maliye Dergisi**, 2,12 (Mart 1986), s.462-463.

<sup>38</sup> Tekinalp, **Ön.Ver.**, s.52.

<sup>39</sup> Aynı,

göre oy kullanılmalıdır.

Bu konuda özellik arz eden bir durum da "oydan yoksun paylar" hususudur. Önceden SerPK, TTK sistemini takip ederek "oydan yoksun pay senedi ihracına" imkan vermemişken, 3794 sayılı kanunla yapılan değişiklikle, bu imkan tanınmıştır. Oydan yoksun paylara ilişkin olarak SerPK'na eklenen 14/A maddesine göre ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla kar payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun paylar ihraç edebilirler. Bu tür hisse senetleri bir taraftan büyük ortaklıkların yönetim ve kontrollerine hanel getirmeden özsermaye sağlama imkanı yaratırken; diğer taraftan oy hakkının önemli olmadığı küçük yatırımcılara da kar payı imtiyazı nedeniyle daha az riskli hisse senetlerine yatırım imkanı yaratacaktır.

## 2. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş

### a. Sisteme Geçiş İçin Gerekli Koşullar

Bir ortaklığın KSS'ni kabul edebilmesi için iki ön koşul vardır: i) SerPK anlamında halka açık olmalıdır. ii) Başlangıç sermayesi SPK'nca belirlenen miktardan (5 milyar TL) az olmamalıdır. Bu halde SPK'ndan izin alındıktan sonra KSS ve ilgili hükümler anasözleşmede öngörülmelidir.

Halka Açık Anonim ortaklık, SerPK m.3/g'de "hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arzedilmiş sayılan anonim ortaklıklar" olarak tanımlanmıştır. SerPK m.12 f.2'de "hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan ortaklıklar ile kurulmuş olup da hisse senetlerini halka arz edecek ortaklıkların" KSS'ni kabul edebileceği belirtilmiştir. Tekinalp, kurucuların sayısı 100'den fazla olan ve ani yol ile kurulan (Tedrici yol ile kurulanların yanısıra) ortaklıkların da KSS'ni kabul edebileceklerini belirtmiştir.<sup>40</sup>

Sistemi kabul edebilmek için sermayenin tamamının ödenmiş olması gerekmez. Çıkarılmış sermayenin en az 5 milyar TL olması yeterlidir. Buna karşılık, sistemde eski esas sermayenin tamamı ödenmedikçe yönetim kurulu yeni hisse senedi çıkaramaz. Yani esas sermayenin, bir kısmı ödenmiş bir kısmı taahhüt edilmiş fakat ödenmiş kısım asgari çıkarılmış sermayeyi karşılıyorsa KSS kabul edilebilir; fakat eski esas sermayenin tamamı ödenmedikçe sisteme göre sermaye artırılamaz.

KSS'ni kabul etmek isteyen ortaklıkların, SPK'ndan izin aldıktan sonra anasözleşmelerine bu konuda ve sistemden yararlanmayı sağlayacak diğer hükümleri koymaları gerekir (Tebliğ, seri: IV, No:7 m.3/5).

<sup>40</sup> Tekinalp, Ön.Ver., s.48.



## b. Kurula Başvuru ve İzin

KSS'ndan yararlanma ve tavan belirlenmesi için SPK'na yapılacak başvuruya aşağıdaki belgeler eklenir (Tebliğ, Seri:IV, No: 7 m.4):

- i) Anasözleşme,
- ii) Anasözleşme değişiklik taslağı,
- iii) Sermayenin ödenmiş kısmını gösterir noter tespit tutunağı,
- v) Geçmiş 3 yıla ait kar dağıtım tabloları,
- v) Tanıtıcı bilgileri içeren belgeler,
- vi) Geçmiş 3 yıla ait bilanço ve gelir tablosu ile bunların kayıtlı sermaye tavanına ulaşılması öngörülen döneme ilişkin proformaları,
- vii) KSS'ne geçişe ilişkin yönetim kurulu kararı,
- viii) KSS'ne geçişin ve yönetim kuruluna SerPK m.12 f.5'de belirtilen yetkilerin verilmesi halinde, bunların gerekçesi,
- ix) Bağımsız denetleme raporu (zorunlu veya isteğe bağlı),
- x) SPK'nca gerekli görülecek diğer bilgi ve belgeler.

SPK, başvuruyu, SerPK'nun genel amaç ve ilkeleri, piyasanın gerekleri, sermaye piyasasının gelişimi ve düzenli çalışması, KSS'ne geçişin gayesi, ortaklıklarının hak ve yararları, ortaklığın yasal yükümlülüklerine uyma durumu gibi hususları gözönüne alarak inceler ve inceleme sonucu olumlu ise izin verir. Her ortaklığın kayıtlı sermaye tavanı, ortaklığın önerisi gözönünde tutularak, mevcut durum, ödenmiş (çıkarılmış) sermaye, gelişme ve genişleme planları esas alınarak SPK'nca belirlenir. SPK KSS'ne geçişi ve tavan yükseltmeyi şarta bağlayabilir (Tebliğ,S:IV, No:7 m.5).

SPK, izin verildiğini bildirdikten sonra, anasözleşme değişikliği için izin almak üzere Sanayi ve Ticaret Bakanlığına müracat edilir. Genel Kurul anasözleşme değişikliklerini karara bağlar. Yönetim kuruluna imtiyazlı hisse senedi çıkarma ve bu tür pay sahiplerinin haklarını kısıtlama yetkisi veriliyorsa TTK'nun 389 maddesi hükmü uygulanır. Anasözleşme değişikliklerinin mahkemece onaylanmasını müteakip ilgili ticaret siciline tescil ve TTSG'ne ilan ettirilmesi gerekir. Gazetenin 2 nüshası ilanı müteakip 6 işgünü içinde SPK'na gönderilir.

Artık kayıtlı sermaye tavanına kadar pay senedi ihracı yetkisi yönetim kurulundadır.

## 3. Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermayenin Artırılması

KSS'ne geçişle, sermaye artırma yetkisi elde eden yönetim kurulu

esas sözleşmenin kendisine tanıdığı kayıtlı sermaye miktarı olan yetki sınırına kadar hisse senedi ihraç edebilir.

SerPK m.12 f.3 bir önşart getirmektedir. "Çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senetleri çıkarılamaz" demek suretiyle evvelce çıkarılan pay senetlerinin tamamının satılıp bedelleri ödenmedikçe yönetim kurulunun yeni pay senetleri ihraç etmesine izin verilmemiştir.

#### a. Sermaye Artırımıyla İlgili Özellik Arz Eden Bazı Hususlar

**1) Satınalma Taahhüdü.-** SerPK'nun bu konuyla ilgili 7. maddesinin 3.fıkrası şöyledir: "Halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır. Kurul satış süresi içinde satılmayan payların kendileri tarafından tamamen satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğini kurucular pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasından Kurulca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Bu taahhüt süre sonunda satılmayan payların kurucular pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini de kapsar".

Bu hüküm sermaye artırımının güven içinde ve zamanında gerçekleşmesini sağlamak , pay sahipleri ve yatırımcıların haklarını korumak; yönetimin güven içinde karar alması bakımından konulmuştur. Öngörülen sermayenin mutlaka temini bakımından satınalma taahhüdünde bulunanların yeterince güçlü olması gerekir. Ayrıca, ortaklığın etkisi altında bulunduğu kişilerin taahhütte bulunması ise taahhüdün işletilememesi sorununu doğurabilir. Söz konusu taahhütte bulunanın aracı kuruluş olması halinde bir "aracılık yüklenimi sözleşmesi" (underwriting) söz konusu olacaktır. Bu halde ise sermaye artırımı masrafları çok yükselebilecektir. Sermaye artırımında satın alma taahhüdü, piyasa fiyatının, ihraç fiyatının altına düşmesi halinde önem kazanır.

Buna karşılık taahhütnamenin işletilmemesi ve sermaye artırımının sürüncemede kalması halinde tam ve nakden ödeme kuralı nedeniyle müteakip sermaye artırımları da gerçekleştirilemez. Aytaç, taahhütname alınmasının KSS'ne ters düştüğünü; satılan hisse senetleri ile yetinilerek kalanların iptalinin uygun olacağını belirtmiştir.<sup>41</sup>

Önceki düzenlemelerde taahhütname alınması, KSS'ndeki ortaklıklardan istenirken, SPK, seri: 1, No: 10 (yürürlükten kaldırıldı) ve Seri: 1,

<sup>41</sup> Aytaç, *Ön. Ver.*, s.110.

No: 13 tebliğlerinde , KSS'nde sermaye artırımında istememektedir. Yani kayıtlı sermayeli AO'ların bu taahhüt olmaksızın, sermaye artırımını nedeniyle çıkaracakları yeni hisse senetleri SPK kaydına alınmaktadır. Satılmayan hisse senetleri ise iptal edilmektedir. Yalnız, bunun yukarıda belirtilen Yasa hükmüne uygun olduğunu söylemek güçtür. Buna karşılık esas sermaye sisteminde sermaye artırımında söz konusu taahhütname istenmektedir.

**2) SPK Onayı.-** 3794 sayılı Kanun'la yapılan değişiklikle halka arzlarda SPK'ndan izin alma yerine "kurul kaydına alınma" esası getirilmiştir (SerPK m.4; Tebliğ, Seri:1, No:13, m.3). Buna göre sermaye artırımında çıkarılan hisse senetlerinin SPK kaydına alınması zorunludur. SPK'nun kayda alma halinde verdiği belgeye ise "kayıt belgesi" (izin belgesi yerine) denir. SerPK izin sisteminde olduğu gibi, gerekçe göstererek kurul kaydına almaktan imtina edebilir.

**3) Yeniden Değerleme Fonunun Sermayeye İlavesi.-** Yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilave edilerek ortaklara bedelsiz hisse senedi verilmesi SPK iznine tabi değildir (Tebliğ, Seri: VIII, No: 3, m.1). Yalnız bu fonun sermayeye katıldığı tarihten itibaren 6 iş günü içinde bu fonun toplam miktarlarını ve sermayeye katılan miktarlarını belirten birer yazı ile durumun SPK'na bildirilmesi gerekir (Tebliğ, Seri: VIII, No: 3, m.2).

Yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesiyle gerçekleştirilen sermaye artırımıyla kayıtlı sermaye tavanı aşılabilir; bunun dışında aşamaz. Tavan bu suretle aşılmış ise çıkarılmış sermaye yeni kayıtlı sermaye tavanı olarak tescil ettirilir (Tebliğ, Seri: IV, No: 7, m.3).

Ortaklıkların nakit karşılığı sermaye artırımlarında, yeniden değerlendirme fonu tükeninceye kadar bu fonda yeni pay alma hakkı kullanımının başlangıç tarihi itibarıyla mevcut tutardan, en az nakit karşılığı artıracakları sermaye kadar miktarı, sermayelerine ekleyerek sermaye artırım tarihindeki mevcut pay sahiplerine bedelsiz pay olarak dağıtmak zorundadır. Fondaki miktar, sermaye artırımını öncesi ödenmiş sermayenin % 10'undan az ise sermayeye eklenmeyebilir (Tebliğ, Seri:1, No: 13, m.10).

**4) KSS Dışındaki Halka Açık Ortaklıkların Durumu.-** Bu ortaklıklar esas sermayelerini artırmaları halinde TTK'nun öngördüğü anasözleşme değişikliği prosedürünü izleyeceklerdir. Bunun yanı sıra, hisse senetlerinin halka arzı nedeniyle SerPK'nuna ve SPK tebliğlerinde belirtilen esaslara uyacaklar ve öngörülen formaliteleri yerine getireceklerdir. Bunların sermaye artırımına ilişkin esaslar Seri: 1, No: 13 tebliğinde yer almaktadır.

## **b.Sermaye Artırımında İzlenecek Yol**

KSS'nde sermaye artırımına ilişkin esaslar SPK'nun Seri: 1, No: 13, tebliğinde belirtilmiştir. Aşağıda izlenecek yol adım adım açıklandı.

Ortaklık yönetim kurulu, ayrıntıları Tebliğ, Seri:1, No: 13, m.10'da belirtilen sermaye artırım kararı alır.

Artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin kayda alınması için bir dilekçe ekinde ayrıntılı nitelikleri Tebliğ, Seri:1, No: 13, m.11'de açıklanan aşğıdaki belgelerle SPK'na müracat edilir:

- Anasözleşme,
- İzahname, ortaklar için sirküler ve tasarruf sahipleri için sirküler,
- Çıkarılacak hisse senedi spesimeni (örneği),
- Yukarıda belirtilen yönetim kurulu kararının onaylı örneği,
- Satış aracı kuruluşça yapılacaksa, aracılık sözleşmesi,
- Sermaye artırım gerekçesi,
- İç kaynaklardan sermaye artırımını halinde, buna ilişkin yeminli mali müşavir raporu,
- Geçmiş 3 yıla ait kar dağıtım tabloları,
- Geçmiş 3 yıla ait bilanço ve gelir tabloları ile son ara mali tabloları,
- Tebliğ Seri: 1, No: 13 m.14'de belirtilen hesaba ilişkin, hesabı açan bankanın SPK'na hesap numarasını bildirir yazı,
- Bağımsız denetleme raporu,
- Geçmiş 3 yıla ait denetleme raporları
- Son bilanço dönemine ait faaliyet raporu,
- Yönetim Kurulu kararlarının ilanlarının yapıldığı gazeteler,
- SPK'nca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

SPK yapılan başvuruyu, "izahname ve sirkülerlerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetleriyle ilgili mevzuatın öngördüğü ve gerekli bilgileri içerip içermediğini" dikkate alarak kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler ve halka arz yoluyla satılacak hisse senetlerini kayda alır.

SPK, Tebliğ, Seri: 1, No: 13, m.4'de belirtilen faktörleri dikkate alarak izahname ve sirkülerde farklılaştırma yapabilir; gerekçe göstererek Kurul kaydına almaktan imtina edebilir. Ayrıca halka arz edilen hisse senetlerinin

satışına müdahale ederek satış işlemlerini geçici olarak durdurabilir.

Başvurular en çok 30 gün içinde sonuçlandırılır. Başvuru noksanlığı halinde SPK'nca verilecek sürede noksanlıkların tamamlanmaması halinde başvuru düşer; verilen bu süre 30 günlük sürenin hesabında dikkate alınmaz.

Ortaklık, kayda alınan satışı yapılacak hisse senetlerinin ihraç değerinin % 0,3'ü tutarındaki ücreti T.C. Merkez Bankasında SPK adına açılan fon hesabına peşin olarak yatırır (Tebliğ, Seri: 1, No: 13, m.38).

SPK'nca onaylanmış izahname kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Ticaret Siciline tescil ve TTSG'nde ilan ettirilir (Tebliğ, Seri:1 No: 13, m.12).

Sermaye artırımında yeni pay alma hakları kullandırılıyorsa; sirküler, izahnamenin tescil tarihinden itibaren 15 gün içinde ve satışın başlangıç tarihinden azami 1 hafta asgari 2 iş günü önce Tebliğ, Seri:1, No:13 m.9'daki esaslar çerçevesinde tespit edilmiş günlük gazetelerde ilan edilir. (Tebliğ, Seri:1, No: 13, m.13).

Yeni pay alma hakları sirkülerde belirtilen şekilde kullanılır. Sirkülerden hangi tarihler arasında (15 günden az 60 günden fazla olamaz) yer veya yerlerde ve bedelli veya bedelsiz hisse senedi alma haklarının hangi kuponlar karşılığında kullanılacağı (hisse senetleri, söz konusu kuponları taşımaksızın bastırılmışsa bunlar ibraz edilerek kullanılabilir) belirtilir. Yani pay alma kuponları sermaye piyasası uygulamaları bakımından menkul kıymet hükmündedir. Yeni hisse senetleri bedelleri tam olarak nakden ve peşinen ödenmek suretiyle verilir (Tebliğ, Seri: 1, No: 13, m.14).

Yeni pay alma hakkı kullanımından sonra kalan paylar için veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa tüm yeni paylar için, Tebliğ Seri: 1, No: 13, m.15'de belirtilen "Tasarruf Sahipleri İçin Sirküler" yayınlanır. Paylar, bu sirkülerdeki esaslar çerçevesinde ve belirtilen tarihler arasında (azami 130 gün) ilan edilen yer veya yerlerde tasarruf sahiplerinin alımına sunulur. Müracat eden tasarruf sahiplerine bedelleri tam olarak nakden ve peşinen tahsil edilerek hisse senetleri verilir (Tebliğ, Seri:1, No:13, m.15-16).

Satış işlemleri tamamlandıktan sonra, satışın bitiş tarihinden itibaren 6 iş günü içinde "tescile mesnet olacak belge" almak üzere bir yazı ve ekinde Tebliğ, Seri: 1, No: 13 m.17'de belirtilen belgelerle SPK'na müracat edilir. Artırılan sermayenin % 10 ve daha fazlasını satın alanlar ayrıca belirtilir.

SPK, satışın süresi içinde usulüne uygun olarak sonuçlandığını tespit ettikten sonra: Ticaret Siciline tescil işlemlerine mesnet olacak belge verir. Bu belge artırılan sermaye miktarını değil o ana kadar bedelleri ödenmiş olan hisse tutarlarını içerecek şekilde düzenlenir. Satın alınmayan hisse senetleri

noter huzurunda iptal ve imha edilerek bu husus bir tutanağa bağlanır. SPK, sermaye atırım işlemlerinin sonucunu Sanayi ve Ticaret Bakanlığına bildirir (Tebliğ, Seri: 1, No: 13, m.18).

Kurul'dan alınan belge ve ekleri, 10 gün içinde tescil talebiyle Ticaret Siciline verilir ve tescilden sonra TTSG'nde ilan ettirilir (Tebliğ, Seri:1, No: 13, m.18).

Sermaye artırımını dolayısıyla yayınlanan izahname ve sirküler ile sermaye artırımının tesciline ilişkin ilanın yer aldığı gazetelerin birer nüshası her belgenin ilk ilanını izleyen 6 iş günü içinde SPK'na gönderilir (Tebliğ, Seri: 1, No: 13, m.19).

### **C. KAYITLI SERMMAYE UYGULAMA ÖRNEĞİ: ENKA HOLDİNG YATIRIM ANONİM ŞİRKETİ**

Bu alt bölümde kayıtlı sermaye uygulaması örneği olarak ENKA HOLDİNG YATIRIM AŞ'nin kayıtlı sermaye uygulaması incelendi. Burada bu ortaklık için kısaca "Holding" ifadesi kullanıldı.

#### **1. Tanıtıcı Bilgiler**

Holding, 21.12.1972 tarihinde 60 milyon TL sermaye ile kurulmuştur. Ana faaliyet konusu sermaye şirketlerine iştirak etmektir. Ödenmiş sermaye sabit sermaye sisteminde, 1974 yılında 150 mliyon TL'na, 1979 yılında 300 milyon TL'na 1982 yılında 1 milyar TL 'na yükseltildikten sonra, 2449 sayılı SPK hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmeşi ve SPK'nun 25.11.1982 tarih ve 186 sayılı izni ile bu sisteme geçilmiştir.

1991 yılı sonu itibariyle kayıtlı sermaye tavanı 50 milyar TL; ödenmiş sermaye 30 milyar TL'dir. Bu sermayenin 4 milyar TL'lik kısmı nakden ödenmiş; 26 milyar TL'lik kısmı ise yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi ile karşılanmıştır. Çıkarılmış sermaye, her biri 1.000 TL itibari değerinde 30 milyon adet hamiline yazılı paya ayrılmış ve bu paylarla temsil edilmektedir. Bu payların 12.000 adedi A Grubu Hisse Senedi olup imtiyazlı; 29.988.000 adedi ise B Grubu ve adi hisse senedir. İmtiyaz hakkının niteliği, A Grubu Hisse Senedinin on oy hakkı (B Grubunda olanların bir oy hakkına karşılık) olması ve yönetim kurulu beş üyeli olacaksa üçünün, yedi üyeli olacaksa dördünün, dokuz üyeli olacaksa beşinin A Grubu Hisse Senedi sahipleri arasından seçilmesidir. 30 milyon adet hisse senedinin yanısıra 1.000 adet de bedelsiz olarak kurucu ortaklara dağıtılmış olan ve sadece kara iştirak hakkı veren intifa senedi mevcuttur.

Holding'e ait hisse senetleri İMKB'na kayıtlı olup halka açıklık oranı %20 dir. Bilinen ortak sayısı 1.200 kişidir. Sermayenin %10'undan fazlasına sahip ortaklar ve pay oranları, Şarık Tara; %49.8 ve Enka Spor Eğitim ve Sosyal Yardım Vakfı; %10.54' tür.

Holding, bağlı ortaklıkları ve iştirakleriyle, başta inşaat ve taahhüt olmak üzere, mühendislik-müşavirlik ve hizmet, sanayi, ticaret, bankacılık ve finans alanlarında faaliyet göstermektedir

## **2. Kayıtlı Sermaye ve Sermaye Artırımları**

Holding, kayıtlı sermayeyi öngören SPK'nun çıkışıyla (bir yıl sonra) kayıtlı sermaye esasını benimsemiş ve sermaye artırımlarında bu yöntemi uygulamaktadır.

Kayıtlı sermaye uygulamalarında ana sözleşmeyle sermaye artırımı yetkisinden başka imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde (primli) hisse senedi çıkarma yetkisi de tanınmıştır. Ayrıca KSS'nde uygulama olanağı bulan hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarma yetkisi de yönetim kuruluna bırakılmıştır. Böylece, sermaye artırımına yetkili ve görevli organ olan yönetim kurulu geniş yetkilerle donatılmış ve KSS uygulamaları açısından yasaların elverdiği oldukça serbest hukuki ortam yaratılmıştır. Bunun yanısıra belirtmek gerekir ki, yönetim kurulu ile genel kurul ayrıdır ve her iki kurul da bizzat Holding'in kontrolünü elinde bulunduran ortakların hakimiyetindedir.

Holding'in kayıtlı sermayeye geçişinden 1991 yılı sonuna kadar olan sermaye artırımları ve ulaşılan kayıtlı sermaye tavanları Çizelge 1'de yer almaktadır.

ÇİZELGE 1  
Enka Holding Yatırım A.Ş.  
Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımları  
(Milyon TL)

Yıllar	Kayıtlı Sermaye Tavanı	Yılbaşı Sermaye	Sermaye Artırımı		Yılsonu Sermaye
			Bedelli	Bedelsiz	
1985	15.000.	1.000	4 00	1.600	3.000
1989	15.000.	3.000	2.600	2.400	8.000
1990	15.000.	8.000	-	7.000	15.000
1991	50.000.	15.000	-	15.000	30.000
TOPLAM	--	--	3.000	26.000	--

Holding kayıtlı sermaye sisteminde dört defa sermaye artırımı yapmıştır. Buna karşılık, sisteme geçişte ve tavan sermayeye ulaşılması nedeniyle tavan yükseltilmesinde (1991) olmak üzere iki defa kayıtlı sermaye tavanı tesbit edilmiştir. Ayrıca 1991 yılında kayıtlı sermaye tavanına ulaşılmadan, kayıtlı sermaye tavanının 100 milyar TL'na yükseltilmesi için izin alınmıştır.

1985 ve 1989 yıllarında bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı birlikte gerçekleştirilmiş; 1990 ve 1991 yıllarında ise yalnızca bedelsiz sermaye artırımı yapılmıştır. KSS'nde gerçekleştirilen toplam 29 milyarlık sermaye artırımının 26 milyar TL'lık kısmını yeniden değerlendirme fonundan karşılanan bedelsiz sermaye artırımı, 3 milyar TL'lık kısmını ise nakit olarak karşılanan bedelli sermaye artırımı oluşturmuştur.

Bedelsiz sermaye artırımları, yeniden değerlendirme fonunun ortaklık bünyesinde ve iştiraklerinde sürekli olarak oluşması nedeniyle sermaye artırımlarının büyük bir kısmını oluşturmuş; yönetim kurulunun yetki sınırı olan tavan sermayeye daha ziyade bu yolla ulaşılmıştır. Böylece bir anlamda sermayede düzeltme işlemi yapılmıştır.

İştirak yatırımlarında bulunmak amacıyla 1985 yılında gerçekleştirilen 400 milyon TL ve 1989 yılında gerçekleştirilen 2.6 milyar TL'lık nakit karşılığı sermaye artırımları 29 milyar TL olan toplam sermaye artırım miktarı içinde 3 milyar TL'lık yer tutmuştur. Yönetim kuruluna primli ihraç yetkisi tanınmış



olmakla beraber yeni çıkarılan hisse senetleri mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullandırılarak nominal değerden satılmıştır.

### 3. Değerlendirme

Holding kayıtlı sermaye sistemini başarıyla uygulamaktadır. Bu sistemle sermaye artırımları kolaylıkla gerçekleştirilebilir hale gelmiştir. Buna karşılık uygulamada sistemin getirdiği yararlılık sınırlı olmuştur. Holding halka açık olmakla birlikte, halka açıklık oranı %15-20 civarında değişmiştir ve sermayenin büyük bir kısmı belirli bir grubun elinde toplanmıştır. Ayrıca yönetim kurulunu da bu grup oluşturmakta olup; Holding'in karar verici çoğunluğa sahip ortakları ile yönetimi ayrık değildir. Bu nedenle, genel kurulun toplanmasında, TTK sisteminin aradığı nisapları sağlamada güçlük çıkması söz konusu değildir. Diğer taraftan, daha ziyade bedelsiz sermaye artırımına gidilmiş olup, yeni kaynak sağlamak açısından sermaye artırımına (bedelli) daha az başvurulmuştur. Halka açıklık oranının %15-20 civarında değişmiş olduğu ve rüçhan hakkı kullanıldığı düşünülürse sermaye artırımları halktan kaynak sağlamak açısından önem arz etmemiştir.

Mevcut duruma göre, Holding'in kayıtlı sermaye uygulamalarını, daha ziyade "sisteme uyum aşaması" olarak değerlendirmek yerinde olur. Sistemin bazı pratik yararları sağlamış olduğu da göz önünde bulundurulursa, Holding için daha uygun ve yararlı olduğu söylenebilir.

Holding'in kayıtlı sermaye uygulamasıyla ilgili diğer bir husus ise, yönetim kuruluna imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarma yetkileriyle yetki genişliği sağlanmış olmakla birlikte, bunların kullanılmamış olmasıdır. Hisse senetlerinin nominal değerden mevcut ortaklara satılması, ortakların sermayeye iştirak oranlarını koruması, sermaye artırımının başarısı ve emisyon priminin gelir vergisi kesintisine tabi olması nedeniyle uygun bir yol olarak değerlendirilebilir. İmtiyazlı pay çıkarma yetkisi, diğer payların sağladığı hakları sınırlama bakımından tehlikelidir. Bu nedenle imtiyazlı pay çıkarma yetkisi, ancak buna ihtiyaç duyulması ve planlanması halinde verilmelidir. Ayrıca çıkarma yetkisi verilen imtiyazlı hisse senetleri için imtiyaz hakkının niteliği ana sözleşmede öngörülmelidir.

## BÖLÜM IV

### DEĞERLEME AÇISINDAN SERMAYE ARTIRIMI

#### A. DEĞER TRANSFERİ VE BÖLÜNMESİ

Bu altbölümde yeni çıkarılan hisse senetlerinin ihraç fiyatının piyasa fiyatından düşük olması halinde ortaya çıkan, yeni piyasa fiyatı ve yeni pay alma hakkının değeri neden ve sonuçlarıyla birlikte ele alındı. Konunun açıklanmasında, getirilen “değer transferi” ve “değer bölünmesi” kavramları kullanıldı. Bu suretle; piyasa fiyatı, ihraç fiyatı, yeni piyasa fiyatı, bedelli ve bedelsiz yeni pay alma haklarının değerleri arasındaki fonksiyonel ilişkiler ve ihraç fiyatının piyasa fiyatından düşük olmasının, kar payı, sermaye maliyenin belirlenmesi gibi hususlara ilişkin yarattığı sonuçlar değer transferi ve değer bölünmesi yaklaşımıyla ortaya konuldu.

Aşağıda üzerinde durulan, yeni pay alma hakkının değeri ve yeni piyasa fiyatının hesabı, yeni pay alma hakkının kullanılma zamanı içindir. Bu sınırlama, yeni pay alma haklarının kullanımı sırasında borsada oluşan değere uygunluk bakımından konulmuş olup; esas olan sermaye artırımının ortaya çıkardığı fiyat ve değerler arasındaki fonksiyonel ilişkinin ortaya konulmasıdır. İlişki, yeni pay alma haklarının kullanımı için müracat dönemi dışında da geçerlidir ve değerlendirmelerin buna göre yapılması gerekir. Yatırımcıların farklı tepkileri varsa, bu ayrıca göz önünde bulundurulmalıdır. Son piyasa fiyatı (yeni payların satış anındaki), sermaye artırımının vergi ve işlem maliyetinin, beklenen kar ve kar paylarının vs. etkisini içermektedir. Yapılan değerlemelerde esas alınan piyasa değerinin yanısıra; değer transferi, bölünmesi ve etkileri, başka bir değer (örneğin; defter değeri, atfedilen gerçek değer) esasına göre de açıklanabilir.

Bu amaçla kullanılan, kavram ve ifadeler; bunların sembolleri ve neyi ifade ettikleri aşağıda verildi.

$F_0$  : Piyasa fiyatı. Bir hisse senedinin yeni pay alma hakkının kullanımı esnasındaki yeni pay alma hakkı üzerinde fiyatı veya son piyasa fiyatı.

$F_1$  : Yeni piyasa fiyatı. Bir hisse senedinin sermaye artırımı

sonucunda oluşan fiyatı.

$F_i$ : İhraç fiyatı. Yeni çıkarılan bir hisse senedinin satış fiyatı veya birincil piyasa fiyatı.

$O$  : Sermaye artırım oranı. Artırılan sermayenin nominal değerinin önceki ödenmiş sermayeye oranı ( $O_s + O_l$ ).

$O_s$  : Bedelsiz oranı. İç kaynaklardan sermaye artırım oranı veya bedelsiz sermaye artırım oranı.

$O_l$  : Bedelli oranı : Dış kaynaklardan nakit olarak karşılanan sermaye artırım oranı veya bedelli sermaye artırım oranı.

$k$  : Sermaye katsayısı. Artırılmış sermayenin önceki sermayeye oranı olup sermaye artırımıyla ödenmiş sermayenin kaç katına çıktığını gösterir ( $1+O$  veya  $1 + O_s + O_l$ ).

$k_s$  : Bedelsiz katsayısı. Bedelsiz artırılan sermayenin önceki ödenmiş sermayeye oranı ( $1 + O_s$ ).

$k_l$  : Bedelli katsayısı. Bedelli artırılan sermayenin (nominal değeri) önceki ödenmiş sermayeye oranı ( $1 + O_l$ ).

$b$  : Rüşhan hakkı bedelpayı. Bir eski hisse senedinin rüşhan hakkını kullanabilmek için ödenecek (payına düşen) miktar ( $F_i \times O_l$ ).

$O_p$  : Piyasa değeri açısından sermaye artırım oranı. Yeni çıkarılan hisse senetlerinin ihraç fiyatları toplamının ortaklığın piyasa değerine oranı (veya  $b/F_0$ ).

$O_t$  : Değer transfer oranı.

DB: Değer bölümleri.

$H_r$  : Bir hisse senedinin rüşhan hakkının değeri.

$H_b$  : Bir hisse senedinin bedelsiz hisse senedi alma hakkının değeri.

$H_y$  : Yeni pay alma hakkının değeri. Bedelli ve/veya bedelsiz hisse senedi alma haklarının birlikte değeri ( $H_r + H_b$ ).

### 1. Sermaye Artırımında Değer Transferi ve Bölünmesi

Sermaye artırımıyla yeni çıkarılan hisse senetleri mevcut hisse senetlerinin piyasa fiyatından farklı bir fiyatla ihraç edilirse hisse senetleri fiyatı dengelenecek şekilde aralarında değer transferi olur. Eğer yeni çıkarılan hisse senetleri piyasa fiyatının altında bir fiyatla ihraç edilirse (böyle bir ihraç, rüşhan hakkı kullandırılarak mevcut ortaklara oransallık ilkesine göre hisse senedi satışı şeklinde olmaktadır) Bu halde hisse senetlerinin değerinde bölünme ve eski hisse senetlerinden yeni hisse senetlerine değer transferi olmaktadır.

**Yeni çıkarılan hisse senetleri, eskileri için oluşan piyasa**

fiyatının altında bir fiyatla ihraç edilirse veya bedelsiz hisse senedi verilirse, eski ve yenilerin ortaklık üzerindeki haklarında bir fark olmadığından; ve eskiler daha fazla bir değeri temsil ettiğinden, eski hisse senetlerinden yeni hisse senetlerine bir "değer transferi" olacaktır. Yani eski ve yeni hisse senetleri özdeş olduğundan piyasa değerleri eşit olacak; böylece değer transferi zorunlu olarak kendiliğinden gerçekleşecektir. Bazı durumlarda ihraç fiyatı piyasa değerinin üzerinde olabilmekte ve bu fiyatla satış gerçekleşebilmektedir (örneğin, piyasa fiyatının ihraç fiyatının altında olması veya sonradan altına düşmesi halinde satınalma taahhüdünde bulunanlarca bu fiyatla satın alınması yada bunun, piyasada arzın sınırlı olması halinde sermayeye iştirak oranlarını korumak isteyen ortaklarca yapılması). Bu halde de yeni hisse senetlerinden eski hisse senetlerine değer transferi gerçekleşecektir.

Yeni çıkarılan hisse senetleri piyasa fiyatının altında bir fiyatla ihraç edilirse veya bedelsiz hisse senedi verilirse hisse senetlerinde "değer bölünmesi" olur. Buna yaygın ifadeyle "sulanma" denilmektedir. Bunun nedeni, sermaye artırımıyla ortaklığın gerçek -aynı zamanda piyasa-değerindeki artışa nisbetle, ortaklığı temsil eden hisse senetlerinin sayısının daha fazla artmasıdır. Diğer bir ifadeyle, **yeni fon girişinin ortaklığın piyasa değerine katkısınının, hisse senedi sayısındaki artışı karşılayamamasıdır**. Yalnızca bedelsiz sermaye artırımında yeni fon girişi söz konusu olmadığından tam; bedelli sermaye artırımında ise bir fon girişi olduğundan kısmi bir değer bölünmesi olacaktır. Söz konusu bölünme nominal değerler düşürülerek pay sayısının artırılması değil; fiktif sermaye artırımıyla pay değerlerinin düşmesi şeklinde bir bölünme veya "sulanma"dır.

Değer bölünmesi, ancak ihraç fiyatının piyasa fiyatının altında olması ve/veya bedelsiz paylar çıkarılması halinde söz konusu olacağından değer bölünmesiyle birlikte her zaman eski hisse senetlerinden yeni hisse senetlerine bir değer transferi de olacaktır.

Değer transferi ve bölünmesi bu açıklamalardan sonra matematiksel olarak ifade edilebilir. Değer transferi bir oran, değer bölünmesi de bir bölen olarak; ortaklığın piyasa değerindeki artışla hisse senedi sayısındaki artış karşılaştırılmak suretiyle bulunabilir.

$$\text{Değer Transfer Oranı} = \frac{\frac{\text{Hisse Senedi Sayısındaki Artış} \left( \frac{\text{Yeni Çıkarılan Hisse Senedi Sayısı}}{\text{Eski Hisse Senedi Sayısı}} \right)}{\text{Eski Hisse Senedi Sayısı}}}{\frac{\text{Ortaklığın Piyasa Değerindeki Artış (katkı)} \left( \frac{\text{Yeni Çıkarılan Hisse Senetlerinin Toplam İhraç Değeri}}{\text{Ortaklığın Piyasa Değeri}} \right)}{\text{Eski Hisse Senedi Sayısı} + \text{Yeni Çıkarılan Hisse Senedi Sayısı}}}$$

veya

$$\text{Değer Transfer Oranı} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Sermaye Artırım Oranı} \times \text{Açısından Sermaye Artırım Oranı} + \text{Piyasa Değeri}}$$

$$O_t = \frac{O - O_p}{1 + O} = \frac{O - O_p}{k}$$

Değer transfer oranı ( $O_t$ ), sermaye artırımıyla bir eski hisse senedinin değerinin ne oranda transfer (yeni hisse senetlerine) olacağını gösterir. Bu oran, transfer olmaması halinde sıfır olacaktır. Belirli koşullarda yeni bedelli paylardan diğer paylara değer transferi halinde bu bağıntı ile buna göre verilen formüller geçerli olmayacaktır. Bu konudaki özel durum "Yeni Piyasa Fiyatının İhraç Fiyatının Altına Düşmesi" başlığı altında (s. 53 ve devamı) ele alındı.

Değer bölüneni (DB),  $(1+O) / (1+O_p)$  veya  $k / (1-O_p)$  olarak ifade edilebilir. Bir hisse senedinin sermaye artırımıyla kaç bölüneceğini gösterir. Değer bölüneninin 1 olması bir bölünmenin olmadığını, 1'in altında olması ise bir bölünmenin değil, değer yükselmesinin söz konusu olduğunu gösterir.

Sermaye artırımıyla, değer transferi ve değer bölünmesi olması, yeni pay olma hakkının bir değerinin olmasına ve hisse senedinin piyasa değerinin düşmesine neden olur. Bu doğrultuda, yeni pay alma hakkının değeri ve yeni piyasa fiyatı, ihraç fiyatının piyasa fiyatının üzerine çıkması hali, ihraç fiyatı alternatifleri, yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyeti ile kar payları ve yeni hisse senetlerinin eskilerinin uzantısı olması hususları aşağıda incelendi.

## 2. Yeni Pay Alma Hakkının Değeri ve Yeni Piyasa Fiyatı

Yeni pay alma hakkının, ancak bir değer transferi olması halinde; değer transferi nedeniyle ve değer transfer oranı kadar değeri olur. Hisse senedinin piyasa değeri de bunun sonucunda ikiye ayrılır. Değerinin, değer transfer oranı kadarlık kısmı yeni pay alma hakkını temsil eden kupona geçer; kalanı ise -bu hak (kupon) hisse senedinden ayrıldıktan sonra- yeni piyasa fiyatını oluşturur. Buna göre hisse senedinin yeni pay olma hakkının kullanımı esnasındaki fiyatı, yeni pay alma hakkının değeriyle yeni piyasa fiyatının toplamıdır :

$$F_o = H_y + F_1$$

Bu açıklamalara göre yeni pay alma hakkının değeri, piyasa fiyatının değer transferi oranıyla çarpımı olacağından şöyle formüle edilebilir:

$$H_y = F_o \cdot O_t = F_o \cdot \frac{O - O_p}{k} = F_o \cdot \frac{O - \frac{b}{F_o}}{k} = F_o \cdot \frac{\frac{F_o \cdot O - b}{F_o}}{k} = F_o \cdot \frac{F_o \cdot O - b}{F_o} \cdot \frac{1}{k}$$

$$H_y = \frac{F_o \cdot O - b}{k}$$

Sadece bedelsiz artırım halinde ise yeni kaynak girişi söz konusu olmadığından hisse senetleri tam değer bölünmesine uğrar ve yeni pay alma hakkının (bedelsiz hakkı) değeri,  $F_o \cdot O / k$  olarak ifade edilebilir.

Yeni piyasa fiyatı, piyasa fiyatı-yeni pay alma hakkının değeri farkı yada piyasa fiyatıyla rüçhan hakkı bedelpayı toplamının sermaye katsayısına oranı olarak ifade edilebilir :

$$F_1 = \frac{F_o + b}{k} = F_o - H_y$$

Yalnız bedelsiz artırım halinde ise,  $F_1 = F_0/k$  olarak basitleştirilebilir.<sup>42</sup>

**Örnek 1 :** (A) A.Ş. 'nin ödenmiş sermayesi 1 milyar TL olup 1 milyon adet, 1000 TL nominal değerli adi hisse senediyle temsil olunmaktadır. Şirket, sermayesini nakit karşılığı (bedelli) olmak üzere 1 milyar TL artırarak 2 milyar TL'na çıkarmaya karar vermiştir. Bu sermaye artırımında rüçhan hakkı kısıtlanmadan kullanılacak olup, yeni hisse senetleri mevcut hisse senetlerine payları oranında ( 1'e 1) beheri 1000 TL 'ndan, bedeli nakden ve peşinen ödenmek üzere rüçhan hakkı kuponları karşılığında arz edilecektir. Hisse senetleri borsada sürekli işlem görmekte olup, ortaklara arzın başlangıç tarihinde yenipay alma kuponu üzerinde 1 hisse senedinin fiyatı 5000 TL. etmektedir.

Buna göre rüçhan hakkının değeri:

$$H_y = H_r = \frac{F_0 \cdot O - b}{k} = \frac{5000 \cdot 1 - 1000}{2} = \frac{4000}{2} \\ = 2000 \text{ TL}$$

Yeni piyasa fiyatı:

$$F_1 = \frac{F_0 + b}{k} = \frac{5000 + 1000}{2} = 3000 \text{ TL.}$$

**Örnek 2 :** Örnek 1 'de verilen ortaklığın sermaye artırımını, yalnız %200 (2 milyar TL) bedelsiz sermaye artırımını olsun.

Bedelsiz hakkının değeri:

---

<sup>42</sup> Çeşitli kaynaklarda rüçhan hakkının değeri ve buna göre yeni piyasa değeri şöyle gösterilmiştir:

Po: Pay senedi fiyatı.

S : Pay senedi çıkarma fiyatı (ihraç fiyatı).

N : Yeni bir pay senedi almak için gerekli pay senedi adedi (örneğin; % 25 sermaye artırımını halinde 4, % 200 sermaye artırımını halinde 0,5'tir).

R : Rüçhan hakkının değeri.

Px: Yeni piyasa fiyatı.

$$R = (Po - S)/(N+1) ; Px = [(Po \cdot N) + S]/(N+1)$$

[Bkz: Akgüç, *Ön. Ver.*, s. 599.; Gönenli, *Ön Ver.*, s.524; Muharrem Karalı, *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler* (3. Bası. İstanbul: Beta, 1989), ss. 405-408; Van Horn, *Ön Ver.*, s. 335].

$$H_y = H_b = \frac{F_o \cdot O_s}{k} = \frac{5000 \cdot 2}{3} = 3333.3 \text{ TL.}$$

Yeni piyasa fiyatı,

$$F_1 = \frac{F_o}{k} = \frac{5000}{3} = 1666.6 \text{ TL.}$$

**Örnek 3A :** Örnek 1 'de verilen ortaklığın sermaye artırımını % 100 bedelli (1 milyar TL) ve % 200 bedelsiz (2 milyar TL) olmak üzere toplam % 300 (3 milyar TL.) olsun.

Yeni pay alma hakkının değeri (bedelsiz hakkı ve rüçhan hakkının birlikte değeri:

$$k = 1 + O_l + O_s = 1 + (1+2) = 4; \quad b = F_i \cdot O_l = 1000 \cdot 1 = 1000$$

$$H_y = H_r + H_b = \frac{F_o \cdot O - b}{k} = \frac{5000 \cdot 3 - 1000}{4} = 3500 \text{ TL.}$$

Yeni piyasa fiyatı:

$$F_1 = \frac{F_o + b}{k} = \frac{5000 + 1000}{4} = 1500 \text{ TL.}$$

Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının birlikte gerçekleştirilmesi halinde de bedelsiz hakkı ve rüçhan hakkı değerleri ayrı ayrı tespit edilebilir. Çünkü bu hakların kullanımı birbirinden bağımsızdır; yani ayrı ayrı kullanılabilirler. Fakat bu hakların ayrı ayrı değerleri yukarıda verilen formüle göre hesaplanamaz. Bunun nedeni her ikisi birlikte gerçekleştirildiğinde, transfer ve bölünme etkisinin değişmesidir. Şu halde (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını birlikte gerçekleştirilmiş ise) bedelsiz ve rüçhan haklarının ayrı ayrı değerlerini yeniden formüle etmek gerekecektir.

Bedelsiz hakkının değeri; bedelsiz hakkı, bir ödeme yapmadan bedelsiz oranı kadar yeni hisse senedi alma hakkını ifade ettiğinden, yeni



piyasa fiyatının bedelsiz oranı ile çarpımı kadar olacaktır:

$$H_b = F_i \cdot O_s = \frac{(F_o + b) O_s}{k}$$

Rüçhan hakkının değeri, yeni piyasa fiyatı ihraç fiyatı farkının bedelli oranıyla çarpımı olarak ifade edilebileceğinden;

$$\begin{aligned} H_r &= (F_1 - F_i) O_i = \left( \frac{F_o + b}{k} - F_i \right) O_i = \frac{F_o \cdot O_i + b \cdot O_i}{k} - F_i \cdot O_i \\ &= \frac{F_o \cdot O_i + b \cdot O_i}{k} - b = \frac{F_o \cdot O_i + b \cdot O_i - b \cdot k}{k} = \frac{F_o \cdot O_i + (b \cdot O_i - k)}{k} \\ &= \frac{F_o \cdot O_i - b \cdot k_s}{k} \end{aligned}$$

**Örnek 3B :** Örnek 3A'daki verilere göre bedelsiz hakkının değeri:

$$H_b = \frac{O_s (F_o + b)}{k} = \frac{2 \cdot (5000 + 1000)}{4} = 3000 \text{ TL.}$$

Rüçhan hakkının değeri:

$$\begin{aligned} H_r &= \frac{F_o \cdot O_i - b \cdot k_s}{k} = \frac{5000 \cdot 1 - 1000 \cdot 3}{4} = \frac{2000}{4} \\ &= 500 \text{ TL.} \end{aligned}$$

$$H_y = H_b + H_r = 3000 + 500 = 3500 \text{ TL.}$$

Yukarıdaki kesimlerde teorik değer olarak hesaplanan yeni pay alma hakları ve yeni piyasa fiyatının değerleri toplamı, yeni pay alma hakkı üzerinde son piyasa fiyatından, eşanlı olarak, borsada farklılık gösteremez. Yukarıdaki örnekte olduğu gibi yeni pay alma kuponları üzerinde bir hisse senedinin fiyatı borsada 5000.-TL olarak oluşmussa, aynı hisse senedinin kuponları kesildiğinde bu kuponların değeri (3500.-TL) ile hisse senedinin yeni fiyatı

toplamı 5000.-TL olur (kar payı kuponlarında olduğu gibi); piyasa farklılaşmaya imkan vermez. İMKB'nda yeni pay alma haklarının kullanımı sırasında genel olarak hisse senetlerinin alım satımı olmamakta yada az sayıda işlem gerçekleştirilmektedir. Yeni düzenleme ile (3794 sayılı Kanun ile değişik SerPK), yeni pay alma kuponlarının menkul kıymet hükmünde olduğu esası getirilmiştir. Rüçhan hakkı kuponunun borsada oluşan fiyatı konusunda ABD'nde yapılan araştırmalar, müracat dönemi boyunca bu haklar için açıkça herhangi bir başka fiyat şekli (teorik değerden farklı) ortaya koymamıştır (arbitraj nedeniyle).<sup>43</sup>

**Temettü Farkı.-** Yeni mevzuata göre ( 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı SerPK m. 15/3), bu uygulama kaldırılmış olmakla birlikte önceki dönemlerde hisse senetlerine ihraç tarihlerine göre farklı temettü dağıtılabilmekteydi. Böyle bir fark doğal olarak yeni piyasa fiyatını ve hak değerlerini etkileyecek; temettü farkı kadar fiyat farkı olacak, hak değerleri de sermaye artırım oranlarına ve temettü farkına göre farklılaşacaktır.

Temettü farkı varken yeni fiyat ve hak değerleri; yukarıda verilen formüllere göre hesaplananlar birer ağırlıklı ortalama olduğundan, bir temettü grubuna ait bir hisse senedinin yeni piyasa fiyatı ve ilgili hakkın değeri, ait olduğu temettü grubundaki hisse senetlerinin, toplam içindeki ağırlık oranına göre, ağırlıklı ortalama sapma gösterecektir.

Bir temettü grubuna ait hisse senedinin yeni piyasa fiyatı, bu grubun toplam hisse senetleri içindeki ağırlık oranının birden farkının temettü farkıyla çarpımı kadar sapma gösterir. Bu durum; T; tam temettüyü, E; eksik temettüyü, TF; temettü farkını,  $O_a$ ;<sup>44</sup> ağırlık oranını ifade etmek üzere şöyle formüle edilebilir:

$$F_i + TF \cdot (1 - O_a)$$

Bedelsiz ve rüçhan haklarının değerleri ise alma hakkını ifade ettikleri hisse senedinin içinde bulunduğu temettü grubunun toplam hisse senetleri içindeki ağırlık oranının birden farkının temettü farkıyla çarpımının; kendi türü sermaye artırım oranıyla çarpımı kadar ağırlıklı ortalama değerden sapma göstereceğinden aşağıdaki gibi formüle edilebilir :

<sup>43</sup> "Robert M. Soldosky ve Craig R. Johnson, "Right Timing," *Financial Analysis Journal*, 23 (1967), s. 101-4" Van Horn, *Ön. Ver.*, s. 336'daki alıntı.

<sup>44</sup> Ağırlık oranı, temettü farkına göre bir hisse senedi grubunun, tüm hisse senetlerine oranıdır.

$$H_r + TF \times (1 - O_a) \times O_i$$

$$H_b + TF \times (1 - O_a) \times O_s$$

**Örnek 4 :** (A) A.Ş. örnek 3'deki halinde; eski ve bedelsiz yeni hisse senetlerinin her birine, 500 TL; bedelli yeni hisse senetlerinin her birine 300 TL. olmak üzere toplam 1,8 milyar TL. kar dağıtmaya karar vermiş olsun.

Eski ve bedelsiz yeni hisse senetleri için yeni piyasa fiyatı; temettü farkı 200 TL (500 TL. - 300 TL.); ağırlık oranı, 0,75 (1 milyon adet eski hisse senedi + 2 milyon adet yeni bedelsiz hisse senedi: 4 milyon adet toplam hisse senedi) olduğundan ve yüksek (veya tam) temettü aldığından,

$$F_1 + TF \times (1 - O_a)$$

$$1500 + 200(1 - 0,75) = 1550 \text{ TL.}$$

Bedelli yeni hisseler için yeni piyasa fiyatı; temettü farkı 200 TL. ağırlık oranı 0,25 (1 milyon adet bedelli yeni hisse senedi : 4 milyon adet toplam hisse senedi) ve eksik (düşük) temettü aldığından;

$$1500 - 200(1 - 0,25) = 1350 \text{ TL.}$$

veya

$$1550 - 200 = 1350 \text{ TL.}$$

Bedelsiz hakkının değeri; temettü farkı; 200 TL, ağırlık oranı; 0,75 ve bedelsiz hisseler yüksek temettü alan grupta olduğundan,

$$H_b + TF(1 - O_a) \cdot O_s$$

$$3000 + 200(1 - 0,75) \cdot 2 = 3100 \text{ TL.}$$

Rüçhan hakkının değeri; temettü farkı; 200 TL, ağırlık oranı 0,25 ve bedelli yeni hisse senetleri düşük temetti aldığından,

$$H_o - TF \times (1 - O_a) \cdot O_b$$

$$500 - 200 \times (1 - 0,25) \cdot 1 = 350 \text{ TL.}$$

olur.

### 3. Yeni Piyasa Fiyatının İhraç Fiyatının Altına Düşmesi (Sermaye Artırımının Tehlikeye Düşmesi)

Bazı ortaklıkların hisse senetlerinin piyasa fiyatı, sermaye artırım kararı verildiğinde veya daha sonra (satış gerçekleşmeden) ihraç fiyatının altına düşmektedir. Bazı hallerde ise piyasa fiyatı ihraç fiyatının üzerinde (veya eşit) iken, bedelli sermaye artırımı ile birlikte gerçekleştirilen bedelsiz sermaye artırımının tam bölünme etkisiyle yeni piyasa fiyatı ihraç fiyatının altında oluşabilmektedir.<sup>45</sup>

Yeni çıkarılan hisse senetlerinin satış süresi içinde, piyasa fiyatının, ihraç fiyatı ve nominal değerinin altında bulunması veya bölünme nedeniyle yeni piyasa fiyatının ihraç fiyatı ve nominal değerinin altında oluşması halinde sermaye artırımı tehlikeye düşer. Bu helde ortaklık işletilebilecek bir satış taahhüdü almamışsa bedelli sermaye artırımı kısmen veya tamamen gerçekleştirilemeyebilir.<sup>46</sup> Eğer satış taahhüdü alınmış ve taahhüt işletilirse ya da ihraç fiyatından hisse senedi satın alan olmuşsa, bedelli yeni hisse senetlerinden diğer hisse senetlerine değer transferi olur. Dolayısıyla ihraç fiyatından satın alanlardan, rüçhan hakkını kullanmayan pay sahiplerine servet transferi olur.

Piyasa fiyatının, nominal değer ve ihraç fiyatının altında olması veya altına düşmesi hali İMKB 'nda işlem gören ortaklıklarda istisnai bir olay değildir. Örneğin, Türk Hava Yolları, Metaş, Pınar Un, Makina Takım 1992 yılında sermaye artırımını bu duruma düşen ortaklıklardan bazılarıdır.

Piyasa fiyatı (yeni pay alma hakları üzerinde) ihraç fiyatının üzerinde iken; **bedelsiz sermaye artırımının bölünme etkisiyle**, yeni piyasa fiyatı ( $F_1$ ) ihraç fiyatının ( $F_i$ ) altına düşebilir. Bu durum bir sınır (had) olarak belirlenebilir. Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını birlikte gerçekleştirildiğinde bedelsiz sermaye artırımının olabileceği öyle bir had vardır ki; bu had aşıldığında yeni piyasa fiyatı ihraç fiyatının altında oluşur. Bu had, yeni piyasa

<sup>45</sup> Buna, İMKB 'de işlem gören "Pınar Un" un 1992 yılında gerçekleştirdiği sermaye artırımını örnek verilebilir.

<sup>46</sup> Ancak; yeni piyasa fiyatı, ihraç fiyatının altında oluşmasına rağmen nominal değerinin üzerinde ise, yeni bedelli hisselerin borsada satışı mümkün olur.

fiyatını ihraç fiyatına eşit kılan bedelsiz artırımdır. Bu had bedelsiz oranı cinsinden şöyle belirlenebilir:

$$F_1 = F_i \Rightarrow \frac{F_o + b}{k} = F_i \Rightarrow F_o + F_i \cdot O_i = F_i + F_i \cdot O_i + F_i \cdot O_s$$

$$\Rightarrow F_i \cdot O_s = F_o + F_i \cdot O_i - F_i - F_i \cdot O_i$$

$$O_s = \frac{F_o - F_i}{F_i}$$

Buna göre, bedelsiz oranı, son piyasa fiyatının ihraç fiyatından farkının ihraç fiyatına bölümünü geçerse; diğer bir ifade ile bedelsiz artırılan sermaye önceki sermayenin  $(F_o - F_i) / F_i$  katını geçerse yeni piyasa fiyatı ihraç fiyatının altında oluşur. Bu durumun anlamı, bedelsiz sermaye artırımının düzeyinin; **öncelikle, hisse senedi değerini ihraç fiyatının altına düşecek kadar bölüyor** olamasıdır. İhraç fiyatı da yeni hisse senetleri için söz konusu olduğundan; değerlemenin, yeni pay alma hakkı üzerinde olan hisse senedi fiyatına göre değil; bölünme etkisi göz önünde bulundurularak yeni piyasa fiyatına göre yapılması gerekir. Bu durum ihraç fiyatı bazında da düşünülebilir ( $F_i > F_o/k_s$ ).

Bunlara göre; yukarı kesimlerde belirtilen ve bedelsiz sermaye artırımının söz konusu olduğu bütün formüller,  $O_s \leq (F_o - F_i) / F_i$  veya  $F_i \leq F_o/k_s$  için geçerli olacaktır.

Yeni piyasa fiyatının ( $F_1$ ), ihraç fiyatının ve nominal değerinin altına düşmesi nasıl bir sonuç doğurabilir?

Piyasadan daha düşük fiyatla satın alma olanağı varken, ihraç fiyatından hisse senedi satın almak rasyonel olmayacağından, yeni bedelli hisse senetleri satılamayabilecektir. Satılmayan hisse senetlerini, ortaklığa karşı taahhütte bulunanlar satın almak zorunda kalacaktır.<sup>47</sup> Satılma taahhüdünün olmaması (KSS'nde) veya işletilememesi halinde ise bedelli sermaye artırımı kısmen veya tamamen gerçekleşmeyecek, satılmayan hisse senetleri iptal edilecektir.

<sup>47</sup> SerPK m. 7 / 3 'e göre Kurul(SPK), halka arz edilen hisse senetlerinden süresi içinde satılmayan payların kendileri tarafından satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin, kurucular, pay sahipleri ve aracı kuruluşlar arasından Kurulca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini işler. Buna karşın SPK, kayıtlı sermayeli ortaklıklardan taahhüt alınmasını istememektedir.

İhraç fiyatından satın alınan hisse senetleri için ödenen toplam tutarın, bunların piyasa fiyatları toplam tutarından farkı kadar, ihraç fiyatından satın alanlar zarar, mevcut hisse senetlerinin sahipleri kar edecektir. Yani ihraç fiyatından hisse senedi satın alanlardan, bedelli sermaye artırımına katılmayan ortaklara bir servet transferi olacaktır. Satınalma taahhüdünün yerine getirileceğinin veya bir şekilde payların ihraç fiyatından satılacağı biliniyor halinde söz konusu servet transferi önceden fiyatlara yansımaya (son piyasa fiyatı bunu içermektedir). Şu halde yeni piyasa fiyatı ve yeni pay alma hakkının değeri (rüçhan hakkının değeri olmayacağından yalnız bedelsiz hakkının değeri), servet transferinin önceden fiyata yansımaya nedeniyle farklılaşacaktır.

$F_1 > F_0$  için, yeni piyasa fiyatı formülünde "önceden yansımaya" nedeniyle  $F_1$ 'nin yerini  $F_0$  alacağından,  $b = F_1 \cdot O_1$  olur ve yeni piyasa fiyatı,

$$F_1 = \frac{F_0 + F_1 \cdot O_1}{k} \Rightarrow F_1 \cdot k = F_0 + F_1 \cdot O_1$$

$$\Rightarrow F_1 (k - O_1) = F_0 \Rightarrow F_1 = \frac{F_0}{k_s} \Rightarrow \frac{F_0}{1 + O_s}$$

$$F_1 = \frac{F_0}{k_s}$$

Bedelsiz hakkının değeri,

$$H_b = F_1 \cdot O_s = \frac{F_0 \cdot O_s}{k_s}$$

olacaktır. İhraç fiyatından, ihraç edilen payların belirli bir bölümünün satın alınacağı biliniyorsa, bedelli oranı ( $O_1$ ) buna göre hesaplanmalıdır.

**Örnek 5 :** Örnek 1'de verilen (A) A.Ş.'nin sermaye artırımı, % 500 bedelsiz (5 milyar TL) ve % 100 bedelli (1 milyar TL) olmak üzere toplam % 600 (6 milyar TL) ve son piyasa fiyatı 5143 TL<sup>48</sup> olsun. Ayrıca ortaklık

<sup>48</sup> İMKB 'de fiyatlar 50 TL ve katları şeklinde değişebilmekle birlikte örnekte konuyu açıklamak bakımından kurala uyulmamıştır.

satılmayan hisse senetlerinin tamamının nakden ve peşinen satın alınacağına dair taahhüt almış olsun.

Bedelsiz oranı, yeni piyasa fiyatını ihraç fiyatının altına düşürecek kadar yüksek olduğundan ( $O_s > (F_o - F_i) / F_i \Rightarrow 5 > (5143 - 1000) / 1000 \Rightarrow 5 > 4,143$ ), yeni piyasa fiyatı,

$$F_i = \frac{F_o}{1 + O_s} = \frac{5143}{1 + 5} = 857 \text{ TL.}$$

Bedelli hakkının değeri,

$$H_b = \frac{F_o + O_s}{1 + O_s} = \frac{5143 \cdot 5}{6} = 4286 \text{ TL.}$$

olur.

Yukarıda yapılan açıklamalara göre, sermaye artırım kararında, yeni piyasa fiyatının, ihraç fiyatının altına düşmesi hususunun; halka arzın başarısı açısından dikkatle göz önünde bulundurulmasının gerektiği söylenebilir. Bu amaçla hisse senetlerinin halka arzı esnasında; piyasa fiyatının ne olacağı konusunda kestirimde bulunulmalı; yeni piyasa fiyatını ihraç fiyatının altına düşürmeyecek bedelsiz sermaye artırımı ve ihraç fiyatı kararlaştırılmalıdır. Yeni piyasa fiyatını belirleyen değişkenlerden, ihraç fiyatı ve bedelsiz artırım belirli sınırlarla<sup>49</sup> doğrudan ortaklığın insiyatifindedir. Halka arzın başarısı açısından, tahmin edilen son piyasa fiyatına göre bedelsiz oranı ve/veya ihraç fiyatı gerektiği kadar düşük tutulmalı ve ihraç fiyatıyla yeni piyasa fiyatını eşitleyen düzeyleri aşılmamalıdır.

Bedelli sermaye artırımına karar verilmişken piyasa fiyatının nominal değerinin altında olması veya sonradan düşmesi halinde halka arzın başarılı olamayacağı, piyasadan nominal değerinin altında fiyatla satın alma olanağı varken açıktır.

Ortaklık üzerindeki payın yönetim ve kontrol açısından önemli olduğu ortaklar açısından durum farklı olabilir. Böyle durumdaki ortaklar için yeni hisse senetlerini, paylarını korumak veya artırmak bakımından; ihraç fiyatı piyasa fiyatından yüksek olsa dahi ihraç fiyatından satın almak (pazardaki arzın sınırlılığından dolayı) uygun olabilir. Fakat bu durum daha ziyade hisse

<sup>49</sup> İhraç fiyatı en az nominal değer kadar belirlenebilir ve en az nakit karşılığı artırılan sermaye kadar yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi zorunluluğu vardır.

senetlerinin, arzı ve talebi sınırlı, derinliği olmayan; gerçekte halka açık olma niteliğine kavuşmamış ortaklıklar için söz konusu olabilir.

Diğer bir husus ise, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kurumların, yeni piyasa fiyatının ihraç fiyatının altına düşmesi durumunda ve/veya bu olasılığa karşı, piyasa fiyatının üzerinde fiyatla satınalmalarından kaynaklanacak olan kendilerinden diğer hisse senedi sahiplerine olacak servet transferini, taahhüt ücretlerini gerektiği kadar yüksek tutarak elimine edebilecekleridir. Diğer taraftan piyasa değeri nominal değerın altına düşen ortaklıklar yüksek taahhüt ücreti ödeyip nominal değerden satarak (dolaylı olarak nominal değerın altında) sermaye sağlayabilirler.<sup>50</sup>

Konunun önem arz eden bir yönü de, bedelsiz sermaye artırımının bölünme etkisinin, yeni piyasa değerini ihraç fiyatının altına düşürecek büyüklükte olması halinde, hisse senedinin ihraç öncesindeki fiyatının küçük pay sahipleri açısından yanıltıcı olabileceği ve rasyonel olmadığı halde rüçhan hakkını kullanabilecekleridir. SPK'nun yanıltıcı olabilecek bu duruma karşı önlem alması; izahname ve sirkülerde bu durumu açıklayan bilgi verilmesini istemesi yerinde olur.

Yalnız bütün bu durumlar göz önünde tutulsa dahi, piyasa fiyatının, ihraç fiyatının altına düşmesi halinde, halka arzın başarılı olamayacağı ve önemini kaybedeceği söylenebilir.

#### 4. Yeni Payların Eskilerinin Uzantısı Olması

Sermaye artırımıyla değer bölünmesi ve eski hisse senetlerinden yeni hisse senetlerine değer transferi olmasından çıkarılabilecek sonuçlardan birisi de yeni çıkarılan hisse senetlerinin eskilerinin kısmen yada tamamen bir uzantısı olduğudur. Bedelsiz sermaye artırımıyla tam, bedelli artırımla kısmen değer bölünmesi olduğundan; bedelsiz hisseler tamamen, bedelli hisseler kısmen eskilerinin uzantısıdır. Bedelsiz sermaye artırımında bedelsiz hisseler ortaklara oransallık ilkesine göre dağıtıldığı ve bedelsiz alma hakkı süreyle sınırlandırılmadığından bu konuda bir problem yoktur. Buna karşılık bedelli sermaye artırımında, rüçhan hakkının kullanımı belli bir süre ile sınırlıdır ve bu süre içinde kullanılmaz ise hisse senedinin transfer olan değeri kadar zarar edilecektir. Bu nedenle rüçhan hakkının kullanımı ekonomik bir zorunluluktur.

Rüçhan hakkının kullanılmaması nedeniyle zarara uğrama İMKB 'de sıklıkla görülen bir olaydır. 1991 yılında bazı ortaklıkların sermaye artırım miktarı, bunun rüçhan hakkı kullanılmayan kısmı ve bu hakkı kullanmayanların uğradıkları toplam zararlar Çizelge 2'de verildi.

<sup>50</sup> Yasal olarak nominal değerın altında hisse senedi satılamaz.



**ÇİZELGE 2**  
**Bazı Ortaklıklarda Rüçhan Hakkını Kullanmayan Ortakların Zararı**  
**(1991)**

Ortaklık	Bedelli Sermaye Artırımı (milyon TL)	Kullanılmayan Rüçhan Hakkı (1000 TL)	Rüçhan Hakkını Kullanmayan Ortakların Zararı (milyon TL)
Erdemir	192.000	2.759.354	5104
Arçelik	67.500	244.130	3112
Çukurova Elk.	150.000	728.164	2767
Deva Holding	16.000	1.103.750	2041
Sarkuysan	15.120	163.904	1278
Bağfaş	120.000	933.807	607
Çelik Halat	10.800	278.164	500
Çanakkale Çimento	52.211	1.092.428	491
Ünye Çimento	11.250	101.728	335
Kepez Elk.	7500	73.876	325
Ege Endüstri	7000	593.195	207
Trakya Cam	30.884	178.050	195
Akal Tekstil	11.849	110.708	138

Trend Dergisi (6.10.1991), s. 20'den uyarlandı.

\* Ortakların zararının hesabı, kapanış fiyatlarına göre yapılmıştır.

Görüldüğü gibi, rüçhan hakkının kullanılmaması nedeniyle uğranılan zarar büyük boyutlara ulaşabilmektedir. Bu durum, bazı yatırımcıların bilgi elde etme ve işlemeye yada sermaye artırımını değerlendirmede yeterli bilgi ve imkana sahip olmadığını göstermektedir.

Yasakoyucu, rüçhan hakkının kullanılmasıyla uğranılan zarar karşı iki koruma tedbiri (genel tedbirlerden başka) almıştır. Birincisi en az nakit karşılığı sermaye artırımını kadar yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi zorunluluğu<sup>51</sup> ikincisi ise rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan payların satışının, hisse senetlerinin borsada nominal değer üzerinde işlem görmesi halinde, İMKB yönetmeliği çevresinde borsada yapılacağıdır (SerPK m. 7; Tebliğ, Seri: 1, No: 13, m. 16). Bunlardan birincisi, ortaklıkların önce bedelli sermaye artırımını daha sonra bedelsiz sermaye artırımını yaparak, rüçhan hakkını kullanmayan ortakların bedelsiz alma hakkını bertaraf etmelerini önlemek amacıyla öngörülmüştür. İkincisi, nominal değer ile borsa rayıcı arasındaki farkın ortaklık bünyesine girerek ortakların bu mali haktan dolayı

<sup>51</sup> Bu konu Üçüncü Bölümde ele alındı.

olarak da olsa yararlanmalarını sağlamak amacıyla öngörölmüştür.

Piyasa değeri nominal değerin üzerinde olan ortaklıklar mutlaka karlı ve başarılı olanlar değildir. Zira, enflasyon nedeniyle nominal değer gerçeği yansıtmaktan uzaklaşabilmektedir. Ayrıca, ayrılan açık ve gizli yedekler ortaklık bünyesinde yer alabilir ve bu nedenle gerçek anlamda bir değer artışı olmadan da piyasa değeri nominal değerin üzerine çıkabilir. Bunun sonucu olarak rüçhan hakkının kullanılmaması bir kardan feragat değil doğrudan "zarar"dır. Gerçek değer artışı da olsa bile bu kazanılmış bir haktır ve sermaye artırımında bu hakkı kaybetmemek veya zarara uğramamak için bir işlem yapma zorunluluğu vardır.

Rüçhan hakkının kullanılmamasıyla uğranılan zarar konusunda, rüçhan hakkı kuponunun menkul kıymet haline getirilmesi ve bunların pazarının oluşturulması çok yararlı olacaktır. Fakat, yasada öngörülen koruma önlemleriyle de birlikte yeterli olmayacaktır.

Daha uygun bir çözüm yolu olarak şu önerilebilir: "Kalan paylardan, rüçhan haklarının kullanılması halinde ortaklığın elde edeceği nakdi karşılayacak kadarı borsada satılır. Burdan arta kalan kısım üzerinde rüçhan hakkını kullanmayan ortakların oransallık ilkesine göre bedel ödemeksizin alma hakları saklıdır". Örneğin; yeni hisse senetleri mevcut ortaklara 1000.-TL'den satılmışsa, bir rüçhan hakkı kuponu ile 2 hisse senedi satınalma hakkı varsa, ve yeni piyasa fiyatı da 2000.-TL ise, ortaklık süresi içinde satılmayıp kalan payların yarısını adedi 2000.-TL'den borsada satarak; tümünün ortaklara satılması halinde elde edeceği nakdi elde etmiş olur. Yeni bedelli hisse senetlerinin bundan arta kalan diğer yarısı da, her bir rüçhan hakkı kuponu karşılığında 1 hisse senedi bedel ödemeksizin verilmek üzere, rüçhan hakkını kullanmayan ortaklara dağıtılır. Ayrıca, bedelsiz pay alma hakkı gibi bunun da bir süreye bağlı olmaması gerekir. Doğal olarak böyle bir düzenleme hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklar için yapılabilir ve borsa rayicinin ihraç fiyatının üzerinde olması halinde uygulanır. Böyle bir düzenlemenin gerekçesi, piyasa fiyatının altında fiyatla rüçhan hakkı kullandırılarak satılmak üzere yeni çıkarılan hisse senetlerinin kısmen eskilerinin uzantısı olmasıdır.<sup>52</sup>

---

<sup>52</sup> Akgüç, rüçhan hakkını kullanmayan ortakların uğrayacakları zararı önemli bir husus olarak değerlendirerek; " rüçhan hakkını kullanmayacak olan ortakların kayıpları ile çıkarma giderlerini en düşük düzeyde tutacak fiyatın optimal ihraç fiyatı olduğunu" belirtmiştir (Akgüç, *Ön. Ver.*, s. 606).

### 5. Hisse Başı Kar ve Temettü

Sermaye artırımıyla, değer bölünmesi meydana gelmişse, muhtemelen hisse başına kar ve temettü (kar payı) azalacaktır. Eğer azalma olmamışsa bu gerçekte bir artış olarak değerlendirilebilir.

Hisse başına kar ve kar paylarına ilişkin önceki dönemlerle karşılaştırmalı değerlemelerde, değer bölünmesinin etkisi, değer bölüneni ile düzeltililebilir. Hisse senedi değerinde bölünme ölçüsü değer bölüneni ile ifade edilirse, hisse başına kar ve temettü de değer bölüneni ile çarpılarak "karşılaştırılabilir" hale getirilebilir. Ancak bu düzeltme sadece sermaye artırımının bölünme etkisini gidermek bakımından olup, başka yönden de (örneğin enflasyon) düzeltme yapmak gerekiyorsa bu ayrıca yapılmalıdır.

**Örnek 6:** (A) A.Ş. Örnek 3A'daki halinde ve önceden hisse başına 500 TL (%50) temettü dağıtırken sermaye artırımından sonraki hisse başına temettü 150 TL (%15) olsun.

Değer bölüneni,

$$\frac{1+O}{1+Op} = \frac{1+3}{1+\frac{1000}{5000}} = \frac{4}{1,2} = 3,33' \text{ tür.}$$

Bunun anlamı, sermaye artırımıyla hisse senedinin değerinin 3,33'e bölündüğüdür. Yani bir eski hisse senedi, 3,33 yeni hisse senedine eşdeğerdir; yada 3,33 yeni hisse senedinin temsil ettiği değeri temsil etmektedir.

Sermaye artırımı sonrası kâr payı (temettü) değer bölüneni ile düzeltilildiğinde ise  $150 \times 3,33 = 500$ .-TL olmaktadır. Buna göre ortaklığın hisse başına, 500.-TL kar dağıtırken sermaye artırımını sonrası 150 TL kar dağıtması kâr payında bir değişiklik olmadığı yada önceki durumunu koruduğu şeklinde değerlendirilmelidir. Hisse başı temettünün 150 TL'nin üzerinde olması pay başına temettünün arttığı, altında olması ise azaldığı anlamına gelir. Ekonomide % 50 oranında enflasyonun varlığı halinde ise, ancak 225.-TL temettü için reel anlamda pay başına tamattünün değişmediğini söylemek mümkün olur.

### 6. İhraç Fiyatı ve İhraç Fiyatı Alternatifleri:

Yeni çıkarılacak hisse senetleri için ancak nominal değerden piyasa fiyatına kadar olan bir fiyat yelpazesinde ihraç fiyatı belirlenebilir. Zira nominal değer in altında bir fiyatla satış yasal olarak mümkün değil; piyasa fiyatının

üzerinde bir fiyatla satış ise piyasadan daha düşük bir fiyatla satınalma olanağı varken fiilen olanaksızdır.

Özsermaye ihtiyacı veri ve yatırımcı tepkisiyle ihraç maliyeti farkları ihmal edildiğinde vergi açısından da bir fark yok iken belirlenen ihraç fiyatının bir önemi yok; emisyon primi vergilendirilirse nominal değerden satış avantajlıdır.<sup>53</sup> Türkiye'de emisyon primi, borsaya kayıtlı olmak ve dağıtılmamak şartıyla kurumlar vergisinden isitısına edilmiş olmakla birlikte Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesine göre % 10 gelir vergisi kesintisine tabidir.

Primli ihraç, nominal değerden ihraca göre emisyon priminin % 10'u kadar dezavantajlıdır. Bunun olmaması halinde ise tek fark hisse senetlerinin sayısı (her iki halde de toplam olarak aynı şeyi temsil eden ) olacaktır.

Emisyon priminin % 10 gelir vergisi kesintisine tabi olması bir çifte standarttır. Çünkü hisse senetlerinin mevcut ortaklara nominal değerden satılması ve ortakların nominal değerden aldıkları hisse senetlerini borsada piyasa fiyatından satmaları halincede elde ettikleri kar için bir vergi söz konusu değildir. Oysa emisyon primi için söz konusu olan vergi dolaylı olarak ortakların ödediği bir vergidir. Diğer taraftan nominal değerden ihracın, rüçhan hakkının kullanımı ekonomik bir zorunluluk (piyasa fiyatının nominal değerden -aynı zamanda ihraç fiyatından- yüksek olması halinde) olduğundan satış başarısı ve kolaylığı gibi önemli bir avantajı vardır. Piyasa değerinden ihraç halinde ise, satış başarılı olmayabilmekte; satış garantisi alınması ise ödenecek komisyonu artırmakta; ayrıca satış giderleri de artmaktadır. Halbuki piyasa fiyatından satışın Teşvik edilmesi, ortaklıklar açısından piyasa değerini önemli hale getirecek, hisse senetlerinin daha geniş kesimlere yayılmasına katkıda bulunacaktır. Türkiye'de yaygın uygulama, yeni çıkarılan hisse senetlerinin rüçhan hakkı kullandırılarak mevcut ortaklara satılmasıdır.

## 7. Yeni Pay İhracı Yoluyla Sağlanan Kaynağın Maliyeti

Adi hisse senetlerinin maliyeti, hisse başı kar payının bir hisse senedi satışıyla sağlanan net para girişine bölümüne kar payındaki büyüme oranının ilavesi olarak tanımlanır. Adi pay senetlerinin maliyeti (APM), kar payı (temettü); T, ihraç Fiyatı; Fi, vergi ve ihraç gideri oranı; m, büyüme oranı; BO olmak üzere,

<sup>53</sup> Aynı yönde: Akgüç, *Ön. Ver.*, s. 606; Gönenii, *Ön. Ver.*, s. 378,379.

$$APM = \frac{T}{F_i(1-m)} + BO$$

olarak ifade edilmektedir.

Yeni pay ihracı yoluyla sağlanan kaynağın maliyeti, yeni payların piyasa fiyatınının altında bir fiyatla satılması halinde değer transferi nedeniyle yukarıdaki formüle göre doğru olarak hesaplanamaz. Çünkü yeni çıkarılan hisse senetlerinin temsil ettiği değer salt bunların satışlarıyla sağlanan kaynaktan ibaret olmayıp eski paylarla eşit durumdadır. Buna göre kaynak maliyeti hesabında net para girişine değer transferini ilave etmek gerekir. Bu durum dikkate alınmadan yukarıdaki formüle göre hesaplama halinde, nominal değerden satış en yüksek, piyasa fiyatından satış en düşük sermaye maliyeti rakamını (oran olarak) verecektir ki; bu da yanlış bir sonuçtur. Net para girişiyle değer transferi (bir yeni hisse senedine) yeni piyasa fiyatına eşit olacağından yeni payların maliyeti (YPM),

$$YPM = \frac{T}{F_1} + BO$$

olarak ifade edilebilir. Ancak; sermaye artırım kararının açıklanmasından önce, piyasa fiyatı vergi ve ihrac maliyetini içermediğinden ve yeni piyasa fiyatı oluşmadığından, yeni çıkarılacak payların maliyetinin belirlenmesinde (tahmininde) vergi ve ihrac maliyeti ile değer transferi de göz önünde bulundurularak formül şöyle yazılabilir:

$$YPM = \frac{T}{F_1(1-m)} + BO = \frac{T}{\frac{F_0+b}{k} \cdot (1-m)} + BO = \frac{T}{\frac{F_0+O_1 \cdot F_i}{k} \cdot (1-m)} + BO$$

$$YPM = \frac{T \cdot k}{(F_0+F_i \cdot O_1) \cdot (1-m)} + BO = \frac{T \cdot (1+O_1+O_s)}{(F_0+F_i \cdot O_1) \cdot (1-m)} + BO$$

Bu formülde kullanılan sembollerden m (vergi ve ihrac maliyeti oranı); çıkarılan her bir hisse senedinin maliyetinin (vergi, ihrac giderleri) yeni piyasa değerine ( $F_1 = [F_0 + F_i \cdot O_1] / k$ ) bölümünü ifade etmektedir. Çıkarılan her bir hisse senedinin maliyeti "a" olarak ifade edilmek üzere formül,

$$YPM = [T / (F_1 - a)] + BO$$

olarak da yazılabilir.

**Örnek 7:**<sup>54</sup> Esas sermayesi 80 milyon TL olan bir ortaklığın sermayesi nominal bedeli 1000.-TL olan 80.000. paya bölünmüştür. Anılan şirketin son yılda vergiden sonraki karı 40 milyon olup pay başına ödediği kar payı 400.-TL'dir. Şirket, yatırım finansmanı için gereksinim duyduğu 40 milyon TL kaynağı sermaye artırımını yoluyla sağlamayı planlamaktadır. Şirketin pay senetlerinin cari borsa değeri 1600.-TL'dir. Gereksinim duyulan ek 40 milyon TL'nin sağlanması halinde toplanan net karın 57 milyon TL'ne yükseleceği; kar ve kar paylarında her yıl % 5 büyüme olacağı (kar dağıtım oranının sabit kalacağı) beklenmektedir.

Bu koşullarda, çeşitli ihraç fiyatı alternatifleri ve bunların (yeni payların) maliyetleri aşağıda verildi.

*I. Alternatif:* Nominal değerden (1000.-TL) satış (ihraç maliyeti olmaması durumu).

*II. Alternatif:* Piyasa fiyatından (1600.-TL) primli satış. (*II-a:* vergi ve ihraç maliyeti olmaması durumu. *II-b:* Emisyon primi üzerinden % 10,4 vergi olması durumu).

*III. Alternatif:* Piyasa fiyatının altında, nominal değer üzerinde; 1500.-TL'den primli satış. (*III-a:* Emisyon primi üzerinden % 10,4 vergi olması durumu. *III-b:* Satış fiyatının % 10'u [150.-TL] tutarında vergi ve ihraç maliyeti olması durumu).

### ÇİZELGE 3

#### Pay Senedi İhraç Fiyatı Alternatiflerinin Karşılaştırılması

	Mevcut durum	I. Alternatif		II. Alternatif		III. Alternatif	
				II-a	II-b	III-a	III-b
Ödenmiş sermaye (TL)	80.000.000.	120.000.000.	105.000.000.	106.014.000.	107.624.000.	109.629.000.	
Yeni çıkarılan pay sayısı	---	40.000	25.000	26.014.	27.624.	29.630.	
Toplam pay sayısı	80.000.	120.000.	105.000.	106.014	107.624	109.629.	
Sermayedeki (pay sayısındaki) artış oranı(%)	---	% 50	% 31,25	% 32,51	% 34,53	% 37,03	
Net Kar(TL)	40.000.000.	57.000.000.	57.000.000.	57.000.000.	57.000.000.	57.000.000.	
Pay Başına kar(TL)	500.	475	542,85	537,66	529,62	519,93	
Pay başına temettü(% 80)	400.	380.	434,3	430,1	423,7	415,94	

<sup>54</sup> Veriler, karşılaştırma ve çeşitli ayrıntılarda başvuru için Akgüç, Ön. Ver., s. 415'deki

*I. Alternatif:* Nominal değerden (1000.-TL) satış (ihraç maliyeti olmaması durumu) için;

$$YPM = [380 \times (1 + 0,5)] / [1600 + 0,5 \times 1000] \times (1 - 0) + 0,05 = 0,2714 + 0,05 = \% 32,1$$

*II-a Alternatif:* Piyasa fiyatından (1600.-TL) primli satış. ( vergi ve ihraç maliyeti olmaması durumu) için;

$$YPM = [434,3 \times (1 + 0,3125)] / [1600 + 0,3125 \times 1600] + 0,05 = \% 32,1$$

$$\text{veya } YPM = (434,3 / 1600) + 0,05 = 32,1$$

*II-b Alternatif:* Piyasa fiyatından (1600.-TL) primli satış (Emisyon primi üzerinden % 10,4 vergi olması durumu) için;

$$a = 600 \times 0,104 / 1600 = 62,4 \text{.-TL} ; F1 = (1600 + 0,3251 \times 1600) / 1,3251 = 1600$$

$$YPM = 430,1 / (1600 - 62,4) + 0,05 = \% 32,97$$

*III-a Alternatif:* Piyasa fiyatının altında, nominal değer üzerinde; 1500.-TL'den primli satış. (emisyon primi üzerinden % 10,4 vergi olması durumu) için;

$$a = 500 \times 0,104 = 52 \text{.-TL} ; F1 = (1600 + 1500 \times 0,3453) / 1,3453 = 1574,33 \text{.-TL}$$

$$YPM = 423,7 / (1574,33 - 52) + 0,05 = \% 32,83$$

*III-b Alternatif:* Piyasa fiyatının altında, nominal değer üzerinde; 1500.-TL'den primli satış (satış fiyatının % 10'u [150.-TL] tutarında vergi ve ihraç maliyeti olması durumu) için;

$$a = 150 \text{.-TL} ; F1 = (1600 + 1500 \times 0,37) / 1,37 = 1573 \text{.-TL}$$

$$YPM = 415,94 / (1573 - 150) + 0,05 = \% 34,22$$

Görüldüğü gibi, vergi ve ihraç maliyeti olmaması halinde, ihraç fiyatı nominal değer olsun piyasa fiyatı olsun yeni çıkarılan payların maliyeti aynı ve % 32,1'dir. Çünkü iki durum arasında değişen tek şey pay sayısıdır. Doğal olarak yalnızca "ortaklığı temsil eden pay sayısının" değiştirilmesi ile katlanılacak maliyet değiştirilemez. Emisyon priminin vergilendirilmesi hususu dikkate alındığında 1600.-TL olan piyasa fiyatından satış halinde maliyet yükselmekte ve % 32,97 olmaktadır. Sermaye artırım kararından satışın gerçekleşmesine kadar geçecek zaman içinde piyasa fiyatını etkileyecek başka hiçbir gelişme olmasa bile vergi ve ihraç maliyetinin fiyata yansıtacağı (piyasa fiyatı 1600.-TL'nin altına düşeceği) göz önünde bulundurulursa 1600.-TL'nin altında fiyat belirlemek gerekir. Söz konusu payların 1500.-TL'den satışı halinde ise çıkarılacak her pay için ödenecek vergide küçük bir azalma (10,2-TL) nedeniyle maliyet 1600.-TL'den satışa göre küçük bir azalma

göstererek % 32,83'e düşmektedir. Piyasa fiyatından yada buna yakın bir fiyattan satış halinde vergiden başka önemli düzeyde ihraç gideri de (komisyon, reklam vs.) söz konusu olmaktadır. 1500.-TL'den satış ve her pay için 150.-TL vergi ve ihraç maliyeti olması halinde ise yeni payların maliyeti yükselerek % 34,22'ye çıkmaktadır.

Ekonomide enflasyonun olması halinde ortaklıkların kar ve kar payları da genel olarak enflasyon düzeyinde veya daha fazla büyümektedir. Örnekteki büyüme oranı da % 5 değil de % 105 olarak düşünülürse belirtilen yeni payların maliyetleri de % 130+... olacaktır.

## B. PAZAR DEĞERLEMESİ

Bu altbölümde İMKB'de hisse senetleri işlem gören ve belirlenen kriterlere uyan 37 ortaklığın sermaye artırımları ele alındı.

Sermaye artırımlarının uzun dönemli incelenmesi bakımından İMKB'nin faaliyete geçişinden bu araştırmanın yapıldığı döneme kadar olan 1986-1991 dönemi seçildi. Belirli bir etkinlik düzeyini sağlamak amacıyla ise İMKB'nin Birinci Pazarı'nda sürekli İşlem gören ortaklıklar alındı. Bunun sonucunda 1986 başından 1991 sonuna kadar İMKB Birinci Pazarı'nda sürekli işlem gören ortaklıklar olan 37 ortaklık; Akçimento, Anadolu Cam, Arçelik, Bağfaş, Bolu Çimento, Çelik Halat, Çimsa, Çukurova Elektrik, Döktaş, Eczacıbaşı Yatırım, Ege Biracılık, Ege Gübre, Enka Holding, Erdemir, Good Year, Gübre Fabrikaları, Güney Biracılık, Hektaş, İzmir Demir Çelik, İzocam, Kartonsan, Kav, Koç Holding, Koç Yatırım, Kordsa, Koruma Tarım, Metaş, Nasaş, Olmuksa, Otosan, Polylen, Rabak, Sarkuysan, T.Demir Döküm, T. İş Bankası, T. Siemens ve T. Şişe Cam seçildi. Dönem başı itibarıyla, bu ortaklıklardan, Akçimento, Bağfaş, Bolu Çimento, Çimsa, Good Year, Kav, Kordsa, Olmuksa, Polylen, Türk Siemens ve T. İş Bankası dışındaki ortaklıklar kayıtlı sermayelidir. Polylen, T. Siemens ve T. İş Bankası dışındaki ortaklıklar ise<sup>(55)</sup> bu dönem içinde kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir.

Araştırma kapsamındaki ortaklıkların sermaye artırımları ve ilişkilendirilen veriler EK1, EK2, EK3, EK4, EK5, EK6 ve EK7'deki tablolarda verildi.

Sermaye artırımının piyasa değerine etkisi konusunda kriter olarak "hisse senedi verimi" esas alındı. Araştırma kapsamındaki ortaklıklara ait 1986-1991 dönemine ait hisse senedi verimleri EK 4'de yer almaktadır. EK

<sup>55</sup> İnceleme dönemi itibarıyla bankalar kayıtlı sermaye sisteminden yararlanamamaktadırlar.



4'de verilen tabloda yer alan her yıla ait verim rakamı bir hisse senedinin bir dönem (1 yıl) elde tutulması ve sermaye artırımına katılma halinde sağlanan kazanç veya kaybı yüzde (%) olarak gösterir. Verim katsayısı ise, 1986 başında yapılan 1 TL'lik yatırımın 1991 sonunda ulaştığı değeri gösterir; yıllık verimlerin 1986-1991 dönemi için kamülatif değeridir.

Bedelli sermaye artırımları ve net gelirlerin (bedelli sermaye artırım - dağıtılan kar payları) reel değerlerinin hesabında DİE Tüketici Fiyat Endeksi kriter alındı. Reel değerler 1986 rakamlarıyla ifade olunmuş değerler olup, yıl içindeki enflasyon dikkate alınmadı.

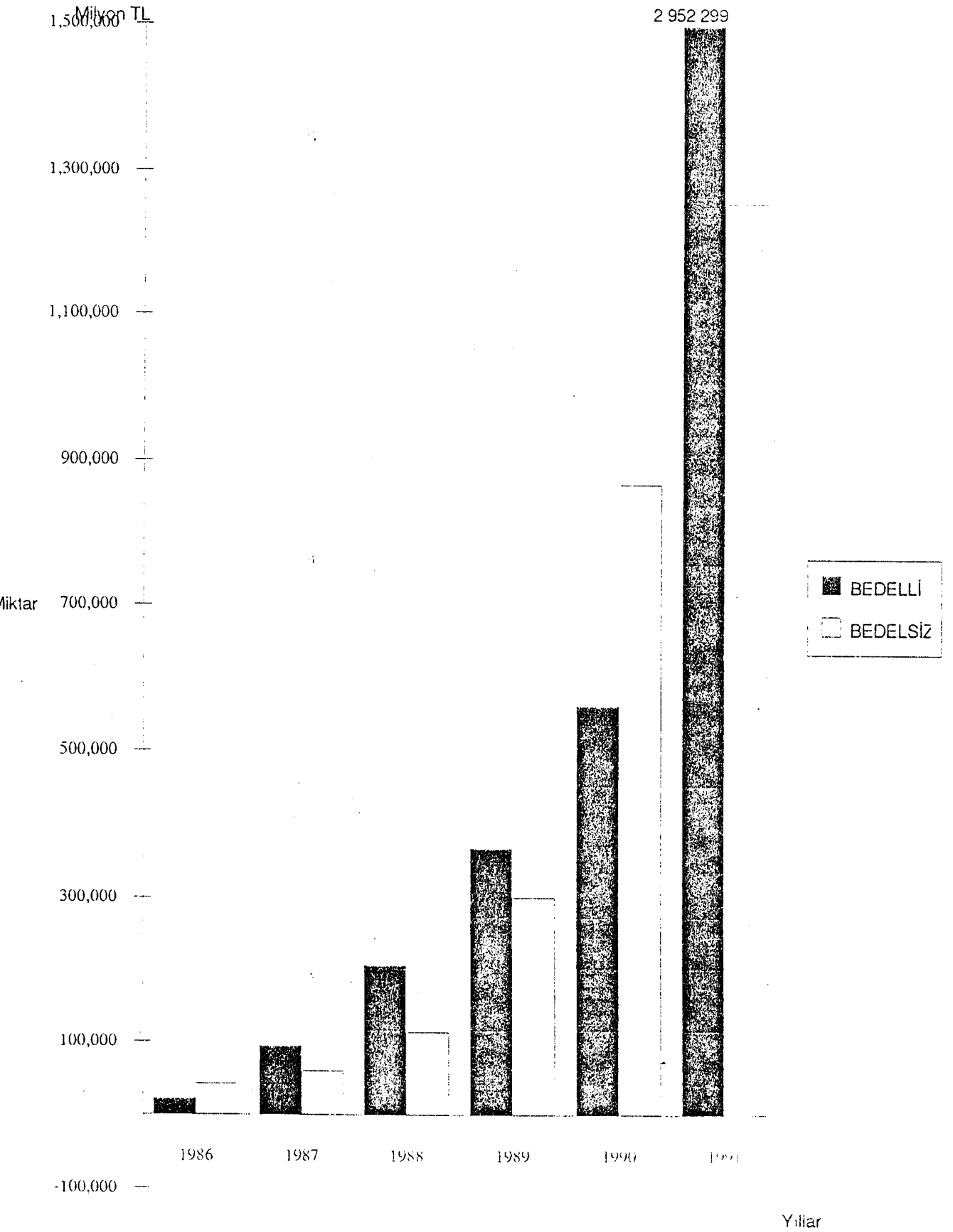
### 1. Gerçekleştirilen Sermaye Artırımlarının İncelenmesi

Araştırma kapsamındaki ortaklıkların 1986-1991 döneminde gerçekleştirdikleri bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları EK 1 de verildi. EK 2 de ise 1986-1991 döneminde gerçekleştirilen sermaye artırımları toplam olarak verilmektedir. Bu tabloda verilen sermaye katsayısı ise 6 yılda gerçekleştirilen sermaye artırımlarıyla sermayenin kaç katına çıktığını ifade etmektedir. Sermaye katsayısı aynı zamanda, 1986 yılı başında elde bulunan bir hisse senedine karşılık, tüm sermaye artırımlarına katılma halinde, 1991 yılı sonunda ulaşılabilecek hisse senedi sayısını göstermektedir.

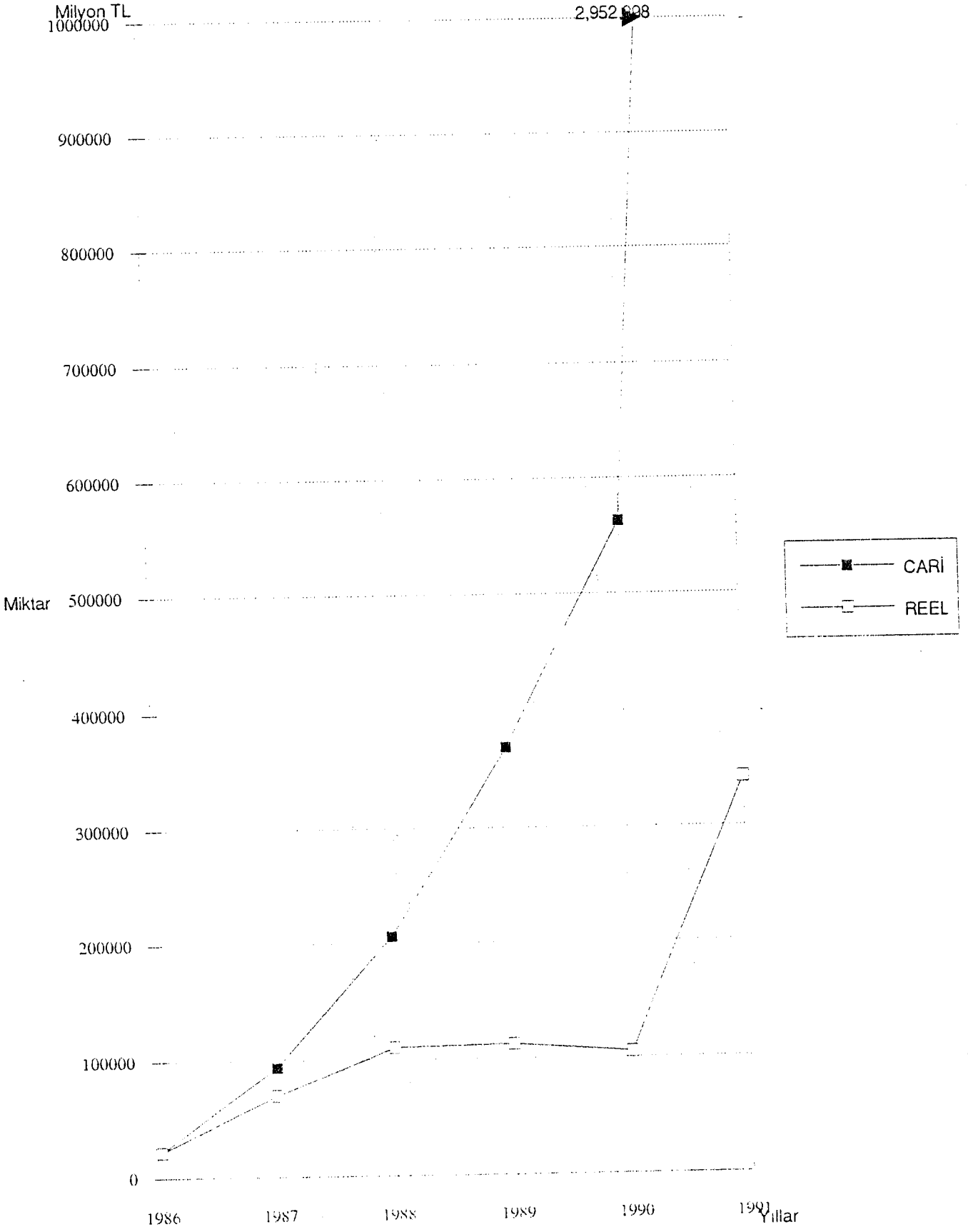
Araştırma kapsamındaki ortaklıkların bedelsiz sermaye artırımları toplam olarak 1986 yılında 41.9 1987'de 59.4 1988'de 113.3 1989'da 300.4 1990'da 868.1 1991 yılında 1255.8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bedelli sermaye artırımları ise aynı sırayla 22.1, 94.1, 265.9, 368.8, 563 ve 2952.3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 1'de de görüldüğü gibi, bedelsiz sermaye artırımını sürekli ve düzenli artış göstermiş ve büyük boyutlara ulaşmıştır. Bedelsiz sermaye artırımlarının çok büyük bir bölümü yeniden değerlendirme fonundan karşılanmaktadır. Yeniden değerlendirme fonu ise enflasyona ve amortisman tabi iktisadi kıymetlere bağlı olarak sürekli ve düzenli olarak oluşmaktadır. Yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi ise bedelli sermaye artırımını halinde sermaye artırımını yasal bir zorunluluktur. Diğer taraftan, bedelsiz hisse senedi verilmesi yatırımcılarca olumlu karşılanmıştır ve hisse senedi fiyatlarını artırıcı etki yapmıştır. Başlıca bu nedenlerle bedelsiz sermaye artırımları sermaye artırımını içinde büyük yer tutmuştur.

Bedelli sermaye artırımları, Şekil 2'de görüldüğü gibi gerek cari rakamlarla gerekse reel olarak (1986 eşdeğerleriyle) yıllar itibarıyla artan bir seyir izlemiştir. Cari rakamlarla, her yıl artan bedelli sermaye artırımları, reel olarak 1990 yılında küçük bir gerileme göstermiş, 1991 yılında sıçrama



Şekil 1. Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımları



Şekil 2. Bedelli sermaye artırımını

yaparak önceki yılın 3 katını aşmıştır. Bunun başlıca nedeni, Körfez Krizi nedeniyle sermaye artırımlarının 1991 yılına ertelenmesidir.

Ortaklıkların sermayeleri ve hisse senedi sayıları, ortalama olarak dönem başına göre 40 katına çıkmıştır. Bazı ortaklıkların sermayeleri 100 katını aşmıştır. Bunlar Akçimento, Good Year, İzmir Demir Çelik ve Kav'dir. En yüksek oranda sermaye artırımını ise % 16100 ile İzmir Demir Çelik gerçekleştirmiştir. Sermaye artırımını 10 katın altında bulunan ortaklıklar Ege Biracılık, Enka Holding, Güney Biracılık ve Otosan'dır. En düşük sermaye artırımını % 100 ile Güney Biracılık gerçekleştirmiş olup sermaye artırımını yapmayan ortaklık bulunmamaktadır.

Ödenmiş sermayelerindeki büyük ölçekli artışlar, ortakların sermaye artırımını yoluyla sağladıkları fonlar hakkında yeterli bir fikir verememektedir. Zira sermaye artırımları kısmen bölünme sonucu vermiş; ayrıca enflasyon nedeniyle rakamlar arasında nispetizlik oluşmuştur. Bedelli sermaye artırımlarının 1986 rakamlarıyla ifade edilmiş değerleri, 1986 başı sermayeye oranlandığında (EK 3'de "Reel Toplam/1986 Başı sermaye"), ortalama 3.95 olmaktadır. Yani sermaye artırımıyla sağlanan nakit 1986 başı sermayenin ortalama 3.95 katıdır. Bu anlamda reel sermaye artırımını, 10 katın üzerine çıkan ortaklıklar, Akçimento (18.3), Çukurova Elektrik (14.7), Good Year (14.1), Gübre Fabrikaları (25.9), ve İzmir Demir Çelik (18.7)'dir. Ege Biracılık Güney Biracılık ve T. Şişecam hiç bedelli sermaye artırımını yapmamış olup, bu oranın 1 katın altında olduğu ortaklıklar Enka Holding (0.26) ve Otosan (0.81)'dir.

Ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla, 6 yılda sağladıkları ve reel olarak sermayelerinin ortalama dört katına yakın bir düzeye ulaşan kaynak, büyük bir miktar olarak değerlendirilebilir. Bu durum sermaye artırımını yoluyla finansmanın giderek daha fazla ön plana çıktığını göstermektedir.

## 2. Sermaye Artırımı ve Kar Dağıtımı (Temettü)

Sermaye artırımını (bedelli) ile ortaklardan ortaklığa kaynak aktarımı olurken, kar dağıtımını ile de ortaklığın faaliyeti ile yaratılan kaynaklar ortaklara aktarılmaktadır. Küçük pay sahiplerinin ortaklıkla ilişkisi de temelde kar payı alma ve sermaye artırımına katılma olmaktadır. Sermaye artırımını ve kar dağıtımını birlikte düşünüldüğünde ve aynı zamanda gerçekleştirildiğinde birbirine alternatifidir.

Araştırma kapsamındaki ortaklıkların her yıl için gerçekleştirdikleri bedelli sermaye artırımlarından dağıttıkları temettüler düşülerek hesaplanan, sağladıkları net gelirler (transfer) EK4'de yer almaktadır. EK4'de verilen tabloda ayrıca, bunların toplamları ve reel değerleri (1986 rakamlarıyla) ile

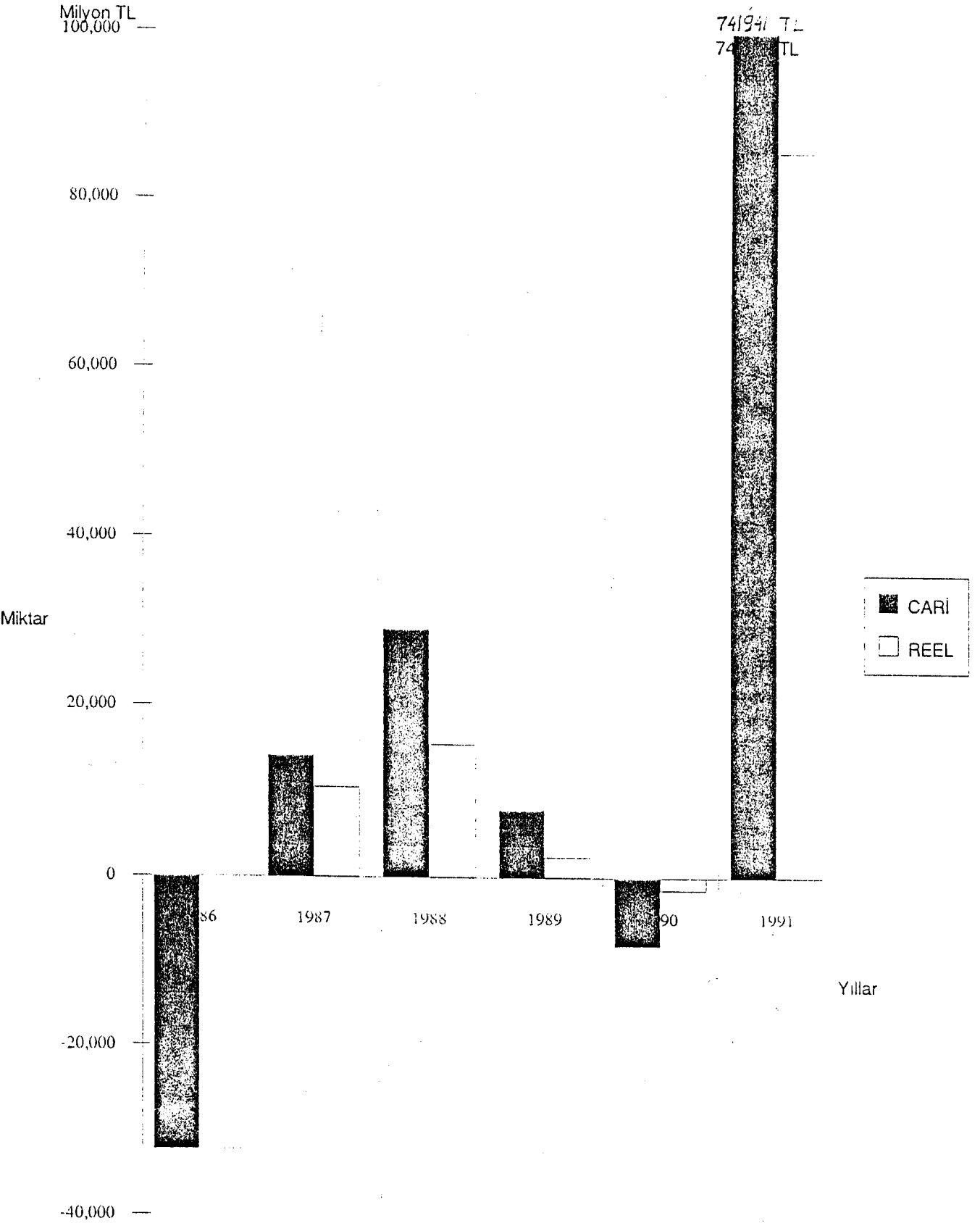
1986 başı ödenmiş sermayeye oranları yer almaktadır.

EK4'deki verilere göre oluşturulan, net gelirler toplamlarının cari ve reel değerlerini gösteren grafik (Şekil 3) incelendiğinde yıllar itibariyle net gelirlerin dalgalanma gösterdiği görülmektedir. Bunun yanısıra eğilim yukarı doğrudur. Ortaklıklar dağıtımları kar paylarının giderek daha fazlasını sermaye artırımını yoluyla yatırımcılarından almışlardır. Yani kaynak transferi, yatırımcılardan ortaklıklara doğru ve artan eğilimdedir. Bu durum yatırım ihtiyacı ve borçlanmanın maliyetinin yüksekliği bakımından doğaldır. Ayrıca geleneksel borçla finansman politikasının değiştiği işaretini vermesi bakımından ve özsermayenin güçlendirilmesi, iflas ve kriz olasılığının azalması, sermayenin tabana yayılmasına neden olması bakımından istenilen bir durumdur. Ne var ki hisse senedi arzının artması, yatırımcıların durumu ve özellikleri ve belirsizlik koşulları bakımından sakıncalar yaratabilir..

Net gelirler, 1986 yılında negatif iken 1988 yılına kadar yükselmiştir. 1988 yılında faiz oranlarındaki artış nedeniyle sermaye artırımları yoğunlaşmıştır. Buna karşın 1988 yılında hisse senedi fiyatlarının büyük bir düşüş göstermesinin bir nedeni de bu yolla sağlanan sermaye transferi olabilir. Zira 1988 yılında kar dağıtımında da artış olmuştur. Net gelirler, 1988 yılından sonra 1990 yılına kadar azalmış; 1991 yılında ise büyük bir sıçrama göstermiştir. 1991 yılında İMKB'nin beklenen performansı göstermemesinin bir nedeni de ortaklıkların piyasadan bu suretle fon çekmeleri olabilir.

Ortaklıkların bu eğiliminin olumlu sonuç vermesi, piyasada sermaye arzının artmasına bağlıdır. İMKB'nin 1990 daki körfez krizinden sonra beklenen performansı gösterememesi nedeniyle ise sermaye arzı da artmamaktadır. Ortaklıkların piyasadan fon çekmelerinin devamı piyasaya olumsuz olarak yansiyabilir.

Sermaye artırımları ve kar paylarının böyle bir hal aldığı göz önünde bulundurulduğunda ve birlikte düşünüldüğünde, kar dağıtımını konusundaki SPK'nun öngördüğü kuralların (belirli bir kar dağıtımını zorunluluğu) ne kadar etkili olduğunun gözden geçirilmesi gerekir. Aynı zamanda hem kar dağıtılıp hem de sermaye artırımını yapılması, aynı şeyin önce verilip sonra alınması anlamına gelir. Özellikle sermaye artırımını için eski ortaklara başvurulduğu düşünülürse, hem kar dağıtıp hem de sermaye artırımını yapmanın bunların birbirine mahsup edilerek gerekiyorsa birinin gerçekleştirilmesi arasında bir fark olmayacağı sonucuna ulaşılabilir. Buna göre SPK'nun öngördüğü belirli bir kar dağıtımını zorunluluğunu sermaye artırımlarının elimine ettiği ve kanunun bu maddesinin işlevinin amacına hizmet etmek bakımından çok sınırlı kaldığı söylenebilir. En azından ihraç maliyetlerini azaltmak için bu maddenin



Şekil 3. Net gelir (bedelli sermaye artırım: - temettü)

kaldırılması önerilebilir.

### 3. Sermaye Artırımının Piyasa Değerine Etkisi

Bilindiği gibi hisse senetleri İMKB'nda işlem gören ortaklıkların sermaye artırımını haberleri genel olarak yatırımcılarca olumlu bir sinyal olarak algılanmış ve fiyatları yükseltici etki yapmıştır.<sup>56</sup> Bu etki daha ziyade yatırımcıların bedava hisse senedi alma ve ucuza hisse senedi alma güdüsüyle hareket etmelerinden kaynaklanmıştır. Piyasadaki ilgi, satış başarısı, emisyon priminin gelir vergisi kesintisine tabi olması (vergi avantajı), ortakların sermayeye iştirak oranlarını koruma gibi nedenlerle, yeni çıkarılan paylar piyasa değerinden değil; nominal değerden ortaklara satılmış; yeniden değerlendirme fonunun sürekli oluşumu nedeniyle de yoğun olarak bedelsiz sermaye artırımını yapılmıştır.

Bedelsiz sermaye artırımını ile ortaklığın bünyesine yeni fon girişi olmamaktadır. Ortaklığın bünyesinde mevcut olan bir iç kaynaktan, karşılanmak üzere sermaye artırımını gerçekleştirilmekte ve buna karşılık bedelsiz hisse senedi verilmektedir. Bu tür sermaye artırımında yalnızca özsermaye kalemleri yer değiştirmektedir. Bu bağlamda bedelsiz sermaye artırımını muhasebe ve hukuksal açıdan sermaye artırımını olup iktisadi anlamda sermaye artışı söz konusu değildir. Sermaye artırımının karşılandığı iç kaynak ise zaten eski hisse senetleri değerinin içinde yer almaktadır. Alınan bedelsiz hisse senetleri de sermayeye iştirak oranında herhangi bir değişiklik yapmamaktadır. Doğal olarak bedelsiz sermaye artırımının, ortaklığın karlılığında, kar dağıtım yeteneğinde, kredibilitesinde herhangi bir etkisi yoktur. Buna göre bedelsiz sermaye artırımının ortaklığın piyasa değerini etkilememesi gerektiği (işlem maliyeti nedeniyle piyasa değerinde küçük bir gerilmeye neden olması normal karşılanabilir) sonucuna ulaşılabilir. Türkiye'de bedelsiz sermaye artırımının genel olarak piyasa değerini artırıcı etki yapmış olması, ancak yatırımcı davranışlarıyla (bilginin dorğu değerlendirilmemesiyle) açıklanabilecek bir olgudur.

Bedelli sermaye artırımının piyasa değerine etkisi hususu İkinci Bölümde belirtildiği üzere finans literatüründe tartışmalıdır ve bu konuda farklı görüş ve bulgular mevcuttur. Fakat genel eğilim, fiyatlarda bir düşüşe yol

<sup>56</sup> Bu konuda mali basında çıkan haberler için bkz. "Fiyatları Sermaye Artırımı Söylentileri Yönlendiriyor," **Ekonomik Bülten/Rehber** (18.5.1990), s.11; "Umut Tacirliği," **Trend**. (7.7.1991), s.31; "Sermaye Artıran Şirketler Çığaldı," **Ekonomik Panorama** (3.6.1990), s.59.

açtığı yönündedir. Türkiye'de, piyasanın etkin olmadığı ve hisse senetleri talep eğrisinin yatay olmadığı genel kabul gören bir görüştür. -Türkiye koşullarında, geleceğin belirsiz olması ve kısa vadeli düşünülmesi, talep eğrisinin negatif eğimli olması, bilgisel asimtrinin bulunması, borcun önemli bir vergi avantajı yaratması, sermaye artırımının işlem maliyeti ve benzeri hususlar olumsuz; iflas ve kriz olasılığını azaltma, sağlanan kaynakla karlılığı artıracak yatırımlar yapılması gibi hususlar olumlu etkenler olarak değerlendirilebilir. Sermaye artırımıyla sağlanan kaynağın tahsis edildiği yatırımın karlılığa etkisini, bunun kar dağıtımına nasıl yansıtacağını belirlemek ise oldukça güçtür (geleceğin belirsizliği, bilgi elde etmenin güçlüğü v.s. nedenlerle).

Belirtildiği gibi Türkiye'de (İMKB'de) bedelli sermaye artırımlarının piyasa değerine etkisi konusunda genel eğilim, artırıcı etki şeklindedir

Sermaye artırımlarının kısa dönemde piyasa değerine yükseltici etki yapması, yukarıdaki sorgulamaya göre piyasa değerini gerçek değer üzerine çıkardığı, şeklinde değerlendirilebilir. Buna göre artan hisse senedi fiyatlarının bir miktar gerileyerek zamanla dengeye geleceği, yani kısa dönemdeki pozitif etkinin uzun dönemde giderileceği beklenebilir. Sermaye artırımının uzun dönemde piyasa fiyatına etkisinin ne olduğu aşağıda ele alınmıştır.

Sermaye artırımının uzun dönemde piyasa değerine etkisi, araştırma kapsamındaki ortaklıkların, 1986-1991 arasındaki sermaye artırımları (bağımsız değişken) ve hisse senedi verimleri (bağımlı değişken) esas alınarak test edilmiştir. EK 6'da sermaye katsayıları, verim katsayıları ve bu iki değişken arasındaki korelasyon verilmektedir. Sermaye katsayısı ile verim katsayısı arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayısı (r), - 0.16'dır. Bunun anlamı, uzun dönemde sermaye artırımını ile hisse senetlerinin pazar performansı (verim) arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığıdır.

EK 7'de bedelli sermaye artırımlarının, 1986 eşdeğerleriyle ifade edilmiş rakamalarının 1986 başı sermayeye oranları ile verim katsayısı arasındaki korelasyon verilmektedir. Bu ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayısı (r), -0.16'dır. Bunu anlamı bedelli sermaye artırımını (karşılaştırılabilir değerlerle) ile hisse senetlerinin pazar performansı arasında, uzun dönemde anlamlı bir ilişkinin bulunmadığıdır.

Uzun dönemde sermaye artırımıyla piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmaması, sermaye artırımının kısa dönemdeki pozitif etki hakimiyetinin, uzun dönemde ortadan kalktığı anlamında değerlendirilebilir. Bunun yanısıra, piyasa değerinin, bir çok değişkenin güçlü etkisi altında bulunduğu bir piyasada bu sonuç kesin bir kanı oluşturmamaktadır.



## BÖLÜM V

### SONUÇ

Türkiye'de 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile halka açık anonim ortaklıklar için sermaye değişiminde kolaylık sağlayan kayıtlı sermaye sisteminden yararlanma imkanı getirilmiş; böylece Türkiye'de sistem uygulaması başlamıştır. Diğer taraftan İMKB'nın faaliyete geçmesinden sonra, halka açılma ve sermaye artırımı yoluyla fon sağlanması ivme kazanmıştır. Gerek dış kaynaklardan yeniden değerlendirme fonu kaynaklı bedelsiz, gerekse nakit karşılığı olarak yapılan bedelli sermaye artırımları ile İMKB'da işlem gören ortaklıkların sermaye miktarlarında katlanmalı artışlar kaydedilmiştir. Gerek bedelsiz, gerekse rüçhan hakkı kullanılarak yapılan bedelli sermaye artırımları yatırımcılarca büyük ilgi görmüş; sermaye artırımı haberleri hisse senedi fiyatını artıran en önemli bilgi haline gelmiş ve spekülasyonlara neden olmuştur. Ancak bu şekilde yapılan sermaye artırımları, hisse senedi fiyatlarında bir tür bölünme etkisi yaratmış; hisse senedine ilişkin değerlemelerde güçlükler neden olmuştur.

Bu araştırmanın temel amacı, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımlarının, sermaye artırımında uygulanan kayıtlı sermaye uygulanması ve sermaye artırımlarının ortaya çıkardığı finansal sonuçlarının betimlenmesidir. Bu amaçla, Türkiye'de kayıtlı sermaye sistemi uygulanması, yarar, uyumluluk ve yeterliliği; sermaye artırımı ile ortaya çıkan finansal sonuçların nasıl tanımlanabileceği ve açıklanacağı; kâr dağıtımıyla ilişkisi, hisse senedi fiyatlarına ve pazarına etkileri açıklanmaya çalışıldı.

Bu araştırma ile, Türkiye'de sistem uygulamasının saptanmasına yardımcı olunacağı, sermaye artırımının ortaya çıkardığı bölünme etkisinin ve bunun yansımaları konusunda yapılan tanımlama ve kavramlaştırmanın, konunun doğru değerlendirilmesine katkıda bulunacağı, pazar etkisi konusundaki ilişki araştırması sonucunun konuya ışık tutacağı umulmaktadır.

Bu doğrultuda; İkinci Bölümde, konuya ilişkin temel kavram ve açıklamalara, finans kuramı ve ileri sürülmüş olan görüşlere özetle yer verildi. Üçüncü Bölümde, sistem uygulaması incelendi ve örnek olay yöntemiyle (bir uygulama örneği ile) ortaya konulmaya çalışıldı. Dördüncü Bölümde sermaye artırımı, değerlendirme açısından ele alındı; ortaya çıkan finansal sonuçlar açıklanmaya çalışıldı. Sermaye artırımının bölünme etkisi, getirilen "değer transferi" ve "değer bölünmesi" kavramlarıyla açıklanıp, tanımlandı; etkileri

düşünülemeyeceğine göre, tavan tespitinin ortaklığa bırakılması daha uygun olur.

Kayıtlı sermaye sisteminin yararı temelde sermaye artırımında kolaylıktır. Sistemde sermaye artırımı; yönetim kurulu kararı, SPK onayı, ihraç işlemlerinin yapılması, tescil ve ilan ile gerçekleştirilmektedir. Esas sermaye sisteminde gerekli olan; genel kurul kararı, Bakanlık izni ve mahkeme onayı ortadan kalkmaktadır. Sistemin başarısı ve yararı, sisteme duyulan ihtiyaca ve yetkilendirilen yönetim kurulunun bu yetkisini uygun ve doğru olarak kullanabilmesine bağlıdır.

Uygulama örneği olarak kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımları incelenen Holding Şirket, sistemi başarıyla uygulamaktadır. Ancak; bu ortaklığın sisteme duyduğu ihtiyacın sınırlılığından dolayı, sistem uygulamasının ortaklığa yararlılıkları da sınırlı kalmıştır. Bu ortaklığın incelenen kayıtlı sermaye uygulamaları daha ziyade "sisteme uyum aşaması" olarak değerlendirilebilir.

Kayıtlı sermaye sistemi, Türk Sermaye Piyasası'nın önemli bir kurumu olarak yerleşmiş; özellikle borsaya kayıtlı ortaklıklarca kabul görmüş ve getirdiği kolaylıklarla başarıyla uygulanmaktadır. İMKB'nin faaliyete geçişinden bu araştırmamızın yapıldığı döneme kadar olan 1986-1991 döneminde, İMKB'nin Birinci Pazarı'nda sürekli işlem görmüş ortaklıklardan, Polylen, T. Siemens ve T. İş Bankası dışındaki ortaklıklarda kayıtlı sermaye sistemi uygulanmaktadır (Bankalar sistemden yararlanamamaktadır). Sistem, borsada işlem gören diğer ortaklıklarda da yaygındır. Aynı dönemde söz konusu ortaklıkların ödenmiş sermayelerinin ve hisse senedi sayılarının ortalama 40 katına çıkarılmış olması, sisteme duyulan ihtiyacı; sistemin yararlılığını ve önemini ortaya koymaktadır.

1986-1991 döneminde İMKB Birinci Pazarında sürekli işlem gören 37 ortaklığın sermaye artırımları incelenmiştir. Bu dönemde ortaklıklar sermaye artırımını yoluyla sermayelerini ortalama 40 katına çıkarmışlardır. Bazı ortaklıkların sermayesi 100 katını aşmıştır. Sermaye artırımları içinde, yeniden değerlendirme fonundan karşılanan bedelsiz sermaye artırımını büyük bir yer tutmuştur. Bunun nedeni yeniden değerlendirme fonunun enflasyona bağlı olarak sürekli olarak oluşmasıdır. Yeniden değerlendirme fonunun sürekli ve düzenli olarak oluşmasının sonucu olarak, bedelsiz sermaye artırımları yıllar itibariyle düzenli bir artış göstermiştir. Bedelli sermaye artırımları da gerek cari gerekse reel olarak sürekli bir artış göstermiştir. Yeni kaynak sağlamak açısından önem arz eden bedelli sermaye artırımlarının 1986 rakamlarıyla ifade edilmiş değerlerinin 1986 başı sermayeye oranlanmasıyla elde edilen reel sermaye

artırımları, ortaklıkların sermayelerini ortalama olarak yaklaşık 4 katına çıkardığını göstermiştir. Bedelli sermaye artırımlarından dağıtılan karların çıkarılması suretiyle hesaplanan net sermaye artışı ise toplam olarak dalgalanma göstermiştir. Buna karşılık dalgalanma yukarı doğru eğilim göstermektedir. Yani bir bütün olarak bakıldığında ortaklıklar yatırımcılarına kar payı olarak dağıttıklarını, sermaye artırımını yoluyla fazlasıyla geri almışlardır. Ortaklıkların bünyelerini kuvvetlendirmeleri bakımından yararlı ve doğal olan bu durumun olumlu sonuç vermesi hisse senedi talebinin artmasına bağlıdır.

Sermaye artırımlarının kısmen bedelsiz sermaye artırımını olması ve bedelli sermaye artırımında da ihraç fiyatının (genellikle nominal değer) piyasa fiyatından düşük olması nedeniyle hisse senedi fiyatlarında bölünme olmuş ve fiyatlar düşmüştür. Bu durum, "değer transferi" ve değer bölünmesi kavramlarıyla; bu koşullar altında hisse senedine ilişkin değerlemelere de ışık tutacak şekilde şöyle açıklanabilir: Yeni çıkarılan hisse senetleri, eskileri için oluşan piyasa fiyatının altında bir fiyatla ihraç edilirse veya bedelsiz hisse senedi verilirse; eski ve yenilerin ortaklık üzerindeki haklarında bir fark olmadığından; ve eskiler daha fazla bir değeri temsil ettiğinden, eski hisse senetlerinden yeni hisse senetlerine bir "değer transferi"; yeni fon girişinin ortaklığın gerçek değerine katkısının, hisse senedi sayısındaki artışı karşılayamaması nedeniyle "değer bölünmesi" olur. Yeni pay alma hakkının; ancak bir değer transferi olması halinde, değer transferi nedeniyle ve değer transfer oranı kadar değeri olur. Bu durumda bedelli paylar kısmen; her zaman için bedelsiz paylar tamamen eskilerinin uzantısıdır.

Bedelli payların, piyasa fiyatından düşük bir fiyatla ortaklara ihracı halinde "kısmen eskilerinin uzantısı" olması; rüçhan hakkının kullanılmasını "ekonomik bir zorunluluk" haline getirmekte; bu hakkı süresi içinde kullanmayan ortak zarara uğramaktadır. Yasal düzenleme ile, rüçhan hakkının kullanılmaması halinde uğranılan zararı azaltmaya yönelik olarak "en aznakit karşılığı sermaye artırımını kadar yeniden değerlendirme fonunun sermayeye ilavesi zorunluluğu" ve "rüçhan hakkının kullanılmasından sonra kalan payların borsada satılması" olmak üzere başlıca iki koruma tedbiri alınmıştır. Bedelli payların kısmen eskilerinin uzantısı olması doğrultusunda; "kalan payların bir kısmının (kullanılmayan rüçhan haklarının kullanılması halinde ortaklığın elde edeceği nakdi karşılayacak kısım) borsada satılması; arta kalan payların oransallık ilkesine göre rüçhan hakkını süresi içinde kullanmamış olanlara karşılıksız verilmesi" biçiminde bir düzenlemenin soruna daha uygun bir çözüm yolu olacağı umulmaktadır.

Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını birlikte gerçekleştirildiğinde; bedelsiz sermaye artırım oranı, piyasa fiyatı-ihraç fiyatı farkının ihraç fiyatına bölümünü veya diğer yönüyle ihraç fiyatı, piyasa fiyatının bedelsiz sermaye katsayısına bölümünü geçerse; bedelsiz sermaye artırımının düzeyi, yeni piyasa fiyatını ihraç fiyatının altına düşürecek büyüklüktedir. Bunun gerçekleşmesi halinde, piyasadan daha düşük fiyatla hisse senedi alma olanağı varken daha yüksek düzeydeki ihraç fiyatından satış başarısız olabilir. Halka arzın başarısı için, ihraç fiyatı ve bedelsiz sermaye artırım oranı, bu durum göz önünde bulundurularak belirlenmelidir.

Yukarıda belirtildiği gibi, araştırma kapsamındaki ortaklıklar, genel olarak sermaye artırımını ve kar dağıtımını birlikte gerçekleştirmişler; kar dağıtımını ile ortaklara verdiklerinden fazlasını sermaye artırımını yoluyla geri almışlardır. Buna göre, Sermaye Piyasası Kanunu'nda öngörülen belirli bir kar dağıtım zorunluluğunu, sermaye artırımlarının bertaraf ettiği sonucuna ulaşılabilir. En azından ihraç maliyetinin azaltılması için kar dağıtım zorunluluğunun kaldırılması önerilebilir.

Uzun dönemde (1986-1991) araştırma kapsamındaki ortaklıkların sermaye artırımlarıyla piyasa değeri arasındaki ilişki araştırması, anlamlı bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur. Buna göre; "kısa dönemde yatırımcıların bedava hisse senedi alma ve düşük fiyatla hisse senedi alma güdüsü ile hareket etmelerinden kaynaklanan sermaye artırımının hisse senedi fiyatlarına olumlu etkisinin, uzun dönemde ortadan kalktığı" sonucuna varılabilir. Şunu da belirtmek gerekir ki; piyasa değerinin, bir çok değişkenin güçlü etkisi altında bulunduğu bir piyasada bu sonuç kesin bir kanı oluşturmamaktadır.

## ÇİZELGELER VE ŞEKİLLER LİSTESİ

### ÇİZELGE

	Sayfa
1. Enka Holding A.Ş. Kayıtlı Sermaye ve Sermaye Artırımları.....	41
2. Bazı Ortaklıklarda Rüçhan Hakkını Kullanmayan Ortaklıkların Zararı.....	58
3. Pay Senedi İhraç Fiyatı Alternatiflerinin Karşılaştırılması.....	63

### ŞEKİL

1. Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımları (Grafik).....	67
2. Bedelli Sermaye Artırımları.....	68
3. Net Gelirlerin (Bedelli Sermaye Artırımı-Temettü) cari ve reel değerleri.....	71

## EKLER

EK

	Sayfa
1. Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımları (1986-1991).....	81
2. 1986-1991 Toplam Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımları.....	82
3. Bedelli Sermaye Artırımları.....	83
4. Net Gelir (Bedelli Sermaye Artırımı-Temettü).....	84
5. Yıllık ve Toplam Hisse Senedi Verimleri.....	85
6. Sermaye Artırımları İle Verim Arasındaki Korelasyon.....	86
7. Reel Bedelli Sermaye Artırımı İle Verim Arasındaki Korelasyon.....	87
8. Anasözleşme Değişiklik Taslağı Örneği (Sermayeye İlişkin).....	88-89
9. Sirküler Örnekleri .....	90-92

1986-1991 Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımları  
(Milyon TL)

ORTAKLIK ADI	1986		1987		1988		1989		1990		1991	
	BEDELLİ	BEDELSİZ	BEDELLİ	BEDELSİZ	BEDELLİ	BEDELSİZ	BEDELLİ	BEDELSİZ	BEDELLİ	BEDELSİZ	BEDELLİ	BEDELSİZ
AKCİMENTO	0	0	1,260	1,260	6,300	6,300	14,175	9,450	15,750	29,531	0	0
ANADOLU CAM	1,050	1,050	1,050	1,435	2,100	2,815	0	5,850	4,000	4,000	13,425	13,425
ARÇELİK	2,000	2,000	2,000	2,000	4,000	4,000	8,000	13,000	22,500	22,500	67,500	67,500
BAĞFAŞ	0	0	0	0	24,000	12,000	0	0	0	0	120,000	40,000
BOLU CİMENTO	0	0	0	0	0	0	10,500	3,750	0	0	41,738	10,238
ÇELİK HALAT	540	1,080	0	0	1,350	1,350	2,700	2,700	5,400	5,400	10,800	10,800
ÇİMSA	0	0	1,440	1,440	3,240	3,240	5,400	5,400	17,280	17,280	0	0
ÇUKUROVA ELEKTRİK	0	3,600	0	7,800	15,000	0	45,000	0	75,000	0	150,000	0
DÖKTAŞ	0	450	0	1,200	2,000	2,000	1,750	1,750	0	10,500	8,000	21,000
ECZACIBAŞI YATIRIM	0	0	0	0	600	600	0	0	4,800	4,800	12,000	1,200
EGE BİRACILIK	0	0	0	0	0	0	0	8,400	0	0	0	0
EGE GÜBRE	800	800	0	0	2,400	2,400	2,400	2,400	12,000	12,000	0	0
ENKA HOLDİNG	0	0	0	0	0	0	2,600	2,400	0	7,000	0	15,000
ERDEMİR	0	0	0	0	0	0	0	0	153,600	192,000	192,000	192,000
GOOD YEAR	0	491	1,954	1,954	4,885	1,954	7,034	4,689	3,517	8,206	0	17,584
GÜBRE FABRİKALARI	1,400	2,100	0	0	14,700	0	76,480	3,920	20,000	0	0	0
GÜNEY BİRACILIK	0	0	0	0	0	0	0	4,200	0	0	0	0
HEKTAŞ	1,500	0	0	0	0	0	2,700	540	3,861	594	13,368	6,237
İZMİR DEMİR ÇELİK	4,735	6,090	5,000	0	25,000	5,000	71,000	29,000	0	0	300,000	225,000
İZOCAM	1,000	250	0	500	0	0	1,500	4,500	1,800	7,200	6,000	6,000
KARTONSAN	300	2,200	1,050	450	11,970	6,030	0	0	6,750	33,750	13,500	27,000
KAV	0	160	400	400	0	1,800	0	3,000	4,000	2,000	9,000	6,000
KOÇ HOLDİNG	2,500	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000	8,000	57,000	100,000	100,000	50,000	50,000
KOÇ YATIRIM	500	500	1,000	1,400	1,800	1,800	3,500	10,500	0	0	0	12,000
KORDSA	0	0	3,750	3,750	4,500	6,750	27,000	18,000	16,875	16,875	30,375	20,250
KORUMA TARIM	0	0	675	450	0	0	2,025	2,025	0	0	12,214	13,773
METAŞ	0	0	6,000	0	900	2,100	0	15,000	15,000	30,000	0	0
NASAŞ	0	0	0	0	4,000	4,000	28,420	8,400	18,804	20,376	0	0
OLMUKSA	950	1,350	0	0	3,500	2,500	0	0	11,000	16,500	26,950	11,550
OTOSAN	2,161	2,963	7,856	4,466	0	0	0	16,399	0	21,865	0	0
POLYLEN	225	225	1,800	1,800	0	0	0	0	2,250	2,250	2,250	2,250
RABAK	0	0	1,600	1,600	8,160	840	0	0	0	0	9,900	20,100
SARKUYSAN	0	0	788	788	1,680	1,680	0	0	0	0	15,120	15,120
T. DEMİR DÖKÜM	1,000	1,720	2,020	1,260	5,000	5,000	0	10,000	0	20,000	14,159	35,841
T. İŞ BANKASI	0	0	49,453	6,125	48,594	6,125	48,636	6,125	48,817	6,125	1,834,000	416,000
T. SIEMENS	1,400	700	0	0	5,250	1,750	0	0	0	10,500	0	0
T. ŞİŞECAM	0	11,700	0	14,350	0	26,260	0	51,983	0	266,845	0	0
<b>TOPLAM</b>	<b>22,061</b>	<b>41,929</b>	<b>94,096</b>	<b>59,428</b>	<b>205,929</b>	<b>113,294</b>	<b>368,820</b>	<b>300,381</b>	<b>563,004</b>	<b>868,097</b>	<b>2,952,299</b>	<b>1,255,868</b>

İMKB Yıllık Bültenlerinden uyarlandı.

1986-1991 Toplam Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımları  
(Milyon TL)

ORTAKLIK ADI	1986 BAŞI SERMAYE	TOPLAM BEDELLİ	TOPLAM BEDELSİZ	GENEL TOPLAM	1991 SONU SERMAYE	SERMAYE KATSAYISI
AKÇİMENTO	630	37,485	46,541	84,026	84,656	134
ANADOLU CAM	3,500	21,625	28,575	50,200	53,700	15
ARÇELİK	8,000	106,000	111,000	217,000	225,000	28
BAĞFAŞ	4,000	144,000	52,000	196,000	200,000	50
BOLU ÇİMENTO	1,500	52,238	13,988	66,226	67,725	45
ÇELİK HALAT	1,080	20,790	21,330	42,120	43,200	40
ÇİMSA	1,440	27,360	27,360	54,720	56,160	39
ÇUKUROVA ELEKTRİK	3,600	285,000	11,400	296,400	300,000	83
DOKTAŞ	1,350	11,750	36,900	48,650	50,000	37
ECZACIBAŞI YATIRIM	1,200	17,400	6,600	24,000	25,200	21
EGE BİRACILIK	4,200	0	8,400	8,400	12,600	3
EGE GÜBRE	800	17,600	17,600	35,200	36,000	45
ENKA HOLDİNG	3,000	2,600	24,400	27,000	30,000	10
ERDEMİR	38,400	345,600	384,000	729,600	768,000	20
GOOD YEAR	486	17,390	34,878	52,268	52,753	109
GÜBRE FABRİKALARI	1,400	112,580	6,020	118,600	120,000	86
GÜNEY BİRACILIK	4,200	0	4,200	4,200	8,400	2
HEKTAŞ	1,200	21,429	7,371	28,800	30,000	25
İZMİR DEMİR ÇELİK	4,175	405,735	265,090	670,825	675,000	162
İZOCAM	1,250	10,300	18,450	28,750	30,000	24
KARTONSAN	5,000	33,570	69,430	103,000	108,000	22
KAV	240	13,400	13,360	26,760	27,000	113
KOÇ HOLDİNG	10,000	170,500	219,500	390,000	400,000	40
KOÇ YATIRIM	3,000	6,800	26,200	33,000	36,000	12
KORDSA	3,750	82,500	65,625	148,125	151,875	41
KORUMA TARIM	2,250	14,914	16,248	31,162	33,412	15
METAŞ	6,000	21,900	47,100	69,000	75,000	13
NASAŞ	6,000	51,224	32,776	84,000	90,000	15
OLMUKSA	2,700	42,400	31,900	74,300	77,000	29
OTOSAN	9,876	10,017	45,693	55,710	65,586	7
POLYLEN	450	6,525	6,525	13,050	13,500	30
RABAK	2,800	19,660	22,540	42,200	45,000	16
SARKUYSAN	2,625	17,588	17,588	35,176	37,800	14
T. DEMİR DÖKÜM	4,000	22,179	73,821	96,000	100,000	25
T. İŞ BANKASI	30,000	2,029,500	440,500	2,470,000	2,500,000	83
T. SIEMENS	1,400	6,650	12,950	19,600	21,000	15
T. ŞİŞECAM	17,000	0	371,138	371,138	388,139	23
<b>TOPLAM</b>	<b>192,502</b>	<b>4,206,209</b>	<b>2,638,997</b>	<b>6,845,206</b>	<b>7,037,706</b>	<b>40</b>



1986-1991  
Bedelli Sermaye Artırımları  
(milyon TL)

ORTAKLIK ADI	1986	1987	1988	1989	1990	1991	TOPLAM	REEL TOP.*	1986 BAŞI	REEL TOP./
									SERMAYE	1986 B.SER.
AKÇİMENTO	0	1,260	6,300	14,175	15,750	0	37485	11,535	630	18.31
ANADOLU CAM	1,050	1,050	2,100	0	4,000	13,425	21625	5,243	3,500	1.50
ARÇELİK	2,000	2,000	4,000	8,000	22,500	67,500	106000	20,025	8,000	2.50
BAGFAŞ	0	0	24,000	0	0	120,000	144000	26,683	4,000	6.67
BOLU ÇİMENTO	0	0	0	10,500	0	41,738	52238	8,020	1,500	5.35
ÇELİK HALAT	540	0	1,350	2,700	5,400	10,800	20790	4,332	1,080	4.01
ÇİMSA	0	1,440	3,240	5,400	17,280	0	27360	7,645	1,440	5.31
ÇUKUROVA ELEKTRİK	0	0	15,000	45,000	75,000	150,000	285000	52,944	3,600	14.71
DOKTAŞ	0	0	2,000	1,750	0	8,000	11750	2,525	1,350	1.87
ECZACIBAŞI YATIRIM	0	0	600	0	4,800	12,000	17400	2,597	1,200	2.16
EGE BİRACILIK	0	0	0	0	0	0	0	0	4,200	0.00
EGE GÜBRE	800	0	2,400	2,400	12,000	0	17600	5,037	800	6.30
ENKA HOLDİNG	0	0	0	2,600	0	0	2600	792	3,000	0.26
ERDEMİR	0	0	0	0	153,600	192,000	345600	50,650	38,400	1.32
GOOD YEAR	0	1,954	4,885	7,034	3,517	0	17390	6,852	486	14.10
GÜBRE FABRİKALARI	1,400	0	14,700	76,480	20,000	0	112580	36,245	1,400	25.89
GÜNEY BİRACILIK	0	0	0	0	0	0	0	0	4,200	0.00
HEKTAŞ	1,500	0	0	2,700	3,861	13,368	21429	4,582	1,200	3.82
İZMİR DEMİR ÇELİK	4,735	5,000	25,000	71,000	0	300,000	405735	78,078	4,175	18.70
IZOCAM	1,000	0	0	1,500	1,800	6,000	10300	2,484	1,250	1.99
KARTONSAN	300	1,050	11,970	0	6,750	13,500	33570	10,283	5,000	2.06
KAV	0	400	0	0	4,000	9,000	13400	2,078	240	8.66
KOÇ HOLDİNG	2,500	5,000	5,000	8,000	100,000	50,000	170500	35,625	10,000	3.56
KOÇ YATIRIM	500	1,000	1,800	3,500	0	0	6800	3,269	3,000	1.09
KORDSA	0	3,750	4,500	27,000	16,875	30,375	82500	20,044	3,750	5.34
KORUMA TARIM	0	675	0	2,025	0	12,214	14914	2,529	2,250	1.12
METAŞ	0	6,000	900	0	15,000	0	21900	7,712	6,000	1.29
NASAŞ	0	0	4,000	28,420	18,804	0	51224	14,275	6,000	2.38
OLMUKSA	950	0	3,500	0	11,000	26,950	42400	7,972	2,700	2.95
OTOSAN	2,161	7,856	0	0	0	0	10017	7,989	9,876	0.81
POLYLEN	225	1,800	0	0	2,250	2,250	6525	2,237	450	4.97
RABAK	0	1,600	8,160	0	0	9,900	19660	6,689	2,800	2.39
SARKUYSAN	0	788	1,680	0	0	15,120	17588	3,229	2,625	1.23
T. DEMİR DÖKÜM	1,000	2,020	5,000	0	0	14,159	22179	6,805	4,000	1.70
T. İŞ BANKASI	0	49,453	48,594	48,636	48,817	1,834,000	2029500	298,398	30,000	9.95
T. SIEMENS	1,400	0	5,250	0	0	0	6650	4,204	1,400	3.00
T. ŞİŞECAM	0	0	0	0	0	0	0	0	17,000	0.00
<b>TOPLAM</b>	<b>22,061</b>	<b>94,096</b>	<b>205,929</b>	<b>368,820</b>	<b>563,004</b>	<b>2,952,299</b>	<b>4,206,209</b>	<b>759,604</b>	<b>192,502</b>	<b>Ortalama:3.95</b>
<b>REEL TOPLAM *</b>	<b>22,061</b>	<b>69,804</b>	<b>109,983</b>	<b>112,303</b>	<b>104,340</b>	<b>341,112</b>				

\*1986 Değerleriyle

**NET GELİR**  
(Bedelli ser. art.-Temettü)  
(MİLYON TL)

SİRKET ADI	1986	1987	1988	1989	1990	1991	TOPLAM	REEL T.*
AKÇİMENTO	-1,134	-220	3,478	10,584	13,541	-17,315	8,934	4,292
ANADOLU CAM	350	-302	-1,353	-6,555	-940	7,564	-1,236	-1,893
ARÇELİK	-2,000	-5,000	-8,000	-12,000	-18,500	-62,325	-107,825	-24,265
BAĞFAŞ	-2,000	-2,200	20,600	-16,000	-16,000	100,000	84,400	11,087
BOLU ÇİMENTO	-852	-1,796	-2,721	7,234	-5,828	32,792	28,829	1,274
ÇELİK HALAT	-540	-1,485	-1,350	-2,137	-308	-810	-6,630	-3,164
ÇİMSA	-1,094	-1,080	-1,523	-663	11,005	-7,880	-1,235	-1,781
ÇUKUROVA ELEKTRİK	-2,400	-3,600	-11,000	-18,000	-56,250	48,750	-42,500	-21,218
DÖKTAŞ	-338	-900	-1,000	-1,765	-2,599	-6,700	-13,302	-3,333
ECZACIBAŞI YATIRIM	-360	-360	120	-1,080	3,720	7,800	9,840	699
EGE BİRACILIK	-156	-840	-1,470	-5,460	-10,080	-16,380	-34,386	-6,987
EGE GÜBRE	232	-800	1,200	1,680	12,000	0	14,312	3,015
ENKA HOLDİNG	-900	-1,050	-1,050	1,250	-3,819	-6,000	-11,569	-3,260
ERDEMİR	-6,144	-8,832	-21,120	-66,200	38,400	76,800	12,904	-28,143
GOOD YEAR	-3,985	0	0	0	0	0	-3,985	-3,985
GÜBRE FABRİKALARI	490	-819	14,700	76,480	20,000	0	110,851	34,728
GÜNEY BİRACILIK	-117	-462	-1,470	-2,520	-2,940	-6,300	-13,809	-3,285
HEKTAŞ	1,099	-456	-945	675	1,826	7,825	10,024	1,704
İZMİR DEMİR ÇELİK	2,965	3,598	20,677	71,000	0	300,000	398,240	72,959
İZOCAM	-250	-295	-1,050	-2,100	-5,288	-7,770	-16,753	-3,547
KARTONSAN	2,004	-9	9,031	-3,636	-1,350	-2,133	3,907	5,217
KAV	-408	-800	-1,300	-2,250	-500	3,000	-2,258	-2,127
KOÇ HOLDİNG	-590	-923	-2,250	2,077	50,000	-25,000	23,314	4,534
KOÇ YATIRIM	-500	-500	-300	-1,248	-9,075	-14,400	-26,023	-4,757
KORDSA	-2,512	-375	-3,900	11,320	0	11,644	16,177	-81
KORUMA TARIM	-17	0	-1,733	-1,721	-1,323	9,615	4,821	-601
METAŞ	0	6,000	-300	0	15,000	0	20,700	7,071
NASAŞ	-742	-900	2,200	20,020	18,804	0	39,382	9,346
OLMUKSA	726	-709	1,250	-2,974	9,240	26,950	34,483	4,788
OTOSAN	2,160	7,865	-6,420	-19,132	-26,238	-62,315	-104,080	-13,322
POLYLEN	0	1,640	-827	-1,350	1,125	-1,207	-619	433
RABAK	-1,120	396	5,760	-5,379	-2,250	6,900	4,307	992
SARKUYSAN	-1,181	-787	-683	-4,788	-11,340	0	-18,779	-5,689
T. DEMİR DÖKÜM	-500	-2,960	-4,021	-7,500	-900	-10,841	-26,722	-8,546
T. İŞ BANKASI	-11,008	37,483	26,961	4,739	-3,319	384,436	439,292	76,444
T. SİEMENS	-287	-2,534	2,415	-4,200	-9,450	-10,500	-24,556	-5,120
T. ŞİŞECAM	-1,202	-1,793	-3,501	-10,418	-14,555	-24,259	-55,728	-13,075
GENEL	-32,311	14,195	29,105	7,983	-8,191	741,941	752,722	80,401
REEL TOPLAM*	-32,311	10,515	15,544	2,431	-1,518	85,725	80,386	

TREND(5.1.1992)'den uyarlandı.

\*1986 Değerleriyle.

## Yıllık ve Toplam Verimler

(6-1991 Yılları İtibarıyla İMKB Birinci Pazarında Sürekli İşlem Gören Hisse Senetleri)

ŞİRKET ADI	1986	1987	1988	1989	1990	1991	T.V. Ks.*
AKÇİMENTO	131.89	275.45	-57.96	402.73	48.27	57.88	43.07
ANADOLU CAM	40.72	429.01	-50.61	691.53	-5.63	55.86	42.81
ARÇELİK	166.78	217.84	-22.66	693.15	67.69	268.10	321.07
BAGFAŞ	126.56	311.61	-52.27	404.00	71.19	-12.37	33.65
BOLU ÇİMENTO	-14.32	91.25	-14.79	749.77	64.90	14.13	22.33
ÇELİK HALAT	118.59	117.69	-22.17	396.23	9.80	2.14	20.61
ÇİMSA	297.48	362.00	-45.03	466.07	4.25	95.48	116.45
ÇUKUROVA ELEKTRİK	375.00	334.73	-9.03	430.14	43.99	-3.71	138.08
DÖKTAŞ	65.75	586.49	-52.26	339.08	47.78	355.45	160.54
ECZACIBAŞI YATIRIM	29.11	282.88	48.10	988.37	1032.89	145.74	2218.29
EGE BİRACILIK	22.56	178.26	88.33	828.16	89.03	227.37	368.90
EGE GÜBRE	56.87	152.63	-65.90	267.42	-18.58	-29.73	2.84
ENKA HOLDİNG	50.00	98.33	4.67	153.53	190.53	211.11	71.36
ERDEMİR	58.63	268.40	36.00	1786.00	-40.05	57.14	141.21
GOOD YEAR	-1.15	360.00	-41.57	192.86	-23.17	164.28	15.80
GÜBRE FABRİKALARI	43.08	191.91	-81.92	162.00	-23.48	-5.56	1.43
GÜNEY BİRACILIK	16.15	178.70	6.90	409.09	65.67	227.91	95.70
HEKTAŞ	2.59	113.77	-24.65	554.19	11.42	-21.56	9.45
İZMİR DEMİR ÇELİK	95.28	214.19	-66.59	709.38	-61.36	120.59	14.14
İZOCAM	54.70	426.48	-52.30	460.26	37.65	305.50	121.49
KARTONSAN	94.47	194.90	-56.48	476.48	15.07	44.66	23.95
KAV	59.15	381.36	-28.08	435.92	-24.05	55.37	34.84
KOÇ HOLDİNG	82.84	363.26	-55.05	806.98	313.57	78.88	255.47
KOÇ YATIRIM	113.92	333.26	-47.32	615.00	166.81	232.38	309.59
KORDSA	104.17	368.42	-49.93	421.36	-16.49	93.68	40.38
KORUMA TARIM	122.54	227.94	-12.02	387.43	-39.25	70.85	32.48
METAŞ	-29.88	317.39	-50.73	260.66	-22.73	58.82	6.38
NASAŞ	17.88	224.00	-63.86	526.25	-34.57	-38.89	3.46
OLMUKSA	96.17	477.20	-75.74	422.35	-32.47	-26.54	7.12
OTOSAN	21.28	672.00	-23.98	478.74	14.06	134.78	110.31
POLYLEN	20.20	148.46	-47.22	191.18	49.46	-39.33	4.16
RABAK	128.54	228.32	-58.05	518.87	-46.79	8.50	11.25
SARKUYSAN	144.72	242.41	-42.82	959.57	18.75	131.48	139.55
T. DEMİR DÖKÜM	148.76	426.72	-46.26	269.79	81.21	297.20	187.42
T. İŞ BANKASI	164.87	73.71	-37.83	394.72	254.47	-55.85	22.15
T. SIEMENS	107.60	322.02	-69.71	404.40	23.90	108.16	34.52
T. ŞİSECAM	23.40	458.50	-43.51	825.00	285.71	-52.63	65.80
ORTALAMA	85.32	287.88	-34.71	526.45	70.80	90.20	141.84

İMKB Yıllık Bülten(1991)'den uyarlandı.

\* Toplam Verim Katsayısı (1986 başında yatırılan her 1 TL'nin 1991 sonunda ulaştığı değer)

SERMAYE ARTIRIMI İLE VERİM ARASINDAKİ KORELASYON(r)  
(1986-1991)

ŞİRKET ADI	X*	Y**	X*X	Y*Y	X*Y
AKÇİMENTO	134.37	43.07	18,057	1,855	5,788
ANADOLU CAM	15.34	42.81	235	1,832	657
ARÇELİK	28.13	321.07	791	103,083	9,030
BAGFAŞ	50.00	33.65	2,500	1,133	1,683
BOLU ÇİMENTO	45.15	22.33	2,039	499	1,006
ÇELİK HALAT	40.00	20.61	1,600	425	824
ÇİMSA	39.00	116.45	1,521	13,560	4,541
ÇUKUROVA ELEKTRİK	83.33	138.08	6,944	19,065	11,506
DÖKTAŞ	37.04	160.54	1,372	25,772	5,946
ECZACIBAŞI YATIRIM	21.00	2218.29	441	4,920,798	46,584
EGE BİRACILIK	3.00	368.90	9	136,089	1,107
EGE GÜBRE	45.00	2.84	2,025	8	128
ENKA HOLDİNG	10.00	71.36	100	5,092	714
ERDEMİR	20.00	141.21	400	19,940	2,824
GOOD YEAR	108.55	15.80	11,782	250	1,715
GÜBRE FABRİKALARI	85.71	1.43	7,347	2	123
GÜNEY BİRACILIK	2.00	95.70	4	9,159	191
HEKTAŞ	25.00	9.45	625	89	236
İZMİR DEMİR ÇELİK	161.68	14.14	26,139	200	2,286
İZOCAM	24.00	121.49	576	14,760	2,916
KARTONSAN	21.60	23.95	467	574	517
KAV	112.50	34.84	12,656	1,214	3,920
KOÇ HOLDİNG	40.00	255.47	1,600	65,263	10,219
KOÇ YATIRIM	12.00	309.59	144	95,847	3,715
KORDSA	40.50	40.38	1,640	1,631	1,635
KORUMA TARIM	14.85	32.48	221	1,055	482
METAŞ	12.50	6.38	156	41	80
NASAŞ	15.00	3.46	225	12	52
OLMUKSA	28.52	7.12	813	51	203
OTOSAN	8.67	110.31	75	12,168	956
POLYLEN	30.00	4.16	900	17	125
RABAK	16.07	11.25	258	126	181
SARKUYSAN	14.40	139.55	207	19,475	2,010
T. DEMİR DÖKÜM	25.00	187.42	625	35,124	4,685
T. İŞ BANKASI	83.33	22.15	6,944	490	1,846
T. SIEMENS	15.00	34.52	225	1,192	518
T. SİSECAM	22.83	65.80	521	4,329	1,502
<b>TOPLAM</b>	<b>1491.07</b>	<b>5248.03</b>	<b>112,186</b>	<b>5,512,220</b>	<b>132,453</b>

\* Sermaye Katsayısı

\*\* Toplam Verim Katsayısı

Korelasyon katsayısı:

$$r = \frac{\sum xy - (\sum x)(\sum y)/n}{\sqrt{[\sum x^2 - (\sum x)^2/n] \cdot [\sum y^2 - (\sum y)^2/n]}}$$

$$r = \frac{132453 - 1491 \cdot 5248 / 37}{\sqrt{[112186 - 1491^2 / 37] \cdot [5512220 - 5248^2 / 37]}}$$

$$r = -0.16$$

## EK 7

BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMI İLE VERİM ARASINDAKİ KORELASYON(r)  
1986-1991

ŞİRKET ADI	X*	Y**	X*X	Y*Y	X*Y
AKÇİMENTO	18.31	43.07	335.21	1,855	788.63
ANADOLU CAM	1.50	42.81	2.24	1,832	64.12
ARÇELİK	2.50	321.07	6.27	103,083	803.66
BAGFAŞ	6.67	33.65	44.50	1,133	224.49
BOLU ÇİMENTO	5.35	22.33	28.58	499	119.39
ÇELİK HALAT	4.01	20.61	16.09	425	82.67
ÇİMSA	5.31	116.45	28.19	13,560	618.26
ÇUKUROVA ELEKTRİK	14.71	138.08	216.29	19,065	2030.63
DÖKTAS	1.87	160.54	3.50	25,772	300.30
ECZACIBAŞI YATIRIM	2.16	2218.29	4.68	4,920,798	4799.85
EGE BİRACILIK	0.00	368.90	0.00	136,089	0.00
EGE GÜBRE	6.30	2.84	39.64	8	17.88
ENKA HOLDİNG	0.26	71.36	0.07	5,092	18.83
ERDEMİR	1.32	141.21	1.74	19,940	186.26
GOOD YEAR	14.10	15.80	198.78	250	222.75
GÜBRE FABRİKALARI	25.89	1.43	670.26	2	37.02
GÜNEY BİRACILIK	0.00	95.70	0.00	9,159	0.00
HEKTAŞ	3.82	9.45	14.58	89	36.08
İZMİR DEMİR ÇELİK	18.70	14.14	349.74	200	264.47
IZOCAM	1.99	121.49	3.95	14,760	241.39
KARTONSAN	2.06	23.95	4.23	574	49.25
KAV	8.66	34.84	74.96	1,214	301.67
KOÇ HOLDİNG	3.56	255.47	12.69	65,263	910.11
KOÇ YATIRIM	1.09	309.59	1.19	95,847	337.34
KORDSA	5.34	40.38	28.57	1,631	215.83
KORUMA TARIM	1.12	32.48	1.26	1,055	36.50
METAŞ	1.29	6.38	1.65	41	8.20
NASAŞ	2.38	3.46	5.66	12	8.22
OLMUKSA	2.95	7.12	8.72	51	21.02
OTOSAN	0.81	110.31	0.65	12,168	89.23
POLYLEN	4.97	4.16	24.72	17	20.69
RABAK	2.39	11.25	5.71	126	26.87
SARKUYSAN	1.23	139.55	1.51	19,475	171.65
T. DEMİR DÖKÜM	1.70	187.42	2.89	35,124	318.83
T. İŞ BANKASI	9.95	22.15	98.93	490	220.28
T. SİEMENS	3.00	34.52	9.02	1,192	103.66
T. ŞİŞECAM	0.00	65.80	0.00	4,329	0.00
<b>TOPLAM</b>	<b>187.26</b>	<b>5248.03</b>	<b>2246.67</b>	<b>5,512,220</b>	<b>13696.05</b>

Korelasyon katsayısı:

$$r = \frac{\sum xy - (\sum x)(\sum y)/n}{\sqrt{[\sum x^2 - (\sum x)^2/n] \cdot [\sum y^2 - (\sum y)^2/n]}}$$

$$r = \frac{13696 - 187.5248/37}{\sqrt{[2247 - 187^2/37] \cdot [5512220 - 5248^2/37]}}$$

r= -0.16

\* Reel Değerlerle Bedelli Sermaye Artırımı/1986 Başlı Sermaye

\*\* Toplam Verim Katsayısı

Sermaye

Madde - 6 -

Şirket 28.7.1981 gün ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre Kayıtlı Sermaye Sistemini kabul etmiş ve sisteme geçmiştir. Şirketin Kayıtlı Sermaye tavanı 15.000.000.000.- (Onbeşmilyar) TL. olup, 1.000.- TL. (Bin) itibari değerde 15.000.000 adet hamiline yazılı hisseye bölünmüştür.

<u>İTİBARI DEĞERİ</u>	<u>ADET</u>	<u>GRUBU</u>
1.000.- TL	12.000	A
1.000.- TL	48.000	B
1.000.- TL	90.000	B
1.000.- TL	150.000	B
1.000.- TL	700.000	B
1.000.- TL	2.000.000	B
1.000.- TL	12.000.000	B

Önceki sermayeyi teşkil eden 8.000.000.000.- TL. (Sekizmilyar) sının tamamı ödenmiştir. Bu sermayenin 4.000.000.000.- TL. (Dörtmilyar) sının 1.138.635.928.62 TL. (Birmilyaryüzotuzsekizmilyonaltıyüzotuzbeşbindokuzyüz-yirmisekiz %62) lık kısmı 2791 sayılı kanun gereğince şirketin amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin yeniden değerlendirilmesi sonucu oluşan yeniden değerlendirme fonundan, 2.861.364.071.38 TL. (İkimilyarsekizyüzaltmışbirmilyon-üçyüzaltmışdörtbinyetmişbir %38) lık kısmı aynı kanunla oluşan iştirakler yeniden değerlendirme fonundan elde edilen bedelsiz hisselerden karşılanmıştır. 4.000.000.000.-TL. (Dörtmilyar)' lık sermaye ise nakit olarak karşılanmıştır.

Yönetim Kurulu yeni hisse senedi ihracına karar verirken imtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarabilir. Hisse senetleri, yasal hükümler çerçevesinde bin veya daha fazla hisseyi temsil eden kúpürler halinde bastırılabilir.

**ENKA HOLDING**

Yatırım Anonim Şirketi

Sermaye

Madde -6-

Şirket 28.07.1981 gün ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre Kayıtlı Sermaye Sistemini kabul etmiş ve sisteme geçmiştir. Şirketin Kayıtlı Sermaye tavanı 50.000.000.000.- TL. (Elli milyar) olup, 1.000.- TL. (Bin) itibari değer- de 50.000.000 adet hamiline yazılı hisseye bölünmüştür.

<u>İTİBARI DEĞERİ</u>	<u>ADET</u>	<u>GRUBU</u>
1.000.-TL	12.000	A
1.000.-TL	48.000	B
1.000.-TL	90.000	B
1.000.-TL	150.000	B
1.000.-TL	700.000	B
1.000.-TL	2.000.000	B
1.000.-TL	5.000.000	B
1.000.-TL	7.000.000	B
1.000.-TL	35.000.000	B

Önceki sermayeyi teşkil eden 15.000.000.000.-TL. (Onbeş milyar) sınıfın tamamı ödenmiştir. Bu sermayenin 11.000.000.000.-TL (Onbir milyar) sınıfın 3.540.159.394,68 TL (Üç milyar beş yüz kırk milyarı yüzelli dokuz bin üç yüz doksan dört bin 68) lık kısmı 2791 ve 3094 sayılı karar gereğince şirketin amortismanına tabi İktisadi Kıymatlerin Yeniden değerlendirilmesi sonucu oluşan Yeniden Değerleme fonundan 7.459.840.605,32 TL. (Yedimilyardört yüzelli dokuz milyon sekiz yüz kırk bin altı yüz beş 32) lık kısmı aynı kanunla oluşan iştirakler yeniden değerlendirme fonundan elde edilen bedelsiz hisselerden karşılanmıştır. 4.000.000.000.-TL (Dört milyar) lık sermaye ise nakit olarak karşılanmıştır.

Yönetim Kurulu yeni hisse senedi ihracına karar verirken imtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarabilir. Hisse senetleri, yasal hükümler çerçevesinde bin veya daha fazla hisseyi temsil eden küpürler halinde bastırılabilir.

**ENKA HOLDING**

Yatırım Anonim Şirketi

..... ANONİM ŞİRKETİ'NDEN

ORTAKLARIN YENİ PAY ALMALARINA İLİŞKİN SİRKÜLER

ÇIKARILMIŞ SERMAYEMİZ ..... LİRASI NAKİT KARŞILIĞI .....  
LİRASI İÇ KAYNAKLARDAN KARŞILANMAK SURETİYLE ..... LİRADAN .....  
LİRAYA ARTIRILMAKTADIR.

ARTIRILAN SERMAYEYİ TEMSİL EDEN HİSSE SENETLERİ SERMAYE PİYASASI KURULUNCA ..../..../.... TARİH VE ..... SAYI İLE KAYDA ALINMIŞTIR. ANCAK KAYDA ALINMA, ORTAKLIĞIMIZIN VE HİSSE SENETLERİNİN KURUL VEYA KAMUCA TEKEFFÜLÜ ANLAMINA GELMEZ.

Ortaklığımız ile ilgili ayrıntılı bilgileri içeren izahname ..../..../.... tarihinde ..... Ticaret siciline tescil edilmiş ve ..../..../.... tarih ve .... sayılı TİSG'nde yayımlanmış olup ayrıca başvuru yerlerinde incelemeye açık tutulmaktadır.

Ortaklarımızın artırılan ..... liralık sermayeyi temsil eden paylardan, ellerindeki payların %... 'si oranında yeni pay, %... 'si oranında bedelsiz pay alma hakları vardır.

Yeni pay alma hakları, aşağıda belirtilen başvuru yerlerinde, ..../..../.... ile ..../..../.... tarihleri arasında, .. gün süreyle kullanılacaktır. Bu sürenin son gününün resmi tatile rastlaması halinde, yeni pay alma hakkı kullanım süresi, izleyen iş günü akşamı sona erecektir.

Bir payın nominal değeri .... TL olup, ..... TL'sından satışa arz edilecektir.

Ortaklarımız aşağıda belirtilen yerlere başvurarak sahip oldukları hisse senetlerinin ... no'lu yeni pay alma kuponları (sahip oldukları hisse senetleri) karşılığında yeni pay alma haklarını, ... no'lu yeni pay alma kuponları (sahip oldukları hisse senetleri) karşılığında da bedelsiz pay alma haklarını kullanacaklardır.



Bu sermaye artırımında yeni pay alma hakkını kullanmak isteyen ortaklarımız, ilgili kuponu yeni pay alma hakkı kullanım süresi içinde teslim ederler.

Bedelsiz pay alma hakkının kullanımı herhangi bir süreyle sınırlı değildir.

BAŞVURU ŞEKLİ :

BAŞVURU YERLERİ :  
(Adres ve Telefon Numarası)

HİSSE SENETLERİNİN TESLİM ŞEKLİ :

HALKA ARZ SÜRESİNİN BAŞLANGIÇ VE BİTİŞ TARİHLERİ :

..... ANONİM ŞİRKETİ'NDEN

TASARRUF SAHIPLERİ İÇİN SİRKÜLER

ÇIKARILMIŞ SERMAYEMİZ ..... LİRASI NAKİT KARŞILIĞI,.....  
LİRASI İÇ KAYNAKLARDAN KARŞILANMAK SURETİYLE ..... LİRADAN .....  
LİRAYA ARTIRILMAKTADIR.

ARTIRILAN SERMAYEYİ TEMSİL EDEN HİSSE SENETLERİ SERMAYE PİYASASI  
KURULUNCA ..../..../.... TARİH VE ..... SAYI İLE KAYDA ALINMIŞTIR. ANCAK KAYDA  
ALINMA, ORTAKLIĞIMIZIN VE HİSSE SENETLERİNİN KURUL VEYA KAMUCA TEKEFFÜLÜ  
ANLAMINA GELMEZ.

Ortaklığımız ile ilgili ayrıntılı bilgileri içeren  
izahname, ..../..../.... tarihinde ..... Ticaret Siciline tescil, ..../..../....  
tarih ve .... sayılı TTBG'nde ilan edilmiş olup ayrıca aşağıda adres ve  
telefon numaraları belirtilen Şirket merkezi, irtibat büroları, halka arza  
aracılık eden .....A.Ş.'nin merkez ve şubelerinde (menkul kıymetler  
birimlerinde) incelemeye açık tutulmaktadır.

Ortaklarımızın yeni pay alma haklarını kullanmasından sonra kalan  
..... lira tutarındaki paylar, ..../..../.... ile ..../..../.... tarihleri  
arasında, .. gün süreyle, aşağıda belirtilen başvuru yerlerinde  
satılacaktır.

Bir payın nominal değeri ... TL olup, ....TL'sından satısa  
arzedilecektir.

BASVURU ŞEKLİ :

BASVURU YERLERİ :

(Adres ve Telefon Numarası)

HİSSE SENETLERİNİN TESLİM ŞEKLİ :

K3318-4

## KAYNAKÇA

- Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**. 5. bası. İstanbul: Muhasebe Estitüsü Vakfı, 1989.
- Anaral, Hüseyin. **Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye**. Ankara: 1982.
- Aydın, Davut. "Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulaması," **ESADER**. 7,1 (Mayıs: 1983).
- Aytaç, Zühtü. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**. Ankara : Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988.
- Bayar, Doğan. **Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası**. Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, 1990.
- Berzek, Ayşe Nur. **Anonim Ortaklıklarda İç Kaynaklardan Esas Sermaye Artırımı**. İstanbul: İsmail Akgün Vakfı, 1990
- Bolak, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**. İstanbul : Beta, 1991.
- Büker, Semih ve Aşıkoğlu, Rıza. **Finansal Yönetim**. Eskişehir: 1990.
- Cansen, Ege. "Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakları Konusunda ABD Mevzuatı , Uygulaması ve Türkiye ile Bir Karşılaştırma," **İktisat ve Maliye Dergisi**. 2,12 (Mart 1986).
- Carsten, G. "İsveç Paylı Ortaklıklar Hukukunda Yeni Gelişmeler," Çeviren: Z. Aytaç. **BATIDER IX**, 4 (1978).
- Ekonomik Bülten/Rehber**. 18.5.1990.
- Ekonomik Panorama**. 3.6.1990.
- Folk, E. **The Dalewre General Corporation Law**. Boston: 1972.
- Gönenli, Atilia. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 1988.
- Henn, H.G. **Handbook of The Law of Corporation and Other Business Enterprises** 2.Edition. Minnesota: 1970.
- Hornstein, G. **Corporation Law and Practice**. Minnessota: 1959.
- İMKB Yıllık Bülten**. (1986,1987,1888,1989,1990,1991).
- Jensen, Michael C. "Agency Costs Of Free Cosh Flow, Corporatee Finance and Takeovers", **American Economic Review**. 76,2 (May 1986).
- Jensen, Michael C. and William Meckling. "Theory Of The Firm; Managerial

Behaviour, Agency Costs and Capital Structure," **Journal Of Financial Economics**. 3,2 (May1976).

Koçyiğit, Muhsin. "Kayıtlı Sermaye Sistemi," **Vergi Dünyası**, 22 (1983).

Karasar, Niyazi. **Araştırmalarda Rapor Hazırlama**. 5. Basım. Ankara: Bahçelievler P.K. 33, 1986.

\_\_\_\_\_**Bilimsel Araştırma Yöntemi**. 3. Basım. Ankara: Bilim Kitap, 1986.

Karslı, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler** 3. Basım. İstanbul: Beta, 1989.

Moroğlu, Erdoğan. **Sermaye Artırımı** (İstanbul: 1972).

Özer, M Salih."Yeniden Değerleme," **Vergi Dünyası**. 126 (Şubat 1992).

Özmen, Tahsin. "Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri." **Dünya** (13 Temmuz 1991).

Soldosky, Robert M.. Johnson, Craig R. "Right Timing," **Financial Analysis Journal**, 23 (1967).

Tekinalp Ünal, Reha Poray ve Ersin Çamoğlu. **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**. 4. bası.İstanbul: Beta, 1988.

Tekinalp, Ünal. **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**. İstanbul: Es Yayınları 1982.

Tikveş, Özkan. **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**. 1 bası. İstanbul:Alfa, 1992.

**Trend**. 7.7.1991.

**Trend**. 5.1.1991.

Tuncer, Selahattin. **Türkiyede Sermaye Piyasası**. İstanbul :1989.

Van Horn, James C. **Finansal Yönetim ve Politikaları**. Çeviren: Osman Tekok. Ankara:1978

Yasaman, Hamdi. **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku** İstanbul : 1992.