

İÇİNDEKİLER

Önsöz

Bölüm 1 Paylar	1
Bölüm 2 Borçlanma Araçları	52
Bölüm 3 Yatırım Fonu Katılma Payı	74
Bölüm 4 Türev Araçlar	87
Bölüm 5 GELİR VERGİSİ KANUNU’NUN GEÇİCİ 67. MADDESİ	96

BÖLÜM 1 PAYLAR

1. GENEL ÇERÇEVE

1.1. Anonim Şirketler

Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 329. maddesine göre anonim şirket; **sermayesi belirli ve paylara bölünmüş, borçlarından dolayı yalnızca kendi malvarlığıyla sorumlu olan şirket** türüdür. Büyük sermaye birikimlerine olanak sağlaması ve **halka açılabilen tek sermaye şirketi türü** olması nedeniyle sermaye piyasalarının temel aktörlerinden biridir.

Anonim Şirketin Tüzel Kişiliği

Anonim şirket, **kurucularından ve pay sahiplerinden bağımsız bir tüzel kişiliğe** sahiptir.

Bu nedenle şirket kendi adına:

- Mal edinebilir ve borçlanabilir.
- Sözleşme yapabilir.
- Taşınmaz sahibi olabilir.
- Davacı veya davalı olabilir.

Pay sahipleri, şirket malvarlığının doğrudan sahibi değildir. **Pay sahipliği; kâr payı, oy hakkı ve tasfiye payı** gibi şirkete karşı ileri sürülebilecek **ortaklık hakları sağlar**.

Sorumluluk Rejimi

Anonim şirketlerde şirket ile pay sahiplerinin sorumluluğu birbirinden kesin olarak ayrılmıştır:

- **Şirket**, borçlarından dolayı alacaklılarına karşı bütün malvarlığıyla ve sınırsız şekilde sorumludur.
- **Pay sahipleri**, şirket borçlarından dolayı alacaklılara karşı kişisel olarak sorumlu değildir.
- Pay sahibinin şirkete karşı temel borcu, **taahhüt ettiği sermaye payını ödemektir**.
- Sermaye borcunu tamamen ödeyen pay sahibinin kişisel malvarlığına, şirket iflas etse bile başvurulamaz.
- Limited şirketlerden farklı olarak anonim şirket pay sahipleri, yönetim kurulu üyesi olmadıkları sürece, şirketin ödenmeyen **vergi ve SGK primi gibi kamu borçlarından** kişisel olarak sorumlu tutulamaz.

Anonim Şirketlerde Teşkilatlanma

Anonim şirketler, büyüklükleri ve faaliyet alanları ne olursa olsun TTK'de öngörülen asgari teşkilat yapısına sahip olmalıdır. Bu yapı, **şirket sahipliği ile şirket yönetimi arasındaki yetki dengesini** sağlamayı amaçlar.

Anonim şirketlerin iki zorunlu organı vardır:

1. Genel Kurul
2. Yönetim Kurulu

Halka açık şirketlerde bunlara ayrıca **yönetim kurulu komiteleri** ve **bağımsız denetim mekanizmaları** eşlik eder.

Genel Kurul

Genel Kurul, bütün pay sahiplerinin temsil edildiği **en üst karar organıdır**. Günlük yönetime karışmaz; şirketin temel yapısı ve geleceğiyle ilgili önemli kararları alır.

Genel Kurulun başlıca yetkileri şunlardır:

- Yönetim kurulu üyelerini seçmek, görevden almak ve ibra etmek.
- Finansal tabloları onaylamak.
- Kâr dağıtımına karar vermek.
- Esas sözleşmeyi değiştirmek.
- Bağımsız denetçiye seçmek.
- Birleşme, bölünme ve sona erme gibi önemli işlemleri karara bağlamak.

Yönetim Kurulu

Yönetim Kurulu, şirketin **yönetim ve temsil organıdır**. Genel Kurul tarafından seçilir ve şirketin stratejik yönünü belirler. Ayrıca şirketi üçüncü kişilere karşı temsil eder ve yönetim faaliyetlerini gözetir.

Yönetim Kurulunun kanunen devredilemeyen başlıca görevleri arasında şunlar bulunur:

- Şirketin üst düzey yönetimini sağlamak.
- Yönetim teşkilatını belirlemek.
- Muhasebe ve finansal denetim düzenini kurmak.
- Yöneticileri gözetmek.
- Şirketin borca batık olması durumunda mahkemeye bildirimde bulunmak.

İcracı ve İcracı Olmayan Üyeler

Yönetim kurulu üyeleri, şirketin günlük yönetimine katılıp katılmamalarına göre iki gruba ayrılır:

- **İcracı üyeler:** Şirketin günlük operasyonlarında aktif görev alan üyelerdir. Genel Müdürün veya CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması buna örnektir.
- **İcracı olmayan üyeler:** Günlük yönetime katılmaz; yönetimi denetler, strateji geliştirir ve icra ekibinin performansını gözetir.

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine göre, yönetim kurulunun etkin bir gözetim yapabilmesi için **üyelerin çoğunluğunun icracı olmayan üyelerden oluşması** esastır.

Halka açık şirketlerde icracı olmayan üyeler arasında **bağımsız yönetim kurulu üyeleri** de bulunur. Bağımsız üyelerin şirket, ortaklar veya ilişkili taraflarla kararlarını etkileyebilecek mali, idari ya da ticari bir bağının bulunmaması gerekir. Bu üyelerin mesleki yeterliliğe sahip, tarafsız ve şirket çıkarlarını özgürce gözetebilecek kişiler olması beklenir.

Denetim ve Yönetim Kurulu Komiteleri

Eski Ticaret Kanunu'nda yer alan **Murakıplık veya Denetim Kurulu**, 6102 sayılı TTK ile kaldırılmıştır. Günümüzde denetim fonksiyonu iki temel mekanizmayla yürütülmektedir:

- **Bağımsız denetim**
- **Yönetim Kurulu bünyesindeki iç denetim ve gözetim mekanizmaları**

Şirketin finansal tabloları, Genel Kurul tarafından seçilen **bağımsız denetçi** veya **bağımsız denetim kurulu** tarafından denetlenir.

Özellikle halka açık şirketlerde Yönetim Kuruluna yardımcı olmak üzere şu komiteler oluşturulur:

- Denetimden Sorumlu Komite
- Riskin Erken Saptanması Komitesi
- Kurumsal Yönetim Komitesi

Bu komiteler şirketin zorunlu organları değildir; ancak kurumsal yönetim sisteminin önemli parçalarıdır.

İcra ve Profesyonel Yöneticiler

Şirketin günlük sevk ve idaresi; Genel Müdür, CEO ve diğer profesyonel yöneticiler tarafından yürütülür. Yönetim Kurulu, düzenleyeceği bir **iç yönergeyle**, kanunen devredilemeyen görevler dışında kalan yönetim yetkilerini murahhas üyelere veya profesyonel yöneticilere devredebilir.

Bu yöneticiler şirketin zorunlu organı değil, **Yönetim Kurulunun atadığı ve Yönetim Kuruluna karşı sorumlu olan icra makamlarıdır**.

Anonim Şirketlerde Finansman

Anonim şirketler ihtiyaç duydukları fonları iki temel yolla sağlayabilir:

1. **Borçlanma yoluyla finansman**
2. **Özkaynak yoluyla finansman**

Borçlanma Yoluyla Finansman

Borçlanma yoluyla finansmanda şirket, dış kaynaklardan fon sağlar ve yatırımcı ile şirket arasında bir **alacaklı-borçlu ilişkisi** kurulur. Şirketler, SPK tarafından onaylanan izahname veya ihraç belgesi çerçevesinde tahvil ve finansman bonosu gibi borçlanma araçları ihraç edebilir.

Bu yöntemde yatırımcı:

- Şirketin ortağı değil, **alacaklısıdır**.
- **Belirli bir vade sonunda anaparasını geri alır**.
- Faiz veya iskonto geliri elde eder.
- Şirket yönetimine katılamaz ve oy kullanamaz.
- Getirisi önceden belirlenen faiz veya iskonto oranıyla sınırlıdır.

Özkaynak Yoluyla Finansman

Özkaynak finansmanında şirket, sermaye artırımı yaparak mevcut ortaklardan fon sağlar veya halka arz yoluyla yeni ortaklar edinir.

Bu yöntemde yatırımcı:

- Şirketin **ortağı ve pay sahibi** olur.
- Kâr payı ve oy hakkı gibi ortaklık hakları kazanır.
- Sabit veya garanti edilmiş bir getiriye sahip değildir.
- Kâr payı ve sermaye kazancı elde edebilir.
- Şirket büyüdükçe daha yüksek getiri sağlama potansiyeline sahiptir.

Pay sahipliğinin **belirli bir vadesi yoktur**; şirket var olduğu sürece ortaklık ilişkisi devam eder.

Kıdem Sırası ve Risk

Borçlanma ile özkaynak finansmanı arasındaki en önemli farklardan biri, şirketin tasfiyesi veya iflası durumunda **ödeme önceliğidir**.

Şirket malvarlığı tasfiye edildiğinde genel olarak:

1. Devlet alacakları ve çalışan hakları,
2. Borçlanma aracı sahipleri ve diğer alacaklılar,
3. Pay sahipleri ödeme alır.

Pay sahipleri, şirketin **artık değer hak sahipleridir**. Başka bir ifadeyle, **bütün borçlar ödendikten sonra** geriye varlık kalırsa bundan pay alabilirler. Bu nedenle pay sahipliği, alacaklılığa göre daha yüksek risk taşır; buna karşılık daha yüksek getiri potansiyeli sunar.

Finansman Yöntemlerinin Karşılaştırılması

Özellik	Borçlanma	Özkaynak
Yatırımcının statüsü	Alacaklı	Ortak/pay sahibi
Vade	Belirlidir	Yoktur
Getiri	Faiz veya iskonto	Kâr payı ve sermaye kazancı
Getiri potansiyeli	Önceden belirlenen oranla sınırlı	Şirketin büyümesine bağlı olarak yüksek olabilir
Oy hakkı	Yoktur	Kural olarak vardır
Tasfiyedeki konum	Önceliklidir	En son sıradadır
Risk düzeyi	Görece düşük	Görece yüksek

1.2. Genel Olarak Pay

Pay, anonim şirketler hukukunun **merkez kavramıdır**. Çünkü anonim şirketteki hak ve yükümlülükler, esas olarak pay ve pay sahipliği üzerinden belirlenir.

Pay, **şirket sermayesinin belirli bir nominal değere göre bölünmüş her bir parçasıdır**. Her pay, sahibine mevzuat ve esas sözleşme çerçevesinde:

- Oy hakkı,
 - Kâr payı hakkı,
 - Bilgi alma ve inceleme hakkı,
 - Tasfiye payı hakkı
- gibi ortaklık hakları sağlar.

Payın Nominal Değeri

TTK'nin 476. maddesine göre bir payın nominal veya itibari değeri **1 kuruştan az olamaz**. Bu değer 1 kuruş ve katları şeklinde artırılabilir. İstisnalar bulunmakla birlikte, payları borsada işlem gören şirketlerde payların nominal değeri genellikle **1 TL'dir**.

Nominal değer, payın esas sözleşmede gösterilen sermaye değeridir. Bu değer, payın borsadaki piyasa fiyatıyla aynı olmak zorunda değildir.

Payın Bölünmezliği

Pay, şirkete karşı **bölünemez bir bütün** olarak kabul edilir. Bir payın birden fazla sahibi bulunabilir; ancak bu kişiler paydan doğan haklarını şirkete karşı ortak bir temsilci aracılığıyla kullanmalıdır.

Ortak temsilci belirlenmemişse pay sahiplerinden birine yapılan tebligat, diğer pay sahiplerine de yapılmış sayılır.

Pay Senedi

Senede bağlanan paylara **pay senedi** veya yaygın ifadeyle **hisse senedi** denir. Pay senedi, paydan doğan ortaklık haklarını temsil eden bir **kıymetli evraktır**.

Örneğin, sermayesi 100.000.000 TL olan bir anonim şirketin sermayesi, her biri 1 TL nominal değerli bir 100 milyon paya ayrılmışsa her pay şirket sermayesinin **100 milyonda birini** temsil eder.

Pay senetleri:

- Tek bir payı temsil edecek şekilde,
- Birden fazla payı kapsayan kúpürler hâlinde çıkarılabilir.

Bir pay senedinin temsil ettiği toplam nominal değer şu şekilde hesaplanır:

Pay senedinin nominal değeri = Bir payın nominal değeri × Temsil edilen pay sayısı

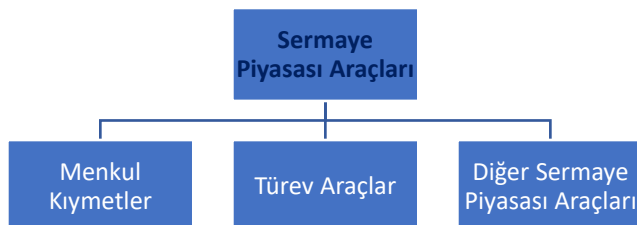
Örneğin, her biri 1 TL nominal değerli 100 payı temsil eden bir pay senedinin toplam nominal değeri **100 TL'dir**.

1.3. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda **sermaye piyasası araçları**;

- menkul kıymetler,
- türev araçlar ve
- diğer sermaye piyasası araçlarından oluşur.

Paylar, bu sınıflandırmada **menkul kıymetler** arasında yer alır.



SPKn md. 3'e göre menkul kıymetler: para, çek, poliçe ve bono **hariç** olmak üzere

- Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları ve
- Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarıdır.

Kanunda pay açıkça tanımlanmamış olmakla birlikte, Pay Tebliği'ne göre pay:

"Ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymettir."

Dolayısıyla pay, yatırımcının şirket sermayesine katılımını ve bu katılımdan doğan haklarını gösterir.

Halka açık şirketlerin pay fiyatları, ikincil piyasada **arz ve talebe göre** oluşur. Fiyatların sağlıklı belirlenebilmesi için şirketi ve pay değerini etkileyebilecek bilgilerin piyasaya **eksiksiz, doğru ve zamanında açıklanması** gerekir. Aksi durumda bilgiye daha erken veya daha kapsamlı ulaşan yatırımcılar diğerlerine karşı avantaj sağlayabilir; fiyatlama ve piyasa likiditesi olumsuz etkilenebilir.

Her anonim şirket payı, uygulamada sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmez.

Bu nitelik daha çok:

- **Payları borsada işlem gören şirketlerin payları** ile
- **Kanun gereğince halka açık sayılan şirketlerin payları**

bakımından önem taşır.

Payların ilk defa halka arz edilmesi için SPK tarafından **izahnamenin onaylanması** gerekir. Halka açık şirketlerin yeni pay ihraçlarında veya halka arzlarında ise işlemin niteliğine göre **izahname ya da ihraç belgesi** hazırlanarak SPK onayına sunulur.

İzahname, yatırımcıların bilinçli karar verebilmesi için gerekli bilgilerin **tam, güvenilir, açık, tutarlı ve karşılaştırılabilir** biçimde sunulduğu belgedir.

Şirketler iç kaynaklardan sermaye artırdıklarında, artırılan sermaye tutarı kadar yeni pay ihraç eder. Nakit sermaye artırımlarında ise mevcut ortakların **yeni pay alma haklarını** kullanmasının ardından kalan paylar halka arz edilebilir.

Payların piyasada kolaylıkla alınıp satılabilmesi **likidite** olarak adlandırılır. Likidite, yatırımcılara sermaye kazancı elde etme, yatırımlarını nakde dönüştürme ve risklerini yönetme imkânı sağlar. Bu nedenle sermaye piyasalarında borsalar, aracı kuruluşlar, takas ve saklama merkezleri ile kamusal denetim mekanizmaları önemli bir kurumsal altyapı oluşturur.

1.4. Pay Türleri

Adi ve İmtiyazlı Paylar
Bedelli ve Bedelsiz Paylar
Primli ve Primsiz Paylar
Kurucu ve İntifa Payları
Tedavüldeki Paylar ve Fiili Dolaşımdaki Paylar

Adi ve İmtiyazlı Paylar

Paylar, sahiplerine sağladıkları haklar bakımından **adi paylar** ve **imtiyazlı paylar** olarak sınıflandırılır.

Adi paylar, sahiplerine **eşit** nitelikte haklar sağlar. Esas sözleşmede aksine bir düzenleme bulunmadığı sürece paylar adi pay niteliğindedir.

İmtiyazlı paylar ise bazı paylara veya belirli pay sahibi gruplarına **adi paylara göre üstün haklar tanır**.

İmtiyaz özellikle şu alanlarda ortaya çıkabilir:

- Kâr payı.
- Tasfiye payı.
- Yeni pay alma hakkı.
- Oy hakkı.
- Yönetim kurulunda temsil edilme hakkı.

İmtiyaz, kural olarak **kişiyeye değil paya tanınır**. Bu nedenle imtiyazlı payı devralan kişi, ilgili üstün hakları da elde eder. Bununla birlikte belirli niteliklere sahip pay sahibi gruplarına veya azlığa yönetim kurulunda temsil hakkı tanınabilir.

Oyda imtiyaz, aynı nominal değere sahip paylara farklı sayıda oy hakkı verilmesidir. TTK'ye göre istisnai durumlar dışında bir paya **en fazla 15 oy hakkı** tanınabilir.

Ancak oyda imtiyaz:

- Esas sözleşme değişikliklerinde,
- İbra kararlarında,
- Sorumluluk davası açılmasına ilişkin kararlarda **kullanılamaz**.

Bu sınırlama, azınlık haklarının korunmasına ve yönetimin hesap verebilirliğine hizmet eder.

Örnek: Oyda imtiyazın şirket kontrolüne etkisi

Pay türü	Pay adedi	Sermaye oranı	Toplam oy sayısı	Oy oranı
Adi paylar	920.000	%92	920.000	%43,4
İmtiyazlı paylar	80.000	%8	1.200.000	%56,6
Toplam	1.000.000	%100	2.120.000	%100

Örnekte imtiyazlı payların her biri **15 oy hakkı** sağlamaktadır. Böylece sermayenin yalnızca **%8'ine** sahip olan imtiyazlı pay grubu, toplam oyların **%56,6'sını** kontrol etmektedir.

Buna karşılık sermayenin **%92'sine** sahip adi pay sahiplerinin oy oranı **%43,4'te** kalmaktadır. Dolayısıyla **sermaye çoğunluğuna sahip olmak, her zaman yönetim kontrolüne sahip olmak anlamına gelmez**.

Bedelli ve Bedelsiz Paylar

Paylar, sermaye artırımının finansman şekline göre **bedelli** ve **bedelsiz** olarak ayrılır.

Bedelsiz paylar, şirketin iç kaynaklarından veya kârından gerçekleştirdiği sermaye artırımları sonucunda çıkarılır. Bu işlemde ortaklardan herhangi bir ödeme talep edilmez ve şirkete dışarıdan yeni kaynak girişi olmaz.

Bedelsiz sermaye artırımı, şirketin özkaynakları içindeki bazı kalemlerin sermayeye aktarılmasını ifade eder. Dolayısıyla bu işlem nedeniyle **pay sayısı artmasına rağmen** şirketin **toplam özkaynağı artmaz**. **Sadece özkaynak kalemlerinden bazıları azalırken sermaye kalemi artar**.

Bedelli paylar, şirketin yeni finansman sağlamak amacıyla gerçekleştirdiği nakit sermaye artırımlarında ihraç edilir.

Bu paylar:

- Mevcut ortaklara, yeni pay alma haklarını kullanmaları karşılığında;
- Yeni yatırımcılara ise mevcut ortakların yeni pay alma haklarının sınırlandırılması hâlinde satılabilir.

Bedelli paylar yalnızca nakit sermaye artırımlarında ortaya çıkmaz. **Birleşme işlemlerinde**, devralan şirketin devrolan şirket ortaklarına devralınan malvarlığı karşılığında verdiği paylar da **bedelli pay niteliğindedir**.

Temel ayrım: Bedelsiz payda ortaklardan karşılık alınmaz; bedelli payda paylar nakit veya başka bir ekonomik değer karşılığında edinilir.

Primli ve Primsiz Paylar

Payların nominal değeri ile ihraç fiyatı arasındaki ilişkiye göre **primli** ve **primsiz** pay ayrımı yapılır.

Primsiz pay, nominal değeri üzerinden ihraç edilen paydır.

Primli pay ise nominal değerinden daha yüksek bir bedelle ihraç edilen paydır.

Örneğin nominal değeri 1 TL olan bir pay:

- 1 TL'den ihraç edilirse **primsiz pay**;
- 4 TL'den ihraç edilirse **primli pay**

niteliğindedir.

Bu örnekte 4 TL'lik ihraç fiyatı ile 1 TL'lik nominal değer arasındaki **3 TL'lik fark**, **emisyona primi** veya **pay ihraç primi** olarak adlandırılır. Emisyon primi, muhasebe kayıtlarında **özkaynaklar altında** izlenir.

Borsada nominal değerinin üzerinde işlem gören şirketlerin nakit sermaye artırımlarında, yeni pay alma hakları kullanıldıktan sonra kalan payların piyasa fiyatından satılması, bu payların çoğunlukla primli ihraç edilmesine yol açar.

Mevzuatta öngörülen koşullar çerçevesinde, payları borsada işlem gören ortaklıkların **nominal değerinde** **pay ihracı** da mümkün olabilir. Kayıtlı sermaye sistemindeki şirketlerde, primli veya nominal değerinde **pay ihracı** konusunda yönetim kuruluna yetki verilebilir.

Kurucu ve İntifa Payları

İntifa payları, esas sözleşme hükümlerine dayanılarak veya esas sözleşme değiştirilerek; şirketle belirli bir hukuki ya da ekonomik ilişkisi bulunan kişiler lehine çıkarılır.

Bu paylar, bedeli kanuna uygun şekilde yok edilen payların sahiplerine, alacaklılara veya benzer nedenlerle şirketle ilişkili kişilere verilebilir.

Şirketin kuruluşunda hizmeti bulunan kişiler için çıkarılan intifa paylarına **kurucu intifa payı** veya **kurucu payı** denir.

Kurucu ve intifa payı sahiplerine **pay sahipliği hakları tanınmaz**. Başka bir ifadeyle bu kişiler sırf intifa payına sahip oldukları için şirket ortağı olmaz ve ortaklığa özgü oy hakkı kazanmaz.

Bununla birlikte kendilerine:

- Net kâra katılma,
- Tasfiye sonucunda kalan tutardan yararlanma,
- Yeni çıkarılacak payları alma

hakları verilebilir.

Temel ayırım: İntifa payı ekonomik menfaat sağlayabilir; ancak tek başına **ortaklık sıfatı kazandırmaz**.

Tedavüldeki Paylar ve Fiili Dolaşımdaki Paylar

Halka açık şirketleri değerlendirirken **toplam pay**, **tedavüldeki pay** ve **fiili dolaşımdaki pay** kavramlarının birbirinden ayrılması gerekir.

Fiilen ihraç edilmiş payların tamamı:

- Esas sermaye sisteminde **esas sermayeyi**;
- Kayıtlı sermaye sisteminde **çkarılmış sermayeyi** oluşturur.

Geri Alınan Paylar

Şirketler, ilgili mevzuat çerçevesinde kendi paylarını piyasadan geri alabilir. Halka açık şirketlerde bu işlemler, SPK'nin **II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği** kapsamında yürütülür.

Geri alınan paylar bilançoda **özkaynakları azaltan bir kalemler** olarak gösterilir.

Şirketin veya bağlı ortaklığın elindeki bu payların:

- Oy hakları ve buna bağlı yönetsel hakları **donar**.
- Kâr payı alma hakkı saklıdır.
- Bedelsiz sermaye artırımından doğan payları edinme hakkı saklıdır.
- Yeni pay alma hakları kullanılamaz; bu hakların ilgili pazarda satılması gerekir.

Dolayısıyla geri alınan paylar, şirketin elinde bulunduğu sürece **yönetimsel hakları kullanılamayan paylar** niteliğindedir.

Tedavüldeki Paylar

Tedavüldeki paylar, toplam paylardan şirketin geri aldığı payların çıkarılmasıyla bulunan net pay miktarıdır:

$$\text{Tedavüldeki pay sayısı} = \text{Toplam pay sayısı} - \text{Geri alınan pay sayısı}$$

Örneğin bir şirketin toplam 200 milyon payı varsa ve şirket bunun 5 milyonunu geri almışsa:

$$\text{Tedavüldeki pay sayısı} = 200 \text{ milyon} - 5 \text{ milyon} = 195 \text{ milyon pay}$$

Geri alınan payların oy hakları donduğu için tedavüldeki paylar, yönetim kontrolü ve oy gücü analizinde önem taşır.

Ayrıca geri alım, kazancın daha az sayıdaki tedavüldeki pay üzerinden değerlendirilmesine neden olabildiği için **hisse başına kazanç göstergesini artırabilir**.

Finansal veri platformları pay sayısını farklı yöntemlerle hesaplayabilir. Bazıları **toplam pay sayısını**, bazıları ise **tedavüldeki pay sayısını** esas alır. Bu farklılık şu göstergelerde değişik sonuçlar doğurabilir:

- Piyasa değeri.
- Hisse başına kazanç.
- Fiyat/kazanç oranı.
- Piyasa değeri/defter değeri oranı.

Bu nedenle şirket karşılaştırması yapılırken kullanılan verinin **toplam pay sayısına mı, tedavüldeki pay sayısına mı** dayandığı kontrol edilmelidir.

Fiili Dolaşımdaki Paylar

Fiili dolaşımdaki paylar, borsada **gerçekten işlem görebilen ve serbest dolaşımda bulunan paylardır**. Bu kavram, şirketin **halka açıklık oranının** belirlenmesinde kullanılır.

Aşağıdaki paylar genel olarak fiili dolaşıma dahil edilmez:

- Kamu tüzel kişilerinin sahip olduğu paylar.
- Şirket kurucularının, yakın aile üyelerinin ve ilişkili kuruluşların payları.
- Sermayenin **%10 veya daha fazlasına** sahip ortakların payları.
- Yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin payları.
- Şirket sandıklarının ve vakıflarının payları.
- Teminatlı, hacizli, hukuken kısıtlı veya alım satıma kapalı paylar.

Bu nedenle fiili dolaşımdaki pay miktarı, tedavüldeki pay miktarından genellikle daha düşüktür.

Örnek: XYZ AŞ'nin pay dağılımı

Pay sahibi veya pay türü	Pay adedi	Fiili dolaşıma dahil mi?
Bireysel yatırımcılar	28.000.000	Evet
Hâkim ortak	52.000.000	Hayır
Yönetim kurulu üyeleri	3.500.000	Hayır
Şirket vakfı	1.500.000	Hayır
Hacizli paylar	2.000.000	Hayır
Yatırım fonları	13.000.000	Evet
Toplam	100.000.000	—

Fiili dolaşımdaki pay sayısı: $28.000.000 + 13.000.000 = 41.000.000$ pay

Fiili dolaşım oranı: $41.000.000 / 100.000.000 = \%41$

Buna göre XYZ AŞ'nin toplam paylarının **%41'i fiili dolaşımdadır**.

Toplam Piyasa Değeri ve Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri

Şirketin toplam piyasa değeri, uygulamada toplam pay sayısının güncel pay fiyatıyla çarpılmasıyla hesaplanır:

Toplam piyasa değeri = Toplam pay sayısı × Güncel pay fiyatı

Fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri ise yalnızca serbest dolaşımdaki payların değerini gösterir:

Fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri = Fiili dolaşımdaki pay sayısı × Güncel pay fiyatı

Örneğin XYZ AŞ'nin pay fiyatı 20 TL ise:

➤ **Toplam piyasa değeri:** $100.000.000 \times 20 \text{ TL} = 2.000.000.000 \text{ TL}$.

➤ **Fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri:** $41.000.000 \times 20 \text{ TL} = 820.000.000 \text{ TL}$.

Fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri, **Borsa İstanbul pay endekslerinin ağırlıklandırılmasında** önem taşır. Bu nedenle toplam piyasa değeri yüksek olan bir şirketin fiili dolaşım oranı düşükse, endeks üzerindeki etkisi sınırlı kalabilir.

Sonuç olarak: Toplam pay sayısı şirketin sermaye büyüklüğünü, tedavüldeki paylar geri alınan paylar dışındaki net pay miktarını, fiili dolaşımdaki paylar ise piyasada serbestçe işlem görebilen payları ifade eder.

1.5. Değer Kavramları

Hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılan ölçütler, şirketin hukuki yapısını, finansal durumunu veya piyasadaki konumunu farklı açılardan gösterir.

Başlıca değer kavramları:

- nominal değer,
- defter değeri,
- tasfiye değeri,
- piyasa değeri ve
- içsel değerdir.

Nominal Değer

Nominal veya itibari değer, payın şirket sermayesi içerisindeki hukuki değeridir. Halka açık şirketlerde genellikle 1 TL olarak belirlenir.

Nominal değer, şirket sermayesinin hesaplanmasında ve sermaye artırımlarında kullanılır; ancak payın borsadaki işlem fiyatını göstermez.

Örnek: Nominal değeri 1 TL olan bir pay, borsada 25 TL'den işlem görebilir. Bu durumda 1 TL hukuki değeri, 25 TL ise piyasa fiyatını ifade eder.

Defter Değeri

Defter değeri, şirketin finansal tablolarına göre sahip olduğu net varlıkların pay başına düşen tutarıdır.

Pay başına defter değeri = Toplam özkaynaklar / Toplam pay sayısı

Özkaynaklar, şirket varlıklarından borçların çıkarılmasıyla bulunan net tutardır. Ancak defter değeri, şirketin marka gücü, müşteri portföyü ve büyüme potansiyeli gibi unsurları her zaman tam olarak yansıtmaz.

Yatırımcılar, şirketin piyasa değerini defter değeriyle karşılaştırmak için **PD/DD oranını** kullanır:

PD/DD = Piyasa değeri / Toplam özkaynaklar

Pay başına hesaplandığında:

PD/DD = Payın piyasa fiyatı / Pay başına defter değeri

Örnek: Toplam özkaynakları 100 milyon TL, pay sayısı 20 milyon olan bir şirketin pay başına defter değeri 5 TL'dir. Pay fiyatı 10 TL ise PD/DD oranı 2 olur.

Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, şirket varlıklarının cari piyasa değerleri üzerinden satılması ve bütün borçların ödenmesinden sonra ortaklara kalabilecek tutarı gösterir.

Pay başına tasfiye değeri = $\frac{\text{Varlıkların satış değeri} - \text{Borçlar}}{\text{Pay sayısı}}$

Bu değer özellikle **iflas, tasfiye ve birleşme analizlerinde** önemlidir. Şirketin sona ermesi durumunda ortaklara düşebilecek yaklaşık tutarı gösterir.

Tasfiye değeri, bazı değerlendirme analizlerinde bir **alt sınır göstergesi** olarak değerlendirilir. Ancak zorunlu satış koşulları, tasfiye giderleri ve varlıkların beklenenden düşük fiyatla satılması nedeniyle gerçekleşen tutar farklı olabilir.

Piyasa Fiyatı ve Piyasa Değeri

Piyasa fiyatı, bir payın borsada arz ve talebe göre oluşan güncel işlem fiyatıdır.

Şirketin piyasa değeri ise pay fiyatının toplam pay sayısı ile çarpılmasıyla hesaplanır:

Piyasa değeri = Güncel pay fiyatı × Toplam pay sayısı

Bazı finansal analizlerde toplam pay sayısı yerine **tedavüldeki pay sayısı** da kullanılabilir. Bu nedenle farklı veri sağlayıcılarının piyasa değeri hesaplamaları birbirinden ayrılabilir.