

HUKUKİ AÇIDAN BORSA VE BORSA TÜRLERİ

Okt. Olcay IŞIK *

“Fiyat, ödediğiniz; değer ise elde ettiğinizdir.”

Warren Buffet

Özet

Borsa; bu zamana kadar daha çok iktisadi açıdan irdelenen, hukuki yönü ile üzerinde bu zamana kadar fazlaca durulmamış, durulsa dahi bir kısım eserde ayrı ayrı ve belli yönleri itibariyle ele alınmış bir kavramdır. Bu çalışmada borsa kavramını daha çok hukuki açıdan ve kısmen iktisadi yönü ile ele almak suretiyle bir sentez ortaya konulmuştur. Borsanın ülkemizdeki ve dünyadaki tarihi gelişimi üzerinde durularak, belli başlı borsa türleri ve bu borsalarda yürütülen işlemler ile hâkim ilkeler ve kavramlar incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Borsa, Hukuk, Borsa Türleri

Abstract

Generally, stock market explored so far in more economically, but in this study the stock market examined from a legal perspective. This study is a synthesis of the concept of the stock market has been defined. The historical development of the stock market in our country and the world has been examined. In addition, types of operations carried out in the stock market and major stock exchanges with the judge that the principles and concepts studied.

Keywords: Stock Market, Law, Stock Market Types

* Atatürk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Özel Hukuk Anabilim Dalı Öğretim Yardımcısı.

I. GİRİŞ

Borsa denildiğinde akla genellikle menkul kıymetler borsası gelmekte, borsa kavramı günümüzde daha çok menkul kıymet borsalarını ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Ancak borsalar sadece hisse senetlerinin alım-satımının yapıldığı yerler olmayıp, diğer başka tür emtiaların (ticaret borsasında ticari malların alım satımı) da ticaretinin yapıldığı merkezlerdir. Bono ve tahvillerin alım-satımı menkul kıymetler borsalarında gerçekleşirken, döviz ticareti için döviz borsaları (forex, foreign Exchange) ve ticari mal alım-satımı (commodity Exchange) için emtia borsaları vardır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40 ve 40/A maddesi genel olarak borsaların özelliklerinden, faaliyetlerinden, borsalara uygulanacak olan kural ve denetimden bahsetmekle birlikte, ülkemizde kurulabilecek bazı borsa türlerini de hükme bağlamıştır. Buna göre sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar; özel yasalarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında, kolayca alınıp, satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ülkemizde kurulmasına ve faaliyet göstermesine izin verdiği borsalar; menkul kıymetler borsaları, vadeli işlem ve opsiyon borsaları, KOBİ piyasalar ile kambiyo ve kıymetli maden borsalarıdır.

1. Borsa: Dünyada ve Ülkemizdeki Tarihi Gelişimi

Borsanın geçmişi oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Roma İmparatorluğu savaşlardan elde edilen ganimetler ile zamanın en büyük ticaret merkezi haline gelmiş, büyük ihalelerin gerçekleştiği ve tüccarların bu ihalelere girebilmek için gerekli olan sermayeyi toplamak maksadıyla senetli şirketler kurduğu dönemde bu şirketler oldukça rağbet görmüş, bu gelişmeler neticesinde M.Ö 180 yılında Roma'da ilk menkul kıymetler borsası kurulmuştur. Ortaçağ'da Avrupa'nın çeşitli yerlerinde kurulan panayır ve pazarlarda, alım-satım işlerinde değerli madenlerin mübadele aracı olarak kullanılmaya başlaması ile birlikte sarraflık mesleği doğmuştur. Bu panayırların zamanla rağbet görmesi ve ticaretin gelişmesi ile birlikte büyük alım-satımlarda kredi mektupları türünden ticari senetlerin kullanımı yaygınlaşmış, tüm bu gelişmeler üzerine 13. yüzyıl ticari hayatında poliçe kullanılmaya başlanmıştır. 15. yüzyılda ise poliçelerin düzenlenmesi ve tica-

reti ile uğraşan ve “kurtiye” (courier) olarak bilinen bir aracı türü ortaya çıkmış, ayrıca meslek erbaplarının bir araya gelerek oluşturduğu loncalar ve bu loncaların öngördüğü bir takım kurallar oluşmuştur. Borsa kelimesinin de etimolojik köken olarak, Belçika’nın Bruges kentinde veya Anvers kentinde 1531 tarihinde ilk sürekli fuarı kuran “Van der Beurs” ailesinin isminden türediği ileri sürülmektedir¹.

Borsanın, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki tarihi ise bundan yaklaşık iki yüz yıl öncesine dayanmaktadır. Elbette burada kastettiğimiz, menkul kıymet borsalarıdır. Amerikan hükümeti kurulduğu ilk yıllarda satış tahvilleri ve hükümet senetleri çıkarmış ve bunlar vasıtasıyla finansman yaratma yoluna gitmiştir. Aynı dönemde özel bankalar da hisse senedi yoluyla para toplamaya ve şirket hisselerini satın almaya başlamışlardı. Bu yeni piyasa ve yeni yapı; (plasman: paranın gelir getirici bir alacağa, bir gayrimenkule veya menkul bir değere ayrılması) zengini daha da zenginleştiriyordu. Kısa bir süre sonra, 1792 yılında 24 büyük tacirin katılımı ile New York Borsası’nın (New York Stock Exchange-NYSE) kurulmasına karar verilmiştir². Dünyadaki üç büyük borsadan biri New York Borsasıdır. Diğerleri ise; Tokyo (Tokyo Stock Exchange-TSE) ve Londra Borsasıdır (London International Stock Exchange-LISE).

Borsa, liberal kapitalizme özgü bir kurumdur. Daha doğru bir ifadeyle aslında gelişmiş kapitalist ülkelerde bulunan borsalar işlevsel olarak faaliyet gösterebilmektedir. Borsa kurumu ilk başlarda sadece kapitalist ekonomilere has bir kurum iken, daha sonra bilhassa Çin, Sovyet Rusya ve Macaristan gibi ülkelerde hisse senedi borsası kurma çalışmalarının başlaması ile birlikte yavaş yavaş sosyalist ekonomilerde de yerini aldığını söyleyebiliriz. Ancak ekonomileri bir takım yokluk ve kısıtlamalar içinde bulunan az gelişmiş ülkelerde kurulan borsalar, iktisadi hayatta etkin bir rol oynamaktan yoksundurlar. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan çeşitli sermaye piyasaları (emerging capital markets) bazı yeni borsa türlerinin oluşumunu tetiklemiş, diğer bir ifadeyle eskiden beri mevcut olan ancak herhangi bir işlevi bulunmayan borsaları aktif ve fonksiyonel hale getirmiştir³.

¹ Ferteçli, A.: Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, İstanbul 2000, s. 3; Karşı, M.: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul 2003, s. 160; Köse, M.: Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Yeri, Atatürk Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi, Sayı 18, Erzurum 2001, s. 229 vd.

² http://www.stockmarketinvestinginfo.com/smi_history.html, erişim tarihi: 22.03.2011.

³ Karşı, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, s. 169.

Ülkemizdeki borsacılık faaliyetleri incelendiğinde dikkati geçen ilk gelişmelerden biri İstanbul'da kurulan Galata Borsasıdır. 19. yüzyılın son çeyreğinde faaliyete başlayan Galata Borsası'nın kuruluşunda Avrupa borsalarının gösterdiği hızlı gelişme etkili olmuştur. Bir yandan Batılı ülkelerde kurulan anonim şirketlerin çıkarmış olduğu hisse senetlerinin ve tahvillerin, azınlıklar eliyle İstanbul'da ve Osmanlı Devleti'nin diğer bazı merkezlerinde dolaşıma sunulması, sarraflar ve bankerler aracılığı ile alınıp satılmaya başlanması, diğer taraftan 1854 Kırım Savaşı'ndan itibaren başlayan borçlanmalar dolayısıyla çıkarılan tahvillerin bazı Avrupa borsalarında alınıp satılması ve diğer bazı faktörler ile birlikte Osmanlı ülkesinde de bir borsa kurulması fikri ortaya çıkmıştır⁴.

Bilhassa Kırım Savaşı'nın patlak vermesi, Osmanlı ülkesinde dış piyasalardan kredi alınmasına sebep olmuştur. Alınan bu krediler ile devlet tahvili ve hisse senedi işlemlerinin yürütülmesi neticesinde Osmanlı'da ilk borsa, 1866 yılında "Dersaadet Tahvilat Borsası" adı altında kurulmuştur. 20. yüzyılın başlarında Osmanlı Borsası'nda iyileştirme girişimleri başlatılmış, 1904 yılından itibaren yeni bir borsa nizamnamesi hazırlanmaya başlanmıştır. Osmanlı Borsası'ndaki düzenleme çalışmaları; 1906 yılına kadar devam etmiş ve aynı yıl çıkarılan bir nizamname ile Dersaadet Tahvilât Borsası, "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak öngörülmüştür⁵.

Sonraki yıllarda yaşanan Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı, piyasaları olumsuz yönde etkilemiştir. Cumhuriyetin ilanı⁶ ile birlikte kapitü-

⁴ Köse, Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Yeri, s. 232.

⁵ Beşirli, M.: Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan, Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C.19, S.1, Elazığ 2009, s. 185.

18. yüzyılda başlatılan ve bir değişim ve dönüşüm döneminin ilk belirtileri olarak ortaya çıkan ıslahatların başarısızlık ile sonuçlanması da, devlet hazinesi açıklarının kronikleşmesinin temel sebeplerinden biridir. 1895 yılına kadar borsada etkili olacak kötü gelişmeler vuku bulmamıştır. Ancak "Sir Edgar Wincent'in altın olayı" Osmanlı Borsası'nda da büyük kayıpların yaşanmasına neden olmuştur. Buna bir de "Ermeni olayı" eklenince borsadaki her türlü hisse senedi ve tahvil büyük değer kaybetmiştir. Osmanlı Bankası'nın hisse senetleri ve tahviller üzerine avans vermemesi de, Osmanlı Borsası'nı temelden sarsmıştır. Bunun üzerine Borsa hükümetten moratoryum (borç erteleme) ilân edilmesi talebinde bulunmuş, hükümet 19 Ekim 1895 Perşembe günü genel likidasyon ilân etmek suretiyle bu öneriyi kabul etmiş ve Osmanlı Borsası, 4 ay süre ile geçici olarak kapatılmıştır.

⁶ Cumhuriyetin ilanı ile birlikte 1929 yılında bazı düzenlemeler yapılmış, Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu çıkarılmıştır. Bu dönemde borsa, İstanbul Menkul

lasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve İstanbul'da bulunan Esham ve Tahvilat Borsası'nın Ankara'ya taşınması⁷, temelleri Osmanlı'ya dayanan ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur. Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden canlanması 1960'lı yılların başında “hürriyet tahvilleri” ve “tasarruf bonolarının” tedavüle sürülmesi ile başlar. Tasarruf bonoları tamamen, hürriyet tahvilleri ise kısmen zorunlu tasarruf enstrümanı mahiyetinde olduğu için, bir süre sonra bunları satın alanlar paraya çevirme imkânı aramaya başlamışlardır. Piyasadaki bazı kimseler ise bu tahvil ve bonoları, faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın almış ve zamanla türeyen ara simsarlar ile birlikte bu silsile arzuhalciler kadar ulaşmıştır. Alıcılar, üstüne belli bir kâr payı koymak suretiyle bu tahvil ve bonoları parasını değerlendirmek isteyen kimselere satmış, böylece ülkemizde ilk ikinci el menkul kıymetler piyasası doğmuştur. Aslında ikinci el menkul kıymetler piyasasının en önemli oluşum nedeni; devletin birinci el olarak çıkarttığı tasarruf bonolarının faiz oranlarının cari piyasa faizinin çok altında olmasıdır (% 6 gibi). Cari faiz oranı ise o günlerde %12'nin üzerindedir. İkinci el alım ve satımlarda fiyat, faiz randımanı %12 olacak şekilde ayarlanıyor ve böylece tasarruf bonolarında cari piyasa faizine yakın bir faiz oranı oluşturuluyordu. 1980'li yıllara gelindiğinde ise tasarruf bonoları tamamen piyasadan çekilmiştir. Ancak menkul kıymetler piyasası da artık kurulmuştur. İlk başlarda halka açık olarak kurulan yahut daha sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri piyasadaki esnaflar tarafından alınıp, satılmaya başlanmış ve önceleri halka kapalı aile şirketi olarak kurulan pek çok şirket; ölümler ve veraset yoluyla halka açık şirketler haline dönüşmüştür. 1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını fark edince 2-3 bin ortaklı büyük şirketler kurulmuş, hatta bu sebeple mevcut yeni yatırım holdingleri tesis edilmiştir⁸.

Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır. Cumhuriyet döneminin ilk şirketlerinden biri olan İş Bankası halka açık olarak kurulmuş, aynı şekilde ve fakat daha sonra olmak üzere Merkez Bankası da halka açık şekilde teşkilatlanmıştır.

⁷ Borsa, 1 Nisan 1926 tarihinde Ankara Bahçekapı'daki 4. Vakıf Han'a taşınmış ve fakat 1941 yılının Nisan ayında İstanbul'a dönmüştür. 1958 yılında borsanın kambiyo yetkisi iptal edilerek, bu yetki Merkez Bankası'na devredilmiştir.

⁸ http://www.ise.gov.tr/Libraries/Egitim/Setleri/borsalar%C4%B1n_tarihi.sflb.ashx, erişim tarihi: 14.04.2011, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın hisse senedi piyasasının oluşmasındaki katkısını da unutmamak gerekir. Bu banka; kuruluşunda iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketlerin kuruluş aşaması tamamlanıp kâra geçtikten sonra, portföyündeki hisse senetlerini primli fakat makul bir fiyatla halka sunmak suretiyle hem sermaye pi-

Modern manada borsacılık döneminin başlamasının en önemli nedenlerinden biri, 1979–1982 yılları arasında gerçekleşen “bankerler krizi” olayıdır. Bankerler krizinin temel sebebi ise, o yıllarda ülkemizde yaşanan yüksek enflasyondur. Yüksek enflasyon, mevduat ve tahvil faizlerini negatif gelir haline getirmiş, yürürlükte olan mevzuat hükümleri mevduat ve tahvil faizlerinin enflasyon düzeyine çıkarılmasına engel olmuştur. Bu durum birincil satışları daima gelir yönünden enflasyonun gerisinde bıraktığı için tahvil ve mevduat sertifikası satışları ikincil piyasaya intikal etmiş ve bu durum ikincil piyasada banker adı verilen kimselerin türemesine sebep olmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu da henüz mevcut olmadığından, bankerler serbest bir şekilde borsada faaliyette bulunabilmişlerdir. Örneğin; bankerler, 1000 liralık tahvili banka gişesinden -sözde- 1000 liraya alıp, 800 lira gibi bir rakamla satıyorlar ve aradaki fark ile kendi komisyonlarını⁹ tahvili çıkaran şirketten finansman masrafı adı altında tahsil ediyorlardı. Hatta bunun için fatura dahi kesebiliyorlardı. Bu şekilde birçok tasarruf sahibini büyük zararlara uğratmışlar, neticede yeni bir sistem arayışı baş göstermiş ve bütün sermaye piyasası kurumlarını denetlemek üzere Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur¹⁰. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan, idari ve mali özerkliğe sahip düzenleyici nitelikte bir kamu kurumu olan ve A.B.D.’deki Security Exchange Commission (SEC) benzeri¹¹ bir kuruluş olarak örgütlenmiş bulunan SPK; ülkemizde ilk düzenleyici ve denetleyici üst kurul olma özelliğini taşımaktadır. SPK, bağımsız idari otoritelerin Türk kamu idaresinde ilk örneği olması itibarıyla daha sonra kurulan Rekabet Kurumu (1997), BDDK (2000) ve Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (2001) gibi bağımsız üst kurullara örnek teşkil etmiştir. 1984 yılında Menkul Kıymetler Borsaları’nın Kuruluşuna İlişkin Kanun Hükmünde Kararname çıkarılmış ve 1989 yılında borsa ile ilgili iki önemli karar alınmıştır.

yasasına kaynak sağlamış, hem de zaman zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları destekleyerek kâr elde etmiştir.

⁹ Komisyon (kurtaj) borsa üyelerinin aracı olarak yapmış oldukları işlemler için müşterilerden aldıkları ücrettir. Kurtaj tarifi borsa yönetim kurulunun teklifi ve SPKu.’nun onayı ile kesinleşmektedir (91 sayılı KHK 14.m).

¹⁰ <http://www.imkb.gov.tr/25yil/index.html>, Erişim tarihi: 14.04.2011, http://www.ise.gov.tr/Libraries/Egitim_Setleri/borsalar%C4%B1n_tarihi.sflb.ashx, erişim tarihi: 14.04.2011.

¹¹ Kerimli, F.: Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetleri; ABD ve Türkiye Karşılaştırması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s. 16.

Bunlardan birincisi; 104 milyon dolarlık “Türkiye fonu” kurulmasıdır. İkincisi ise, yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete ilişkin olarak yatırım yapabilme ve bu yatırımlar ile elde ettikleri kârı transfer edebilme imkânını öngören 32 Sayılı Karar'ın kabulüdür. Böylece İMKB tarihinde yeni bir dönem başlamıştır¹².

2. Borsa Türleri

En genel anlamda borsa; alıcı ile satıcının veya onların vekillerinin emtia, menkul kıymet veya buna benzer misli emtia veya kıymetten sayılan diğer şeyler üzerinde alım-satım yapmak amacı ile bir araya geldikleri, belirli süreler için ve belirli yerlerde kurulan, belli kurallara tabi surette faaliyet gösteren, organize edilmiş merkezi pazarlardır¹³.

Ülkemiz mevzuatı esas alındığında başlıca beş borsa türünden söz edilebilir. Bunlar; menkul kıymet borsaları, vadeli işlem ve opsiyon borsaları, KOBİ piyasalar ve kambiyo, kıymetli maden borsaları ve emtia (ticaret) borsalarıdır.

a. Menkul Kıymetler Borsaları

Menkul kıymet borsaları teşkilatlanmış piyasaların bir türüdür. Menkul kıymet borsalarında yatırımcıların doğrudan alım-satım işlemi yapmalarına izin verilmemekte, işlemlerin borsa üyelik belgesi ile borsada alım-satım işlemi yapma yetkisine haiz kurumlar tarafından yapılabileceği kabul edilmektedir. Böylelikle yatırımcıların alım-satım işlemlerine zorunlu olarak aracı kuruluşların da taraf olması sağlanmakta ve işlemler aracı kuruluşlar tarafından üstlenilen aracılık faaliyeti çerçevesinde yürütülmektedir. Borsa-yatırımcı-aracı kuruluş ilişkisinin bu şekilde işlemesi, aracı kurum ile yatırımcı arasında kurulacak olan ve alım-satım işlemine aracılık edilmesine yönelik bir sözleşmeye dayanır. Alım-satım aracılık çerçeve sözleşmesi adı verilen bu sözleşme; alım-satım faaliyetlerinin yerine getirilmesini sağlamak amacıyla yatırımcı tarafından aracı kuruma emirler verilmesi ve aracı kurumun bu emirleri borsaya iletmesi ile birlikte emirlerin karşılıklı eşleşmesi

¹² <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2007123&subid=1&ct=c>, erişim tarihi: 14.04.2011, Karşlı, s. 163.

¹³ Karşlı, M.: Borsalar” İslâm Açısından Borsa, İstanbul 1994, s. 16; Şakar, S. U.: Sermaye Piyasası, Eskişehir 1997, s.133, borsa; ticaret ile veya finansal işlemler ile iştigal eden kişilerin bir arada bulunduğu kamuya açık piyasalardır.

neticesinde kurulur¹⁴.

Ülkemizde halen tek bir menkul kıymet borsası mevcuttur, o da; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'dır¹⁵. İMKB¹⁶, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin alım-satımının yasal düzenlemeler ile belirlenen esaslar çerçevesinde yapılmasını sağlayan ve oluşan fiyatları ilan etmeye yetkili, tüzel kişiliğe haiz bir kamu kurumudur (91 sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hakkında Kanun Hükmünde Kararname 3/1.m).

İMKB tüzel kişiliğe haiz bir kuruluş olmasına rağmen, özerk bir statüye sahip değildir. Zira SPK'nın İMKB üzerindeki yetkileri oldukça geniş kapsamlıdır. Genel kurulun¹⁷ toplantıya çağırılması, genel kurul kararlarının SPK'nın onayına tabi olması, yaşanacak uyuşmazlıklarda borsa yönetim kurulu kararlarına karşı yapılacak olan itirazlar için yetkili merciinin SPK olması, borsa işlemleri ile ilgili yönetmeliğin SPK'nın onayına tabi olması, borsa yönetiminin teklifi üzerine borsanın kapatılması kararının SPK tarafından verilmesi ve borsa bütçesinin ancak SPK'nın onayı ile kesinleşebilmesi vb. örnekler, SPK'nun İMKB üzerindeki etkisini göstermektedir¹⁸.

1983 yılında çıkarılan 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Kararname, menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için; menkul kıymet borsalarının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere; kuruluş, yönetim, çalışma usul ve esasları ile denetlenmelerini hükme bağlamak suretiyle sermaye piyasasının ekonominin gelişmesinde etkin şekilde rol oynamasını sağlamak maksadıyla

¹⁴ Nusret Ç., N. ve Türemiş, H. E.: Menkul Kıymetler Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.12, S.1-2 2008, s. 79.

¹⁵ Günel, V.: Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul 2007, s. 164.

¹⁶ İMKB; "The World Federation of Exchanges" (WFE), "Federation of Euro-Asian Stock Exchanges" (FEAS), "International Securities Services Association" (ISSA), "International Securities Market Association" (ISMA), "European Capital Markets Institute" (ECMI) ve "World Economic Forum" (WEF) ile "Swiss Futures and Options Association"(SFOA) a tam üyedir.

¹⁷ Borsanın belli başlı dört organı vardır. Bunlar; genel kurul, yönetim kurulu, denetim kurulu ve her biri bir başkan iki üyeden oluşan komitelerdir (91 sayılı KHK. 15, 21, 23, 24, 25. m).

¹⁸ Sumer, A.: Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 2002, s. 169; Küçüközen, C.: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:131, Ankara 1999, s. 168.

çıkartılmıştır. Ülkemizde kurulmuş ve kurulacak olan tüm menkul kıymet borsaları bu KHK'ye tabidir ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun önerisi üzerine Maliye Bakanlığı'nın izni ile gerekli görülen yerlerde menkul kıymet borsalarının kurulması mümkündür (91 sayılı KHK 1,2.m).

aa. Menkul Kıymetler Kavramı

Menkul kıymetler kavramı, SerPK.'nın "tanımlar" başlıklı 3. maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan¹⁹, ibareleri aynı olan ve şartları SPK tarafından belirlenen kıymetli evraklar menkul kıymet olarak nitelendirilir. Bununla birlikte menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul tarafından belirlenen bir takım evraklar da vardır ki, bunlar diğer sermaye piyasası araçları olarak geçer. Ancak nukut ile çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikaları bu araçlardan müstesnadır.

Menkul kıymetlerin kanunda yer alan tanımı dikkate alındığında bazı unsurlardan müteşekkil olduğu görülür. Öncelikle menkul kıymetler, ortaklık yahut alacaklılık sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, ayrıca yatırım aracı olarak kullanılma ve dönemsel gelir (faiz, kar payı) sağlama amacına uygun, misli nitelikte ve seri halinde çıkarılan belgelerdir²⁰. Tanımda yer alan ve fakat öğreti tarafından tanımın unsurları arasında nitelendirilmeyen "şartları kurul tarafından belirlenmek" hususiyeti, gerçekten de menkul kıymetler tanımının bir unsuru olarak nitelendirilemez. Zira her kıymetli evrak menkul kıymet olmamakla birlikte, her menkul kıymet bir kıymetli evraktır. Kıymetli evrakın şartları ise TTK'de belirtilmiştir. Kıymetli evrak, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılanlar ile sınırlı değildir²¹.

SPK tarafından çıkarılan Tebliğ (Seri V-No.1) ile menkul kıymet

¹⁹ Çok sayıda çıkarılıp, halka sunulan senetlerdir. Bono gibi, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.

²⁰ *Bahtiyar*, M.: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul 2010, s. 176; *Karşı*, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 249. Ayrıca menkul kıymetler nama (registered) yahut hamiline (bearer) yazılı olabilir. Arz edilen menkul kıymetlerin ne kadarının nama ne kadarının hamiline yazılı olacağı ana sözleşmede veya izahnamede belirtilir. Nama yazılı kıymetlerde, sahibinin adı, soyadı ve adresi yer alır. Devir ise ciro hanesine ciro işleminin kaydedilmesi ile olur. Hamiline yazılı kıymetler para gibidir. Kimde ise onun malı sayılır ve sahip değişikliği için zilyetliğin devri (teslim) yeterlidir.

²¹ *Bahtiyar*, Ortaklıklar Hukuku, ss. 176-177.

sayılan ve sayılmayan kıymetli evraklar düzenlenmiştir. Tebliğ'in 2. maddesine göre; hisse senetleri²² (actions, aktien, azioni²³) ve geçici ilmühaberleri, tahvil, intifa senedi, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, hazine bonoları, devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları, tertip halinde çıkarılan ve iki yahut daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri menkul kıymetler olarak nitelendirilmiş, Tebliğ'in 3. maddesinde ise SPK.'nın uygulamasına göre menkul kıymet sayılmayan özel kıymetli evraklar düzenlenmiştir.

²² Ünal, O. K.: Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda Hisse Senetleri, Erdoğan Moroğlu Armağanı, İstanbul 1999, s. 691 vd. Hukukumuzda hisse senedi; anonim ortaklıkların ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların sermaye paylarını temsil eden senetlere denir. Hisse senetleri kıymetli evrak vasfına sahip belgelerdir. Sahibine mali, idari ve sosyal bir takım haklar sağladığı gibi temerrüt faizi, bağlılık ve senet bedelini ödemek gibi sorumluluklar da yükler. Ancak burada bahsi geçen "sahip" ifadesi MK.618. maddesi kapsamında öngörülen mülkiyet hakkı ile birebir örtüşmez. Pay sahipleri ortaklık malları üzerinde doğrudan doğruya tasarruf yapma yetkisine sahip olmadıklarından, bu yetki ortaklık tüzel kişiliğine ait olduğundan söz konusu mülkiyet hakkı mutlak değildir. Öğretide pay sahipleri ortaklık mal varlığının "ekonomik malikler" olarak nitelendirilmektedir. Hisse senedi aynı zamanda sahibinin ortaklık üzerindeki payını ve bu payın oranını gösteren vesikalardır. Ortaklık ile pay sahibi arasındaki akdi bir ilişkiye ışık tutsa da, bizzat bir akit değildir. Amerikan hukukunda kural olarak hisse senetlerinin itibari değeri yoktur. Ancak kimi zaman itibari bir değerle de ihraç edilebilirler. Bu itibari değer teknik bir öneme sahip olup, düşük miktardadır. Bizim hukuk sistemimizde ise itibari değere sahip olmayan hisse senedi çıkarmak mümkün değildir. Ticaret Kanunu hükümlerine göre her payın itibari değeri ortaklık ana sözleşmesine yazılmalıdır. Hisse senetleri kıymetli evrak olmasının dışında uzun dönemli yatırım aracı olması hasebiyle menkul kıymetlerin önemli bir örneğini teşkil eder. Hisse senedinin menkul kıymet olma özelliği, sahibinin bir ortaklığa hissedar olmak istemesinden çok, uzun dönemli ve sabit olmayan bir gelir elde etme arzusundan kaynaklanır. Hukukumuzda sadece anonim ortaklıkların çıkardığı hisse senetleri değil, aynı zamanda sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri de teorik olarak menkul kıymet özelliği arz eder. Fakat SPK.'nın 4/3. maddesi gereğince sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz yoluyla satımı yasaklanmıştır. Hal böyle olunca teorik olarak hisse senedi sayılan hususiyet, kanuni düzenleme nedeniyle hisse senedi olarak nitelendirilemez. Menkul kıymet sayılan hisse senedinin adi yahut imtiyazlı olup, olmaması veya halka arz edilip bu yol ile satılıp, satılmaması senedin menkul kıymet vasfına hâlel getirmez. Ehemmiyet arz eden husus; ortaklık paylarının senede bağlanmaması durumunda bu payların menkul kıymet sayılıp, sayılmayacağı ile ilgilidir. Zira SPK.'a tabi ortaklıkların paylarının menkul kıymet sayılabilmesi için senede bağlanması şarttır. Buna karşılık Ticaret Kanunu'na tabi anonim ortaklıkların paylarının senede bağlanması gibi bir zaruret söz konusu değildir.

²³ Poroy, R., Tekinalp Ü. ve Çamoğlu, E.: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2010, s.210, belli başlı kanunlar hisse senedi anlamına gelen bu kavramları kullanmaktadır. (Alm. POK. 1 (2), İsv. BK. 620. m, Fr. TK. 34. m, İtal. MK. 2325. m)

Böylece; faiz kuponu, temettü kuponu, talon, 2 yıldan az süreli ve tertip için çıkarılan ipotekli borç ve irat senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri, malikleri tarafından düzenlenen opsiyon senetleri ve mevduat sertifikaları menkul kıymet değil ve fakat özel kıymetli evrak olarak zikredilmiştir.

Ancak nihayetinde özel kıymetli evraklar da İMKB’de işlem gören belgelerdendir. Bunların yanında bir de SPK tarafından belirlenecek olan bir takım kıymetli evrakın da borsada işlem göreceğini belirtmek gerekecektir. Sonuç olarak söylenebilir ki, sermaye piyasasında işlem gören kıymetleri; menkul kıymet sayılan ve menkul kıymet sayılmadığı halde menkul kıymet gibi işlem gören kıymetli evrak olarak ikiye ayırmak mümkündür²⁴.

Bir başka tasnife göre sermaye piyasasında işlem gören kıymetleri; kamu sektörü ve özel sektör olarak ikiye ayırabiliriz. Kamu sektörüne dâhil olan menkul kıymetler; devlet tahvilleri, hazine bonoları, tasarruf bonoları (tedavülde mevcudu yok) ve gelir ortaklığı senetleridir. Özel sektör menkul kıymetleri ise kendi içinde ikiye ayrılır. Bunlardan ilki, sabit getirili kıymetler (fixed-yield securities) olarak nitelendirilen tahvil ve türevleridir. Bunlar; klasik tahviller ve çeşitler, hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, kara iştirakli tahviller, ipotekli borç ve irat senetleri ve banka bonoları ile banka garantili bonolar ve finansman bonolarıdır (commercial papers). Özel sektör kıymetlerinin diğer türü ise, değişken getirili kıymetler (variable-yield securities) olarak bilinen hisse senedi ve türevleridir. Değişken getirili kıymetler arasında klasik hisse senetleri ve çeşitleri, geçici il mühaberler, intifa senetleri, kar-zarar ortaklığı belgeleri (KOB), katılma intifa senetleri (KİS) ve yatırım fonu katılma belgeleri yer alır²⁵.

²⁴ Karşı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 246.

²⁵ Günel, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 215; Karşı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 247 vd. Tahvil grubu menkul kıymetlerin getireceği gelir belirli olup aynı zamanda sabittir. Herhangi bir gelir riski de yoktur. Faiz oranları hükümet tarafından yükseltile bile faiz oranı yükselen değişken faizli tahvillerin bu özelliği dahi onları sabit gelirli kıymetler arasından çıkaramaz. Zira genel faiz oranlarında değişiklik olmadığı sürece bu tür tahvillerin gelirleri de sabittir. Hisse senetlerinde ise durum farklıdır. Hisse senedi grubunda gelir tamamen belirsiz ve değişkendir. Örneğin, şirketlerin bilanço karı her yıl değiştiğinden dolayı hisse senedi hamilleri bir sonraki yıl alacakları temettünün miktarını önceden bilemezler. Kar ortaklığı belgesi ise gelirin tamamen kara bağlı olması ve kardaki belirsizlik nedeniyle değişken gelirli kıymetler grubuna dâhildir. Kara iştirakli tahvil-lerde gelir belirsiz olduğu halde, mutlaka belli oranda bir faiz garantisi söz konusu olduğundan, bunları sabit gelirli kıymet olarak nitelendirmek mümkündür. Kar-zarar ortaklığı belgesinin kara iştirakli tahvilden tek farkı, garanti edilen bir faiz oranının olmamasıdır.

a2. Sermaye Piyasası Kavramı

İktisadi bakımından sermaye kavramı, üretim ve yeni servet edinimi için kullanılan her türlü malvarlığını kapsar. Bununla birlikte her malvarlığı yahut servet sermaye değildir ve fakat her sermaye bir servettir. Kısaca sermaye; daha fazlasını elde etmek için harcanan servetin bir parçasıdır. Bu sebeple sermaye ve servet arasındaki en önemli fark, sermayenin üretim amacı ile kullanılıyor olmasıdır²⁶.

Sermaye piyasası kavramının daha iyi anlaşılması için piyasa²⁷ kavramının da izah edilmesi gerekmektedir. Klasik manada piyasa; satın alma gücü ile satın alma isteği bulunan kişilerin satma ihtiyacı ve isteği olan kişiler ile karşılaştıkları yerdir. İktisadi açıdan piyasa ise, alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve bu surette mübadelenin gerçekleştiği yer olarak tanımlanabilir²⁸.

Klasik anlamda genel piyasa kavramı bir süre sonra yerini, arz ve talebin konusunu oluşturan mal ve hizmetlerin türüne ve adına göre değişiklik gösteren piyasa türlerine bırakmıştır. Bu piyasalar; mal ve hizmetlerin değişiminin yapıldığı “ürün piyasaları”, iş gücü ve emeğin değerlendirildiği “emek piyasaları” ve mali hak ve borçların karşılaştığı “mali piyasalar” olmak üzere üç türden müteşekkildir²⁹.

Sermaye piyasaları geniş anlamda mali piyasaların bir bölümüdür. Mali piyasa ise para ve sermaye piyasalarını kapsayan ve bu piyasalarla ilgili

İşte bu sebeple KOB’lar doğrudan doğruya değişken gelirli kıymetler arasında yer almıştır. Kamu menkul kıymetleri açısından benzer nitelikte bir tasnif yapacak olur isek; klasik devlet tahvilleri, hazine bonoları ve tedavülde mevcut olmayan tasarruf bonolarını sabit gelirli kıymetler grubuna dâhil edebiliriz. Aslında hazine bonoları ve klasik devlet tahvillerinin kıymetli evrak olma özelliği, devamlılık ve dönemsel gelir unsuru dikkate alındığında pekâlâ tartışılabilir.

²⁶ Kara, M. S.: Sermaye Piyasası Aracılık faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret) Anabilim Dalı Doktora Tezi, Ankara 2006, s. 4.

²⁷ Çapanoğlu, M. B.: Türkiye’de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasaları, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları, İstanbul 1993, s. 4. Piyasa kavramı, İtalyanca “yer, alan” anlamına gelen “piazza” kelimesinden türemiştir. Kimi zaman piyasa ifadesi yerine kullanılan “pazar” kelimesi ise Farsça kökenlidir.

²⁸ Kerimli, F.: Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetleri; ABD ve Türkiye Karşılaştırması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008. s. 3.

²⁹ Kara, Sermaye Piyasası Aracılık faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, s. 5.

arz ve talebi bir araya getiren bir üst kavramdır. Mali piyasalar bünyesinde kısa vadeli fon arz ve talebinin eşleştiği piyasalara “para piyasası” (Money Market-Geldmarkt) denir³⁰. Para piyasaları örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasaları olmak üzere ikiye ayrılır. Sermayenin arz ve talebinin orta ve uzun vadeli yatırımlara konu olup karşılaştığı ve ekonomik birimlerin yatırım ihtiyaçlarının giderilmesi için çıkarılan menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü piyasalara ise “sermaye piyasası” (Capital Market-Kapitalmarkt) adı verilir³¹. Bugün iktisadi ve hukuki açıdan sermaye piyasası kavramı dar anlamda mali piyasa veya para piyasası dışında kalan mali piyasaları kastetmek için kullanılmaktadır. Sermaye piyasası tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayan ve böylece atıl kalmalarını engelleyen bir piyasa türüdür. Bu özelliği nedeniyle ülke ekonomilerinde bilhassa enflasyon ile mücadelede önemli bir yere sahiptirler. Sermaye piyasası yapı olarak 5 unsurdan müteşekkildir. Bu unsurlar; orta ve uzun vadeli fon arz edenler (her tür tasarrufçu grubu), fon talep edenler (özel hukuk tüzel kişilerinden anonim ortaklıklar, istisnai olarak bankalar, kamu tüzel kişilerinden devlet ve kimi zaman belediyeler), borsalar, tedavüle çıkarılan ve satılan menkul kıymetler (hisse senedi ve tahviller) ve diğer sermaye piyasası araçları ve aracı kuruluşlardan (çeşitli ülkelerde farklı uygulamaları bulunmakla birlikte bankalar, borsa bankerleri, coberler ve komisyoncular) ibarettir³².

Amerikan hukukunda sermaye piyasası, kimi zaman “menkul kıymetler piyasası” (Securities Market) kavramı yerine kullanılmaktadır. Türk hukukunda ise bazı yazarlar, sermaye piyasası ile menkul kıymetler piyasasının eş anlamlı olduğunu ileri sürmüştür. Fakat öğretilde baskın görüş sermaye piyasası ile menkul kıymetler piyasası kavramlarının eş değer olmadığı yönündedir. Zira menkul kıymetler piyasası, sermaye piyasasının ancak bir parçası olabilir. Zaten sermaye piyasasının varlığından söz edebilmek için bir menkul kıymetler piyasasının bulunması da zaruri değildir³³.

Ülkemiz sermaye piyasalarında fon talep edenler arasında belki de en önemli unsurlardan biri olan anonim ortaklıklar ancak halka açık anonim

³⁰ Aytac, Z.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 1.

³¹ Moroğlu, E.: Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s. 15.

³² Aytac, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 1 vd.

³³ Kara, Sermaye Piyasası Aracılık faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, s. 10.

ortaklık şeklinde teşkilatlanmaları halinde borsada işlem görebilirler. Halka açılma, daha doğru bir ifadeyle payların halka arz edilmesi, bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamak maksadıyla başvurduğu bir doğrudan finansman yöntemidir. Sermaye piyasası araçlarının satın alınabilmesi için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması, halkın anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, ortaklık hisse senetlerinin borsa yahut diğer teşkilatlanmış piyasalarda sürekli işlem görmesi, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları vesilesiyle paylarının veya hisse senetlerinin satışı halka arz kavramı içerisinde değerlendirilmelidir³⁴.

Halka açık olmayan (kapalı) bir anonim ortaklığın halka açık hale gelmesi ise iki şekilde olur. Bunlardan biri portföy satış (mevcut payların halka arzı), diğeri de sermaye artırımdır (yeni pay ihtiyacı yoluyla halka arz). Portföy satış yönteminde, daha önceden ihraç edilmiş paylar, bu paylara sahip gerçek ve tüzel kişiler tarafından halka arz edilir. Bu yöntemde ortaklık tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir. Portföy satış yönteminin ortaklık açısından doğurduğu sonuç; ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı ortaklık statüsünden, halka açık ortaklık statüsüne geçilmesidir. Portföyündeki paylarının bir kısmını halka arz eden gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise, ortaklık sermayesindeki pay oranının azalması ve fakat satış münasebetiyle belirli meblağlarda hâsılât elde etmesidir. Yöntemin ayırt edici özelliği ise, payların nominal (yazılı) değerinin üzerinde sağlanan primin paylarını halka satan kişiye ait olmasıdır. Kaynağı sağlayan kişi elde ettiği fonu aynı ortaklığa sermaye olarak koyabileceği gibi, borç olarak verebilir yahut dilediği başka bir şekilde kullanabilir. Sermaye artırımları sisteminde³⁵ ise halka açılma için, esas sermaye sisteminde bulunan

³⁴ SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10, <http://www.spk.gov.tr>, erişim tarihi:30.06.2011, Ayrıca SerPK.'nın 11. maddesinde yer alan pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz olunmuş sayılacağı hükmü ile halka arz kavramı genişletilmiştir.

³⁵ Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku, Adana 2009, ss. 185-187; Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, (Poroy), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, s. 209 vd. Anonim ortaklıklar için öngörölmüş iki tür sermaye artırım sistemi söz konusudur. Bunlardan biri esas sermaye sistemi, diğeri ise kayıtlı sermaye sistemidir. Esas sermaye sisteminde belirlilik esastır. Yani anonim şirketin sermayesinin belirli ve paylara bölünmüş olması gerekmektedir. Anonim ortaklıklar hukukunda sermayeye “apor” adı verilir. Apor; ortaklarca ortaklığa getirilmesi taahhüt edilen ve memleket parası ile gösterilen, ayrıca önceden belirlenmiş sabit bir miktarı ifade etmektedir. Anonim ortaklıkların ana sözleşmesinde yer verilen bu itibari sermayeye (diğer şirket türlerindeki sermayeden ayırt etmek maksadıyla) “esas sermaye” adı verilmektedir ve bu sermaye ortaklık alacaklılarının haklarının korunması açısından sorumlulukla

ortaklıklarda genel kurul kararı ile ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan ortaklıklarda da esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartı ile yönetim kurulu kararı neticesinde sermaye artırılır. Böylece yeni pay alma hakları ta-

ilgili bulunmaktadır. Esas sermaye 6102 sayılı TTK.'nın 332/1. maddesine göre tamamı ana sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eder. Esas sermaye 50 bin Türk Lirası'ndan ve sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi 100 bin Türk Lirası'ndan aşağı olamaz. Bu en az sermaye tutarı Bakanlar Kurulunca artırılabilir. Ayrıca esas sermaye sisteminde bir sermaye tavanı yoktur. Şirketin ödenmiş sermayesi ancak zaman ve artırım miktarına ilişkin genel kurul kararı üzerine yapılabilir. Eğer daha yeni sermayeye ihtiyaç duyuluyor ise, genel kurulun toplanması ve sermaye artırımına ilişkin bir karar alması gerekmektedir. Esas sermaye sabittir. Böylece ortaklık sözleşmesinde yer alan sermaye miktarı sabit bir rakam olarak yer alır (6102 sayılı TTK. 332/1.m), <http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>, erişim tarihi: 19.04.2011, 6762 sayılı TTK.'nın 272. maddesine tekabül eden ve hususiyeti düzenleyen 6102 sayılı TTK.'nın 332/1. maddesi bazı değişiklikler içermektedir. Öncelikle belirtilmesi gereken husus, madde gerekçelerinde belirtildiği üzere madde metninde geçen “sermaye” kavramı ile esas sermaye sisteminde “sermayeyi” ve kayıtlı sermaye sisteminde ise “çıkarılmış sermayeyi” ifade etmektedir. Bu hüküm ile kapalı anonim şirketlerin de kayıtlı sermaye sistemini kabul etmelerine imkân sağlanmıştır. Asgari sermaye kavramı ve bu kavrama bağlı sistem, işlem güvenliğinin tesis edilmesine katkı sağlaması amacıyla korunmuştur. Madde metninde esas sermaye ve kayıtlı sermaye kavramları kısaca açıklanmıştır. Fakat bahsi geçen açıklamalar tanım niteliğinde olmadığından SerPK.'nın 3. maddesi d bendinin korunması uygun görülmüştür. Üstelik bu madde hükmü ile kayıtlı sermaye düzenlemesi bir sermaye sistemi (rejimi) olarak kabul edilmiştir. Amerikan ve İngiliz hukukunda “Authorized Capital” yahut “Registered Capital” olarak geçen, hukukumuzda “müsaade edilen sermaye” veya “müseccel sermaye” olarak adlandırılan kayıtlı sermaye sisteminde yöneticiler, belli bir tavana kadar yeni hisse senedi çıkarma yetkisi ile donatılmıştır. Bu şekilde ortaklığın aktifleri fazlalaştırılacak ve ile arttırabilecek sermaye için bir yetki tavanı (sermaye tavanı) belirlenmekte, belirlenen bu tavan miktarına kadar; ister bir kerede, ister bir kaç defa olmak üzere sermaye artırımını yoluna gidilerek sermaye yükseltilebilmektedir. Bu şekilde daha serbest ve hızlı hareket edebilen ortaklıklar ve yönetim kurulu, sermaye gereksinimi ihtiyacını en kısa sürede giderebilme imkânına sahiptir, Erdoğan Moroğlu, *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları Değerlendirme ve Öneriler*, İstanbul 2009, s.130 vd, ancak belirtmek gerekir ki, 6102 sayılı TTK.'nın 332/1. maddesinde olduğu gibi (ve 6762 sayılı TTK.'nda olduğu gibi) kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan ortaklıklar için daha yüksek bir asgari esas sermaye oranının belirlenmesine hacet yoktur. Zira bu sistemin benimsendiği ortaklıklar için mühim olan şey “başlangıç sermayesi” değil, ihtiyaçlarına göre belirleyecekleri ve ana sözleşmede yer verecekleri “tavan sermaye” miktarıdır. SerPK.'nın “kayıtlı sermaye” başlıklı 12/2. (ayrıca bkz. 3/d. m) maddesinde yer alan “*ortaklığın esas sermayesi çıkarılmış sermaye olur*” ifadesi oldukça yerinde olup, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklar için farklı bir esas sermaye yahut başlangıç sermayesi belirlemek herhangi bir fayda sağlamaz.

mamen veya kısmen sınırlandırılmak suretiyle paylar halka arz edilir. Bu yöntemin portföyden satış yöntemine göre şirket bakımından üstün olan yönü; nominal bedelin üzerinde elde edilen satış hasılatının doğrudan paylarını ihraç eden ortaklığına ait olması ve şirketin bu parayı belirlediği finansman stratejisi çerçevesinde kullanabilme olanağına sahip olmasıdır.

a3. Aracı Kuruluşlar ve Aracılık Faaliyeti

1960'lı yıllardan sonra para ve sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler, finansal aracılık kavramını ön plana çıkarmıştır. Finansal aracılık; piyasadaki fonların finansal kuruluşlar aracılığı ile fon fazlası olan kesimlerden fon ihtiyacı olan kesimlere doğru yönlendirilmesi faaliyetidir³⁶.

Menkul kıymetler borsası faaliyetleri aracı kurumlar³⁷ vasıtası ile yürütülür. Ancak sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerini yürütecek olan kuruluşlara ilişkin bir tanım mevzuatımızda yer almamaktadır. SerPK.'nın "tanımlar" başlıklı 3/i. maddesinde geçen aracı kuruluşlar ibaresi ile aracı kurumların ve bankaların kastedildiği ifade edilmiştir. Ayrıca İMKB Yönetmeliği'nin 6. maddesinde bu aracı kurumlar ve bankalardan söz edilmiş, bu maddede SPK tarafından aracılık faaliyetinde bulunmak üzere yetki belgesi verilmiş olan aracı kurumlar ve bankaların İMKB'ye üye olabilecekleri belirtilmiştir.

Esas faaliyetleri sermaye piyasası araçlarını alıp, satmak (kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına yahut kendi namına başkası hesabına) olan aracı kuruluşların faaliyet esasları, SPK'nın Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği (Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ) ile düzenlenmiştir. Fakat bu 46 sayılı Tebliğ'de dahi aracı kuruluşlara ilişkin bir tanım yer almamaktadır³⁸.

Öğretide bazı yazarların³⁹ yapmış olduğu tanıma göre aracı kuruluşlar;

³⁶ Kerimli, Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetleri, s. 9.

³⁷ Sumer, A.: Aracı Kurumların Meslek Kurallarına Aykırı İşlemleri ve Sonuçları, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, C.1, İstanbul 2002, s. 671. Hukukumuzda aracı kurum olarak bilinen kurumlar, Anglo Sakson hukukunda "underwriter", "broker" veya "investment banker" olarak bilinir.

³⁸ Çetin ve Türemiş, Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kap-samında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği, s. 80 vd.

³⁹ Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s. 20; Sumer, A.: Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul 2001, s.59, yazar aracılık faaliyetini "halka arza aracılık" olarak nitelendirir. Gerçi bu ifade sa-

menkul kıymet sayılan ve menkul kıymet sayılmadığı halde menkul kıymet gibi işlem gören kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden yahut ihraç eden kişinin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakı aracılık yapmak maksadı ile (başkası nam ve hesabına, başkası hesabına, kendi namına veya kendi nam ve hesabına) alıp, satan ve yatırım hususunda danışmanlık hizmeti veren, ayrıca piyasa araştırmaları ve aracılık ile bağdaşan her türlü işi yapan sermaye piyasasının anonim ortaklık şeklinde teşkilatlanmış kuruluşlarıdır.

2499 sayılı SerPK.'nın 15.12.1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanun ile eklenen 40/B ve 40/C maddelerine dayanılarak, ülkemiz sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkili kılınmış kurumların üye olacağı, tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği” kurulmuş ve aracı kurumların birliğe üyeliği zorunlu kılınmıştır. Birliğin amacı; sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini, üyelerinin dayanışma ve sermaye piyasasının gerektirdiği özen ve disiplin içerisinde çalışmalarını, haksız rekabetin önlenmesini ve mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını sağlamaktır⁴⁰.

Halka arza⁴¹ aracılık ve alım satıma aracılık faaliyetleri ancak SPK’ndan yetki belgesi almış aracı kuruluşlar⁴² tarafından gerçekleştirilebilir

dece yazar tarafından kullanılmamış olup, aynı zamanda 91 sayılı Tebliğ’de de geçmektedir.

⁴⁰ <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=8&pid=5>, erişim tarihi: 17.04.2011.

⁴¹ *Tuncel, K.:* Risk Sermayesi Finansman Modeli, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 37, Ankara 1996, s. 87. Halka açılmanın birtakım avantajları ve dezavantajları vardır. Başlıca avantajları; halka açılma neticesinde hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında işlem görme imkânı bulması, sermaye ihtiyacının daha kolay sağlanmasına olanak sağlaması, yatırımcıya likidite olanağı vermesi, pazarlık niteliği olan enstrüman yaratması, özsermaye finansmanı alternatifinde esneklik sağlaması (sermaye artırımı olanaklarının halka açık olmayan ortaklıklara göre daha fazla olması), etkin bir yönetim için pazar baskısı yaratması ve firma imajı üzerindeki olumlu etkisi vb. Başlıca dezavantajları ise; mevcut kuralların dışında ilave bir takım kurallara uyma yükümlülüğü getirmesi (SerPK. gibi, Tebliğler gibi), aylık raporlama şartının finansal yönetimin esnekliğini azaltması ve ortaklığa ek maliyet getirmesidir (temettü ödeme mecburiyeti gibi).

⁴² Burada geçen aracı kurumlar ifadesi aracı kuruluşları ve bankaları kapsar (SerPK. 3/i.m). Bankalar ise SPK.’nın 50. maddesinin a bendine göre kendi menkul kıymetlerini halka arz eden ve V. bölümde düzenlenen faaliyetlerde bulunan, bu sebeple SerPK.’a tabi olan bankalardır.

(Seri: V, No: 91 sayılı Tebliğ 3. m). Buna göre aracı kurumların⁴³; aracılık faaliyetleri kapsamında her bir faaliyet için SPK’ndan yetki belgesi almaları gerekmekte, ancak bu şekilde sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yoluyla satışına, daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibariyle ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık edebilecekleri hükme bağlanmıştır. Ayrıca aracı kurumlar; sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdüyle alım satımı (repo-ters repo), yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği faaliyetlerini (her bir faaliyet için Tebliğ ile ortaya konan genel şartlar ve ilgili tebliğlerde belirlenen esaslar çerçevesinde) SPK’dan yetki belgesi almak suretiyle yürütebilirler (SerPK. 50.m, Seri: V, No: 91 sayılı Tebliğ 4. m).

Aracılık faaliyeti ile neyin kastedildiği ise SerPK.’nın 30. maddesinde tanımlanmıştır⁴⁴. 30. madde kapsamında aracılık; sermaye piyasası araçlarının 31. madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından alım satımıdır. Aynı unsurları içeren bir başka tanım Seri: V No:46 sayılı Tebliğ’in (Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ) 3. maddesinde yer almaktadır. Buna göre sermaye piyasasında aracılık faaliyeti; sermaye piyasası araçlarının SPK.’un 30 ve 31. maddeleri çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımıdır.

Aracı kuruluşlar aracılık faaliyetini sözleşme ilişkisine dayanarak gerçekleştirirler. İhraççı kuruluşlar ile aracı kuruluşlar arasında “aracılık yükletim sözleşmesi” (Underwriting) kurulur (Seri:V No:46 sayılı Tebliğ 13.m). Sermaye piyasası hukukumuzda göre aracılık yükletim sözleşmesi iki türden müteşekkildir. Bunlardan biri “en iyi gayret aracılığı sözleşmesi” (The Best Effort Underwriting) iken, diğeri “aracılık yüklenimi sözleşmesi”dir⁴⁵.

⁴³ Burada bahsi geçen aracı kurumlar ifadesi bankaları kapsamaz. Zira bankaların aracılık faaliyetinin içeriği 91 sayılı Tebliğ’in 5. maddesi ile ayrıca düzenlenmiştir.

⁴⁴ Çetin ve Töremiş, Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği s. 82.

⁴⁵ Sumer, (Meslek Kuralları), Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, s. 59.

b. Vadeli İşlem (Futures) Borsaları

Bilindiği üzere paranın icadından önce insanlar ihtiyaçlarını değiş-tokuş yöntemi ile edinmişlerdir. Paranın icadı ile birlikte nakit ekonomisi doğmuş ve insanlar ihtiyaçlarını para ile satın alır hale gelmiştir. Zaman içinde bu alım-satımlara vade unsuru da eklenince, ihtiyacın (mal, hizmet) karşılığı olarak yapılacak olan ödeme işlem anından daha sonraki bir tarihte yapılabilir hale gelmiştir. Bilhassa tarım ürünleri için çiftçi ve tüccar piyasalarında söz konusu olan riskler ve belirsizliklerden korunmak maksadıyla vadeli işlemler (alivre işlemler, forward contracts, futures transactions) rağbet görmüştür. Bu sayede çiftçi ve tüccarlar belirli nitelikteki (özellik, miktar) malın/hizmetin ileri bir tarihte ödenmek üzere vadeli fiyatını belirleyerek, fiyat istikrarı sağlanmış olur⁴⁶.

Vadeli işlem; belli tutardaki standart bir malın, menkul kıymetin veya finansal göstergenin yahut yabancı paranın işlem esnasında belirlenmiş olan fiyat üzerinden belirli bir yerde ve belirli bir tarihte alım-satımıdır⁴⁷.

Vadeli işlem borsaları da (futures exchanges), belirli miktardaki malın (emtia, döviz, altın, menkul kıymet) belirli bir fiyattan ve fakat ileri bir tarihte teslim edilmek üzere alım-satımlarına ilişkin sözleşmelerin (futures contracts) yapıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği yerlerdir. Vadeli işlem borsaları ilk defa A.B.D. Chicago piyasasında kurulmuş, daha sonra ise New York, Tokyo ve Londra gibi piyasalarda da uygulanmıştır. Vadeli işlemler ilk olarak emtia borsalarında görülmüş ve fakat zamanla döviz (1970), tahvil (1975) ve hisse senetleri (1982) de vadeli işlemlere konu olmuştur⁴⁸.

⁴⁶ İkiz, A. S.: Vadeli İşlem Borsaları ve İzmir’de Pamuk Kontrat Borsasının Kurulabilirliği, İzmir 1995, s. 1.

⁴⁷ Mosele, R. A.: Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT’un Karşılaştırılması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006, s. 8.

⁴⁸ Karşlı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 203. İkiz, Vadeli İşlem Borsaları ve İzmir’de Pamuk Kontrat Borsasının Kurulabilirliği, s. 2; Mosele, Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT’un Karşılaştırılması, s. 9. 1840’lı yılların başında Chicago dünyanın tahıl merkezi haline gelmiş, ürünlerini şehir merkezinde satmak isteyen bölge çiftçilerinin uğrak yeri olmuştur. Özellikle kara ve deniz yolu ile getirilen ürünler yolda büyük zayıflara uğramış, şehre ürünlerini zayıtsız ulaştırabilen çiftçiler ise şehrin depo ve ambarları yetersiz olduğundan, bu ürünleri stoklanma ve muhafazada büyük güçlükler yaşamıştır. Bu ve benzeri problemler tahıl üretimini olumsuz yönde etkileyinceden bir grup iş adamı 1848 yılında “Chicago Ticaret Odası’nı (Chicago Board Of Trade – CBOT) kurmuşlardır. Chicago Ticaret Odası, ilk olarak şehre gelecek ürünlerin kalite ve nitelik ola-

bb. Dünyadaki Vadeli İşlem Borsaları

Dünya üzerindeki vadeli işlem borsaları ortak bazı özellikler arz etmekle birlikte ulusal ve bölgesel çapta bir takım farklılıklar da sergilemektedir. Bu borsaları; Kuzey Amerika, Asya Pasifik ve Avrupa borsaları olmak üzere başlıca üç grupta toplayabiliriz. Adı geçen borsaların kendilerine has özellikleri böyle bir tasnif yapılmasına sebep olmuştur. Öyle ki; Kuzey Amerika borsaları bu bölgede bulunan tarım ve sanayi ürünleri üreticilerinin erken şirketleşmesi neticesinde vadeli işlem piyasalarının gelişiminde önemli rol oynamış borsalardır. Bu grupta bilhassa Chicago ve Kanada borsaları gibi oldukça gelişmiş ve işlem hacimleri yüksek borsalar mevcuttur. A.B.D.'de ise vadeli işlem piyasalarına ilişkin bazı yasal düzenlemeler ile çeşitli komisyonlar kurulmuştur. Asya Pasifik borsaları grubunda; Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda, Singapur ve Hong-Kong borsaları yer alır. Japonya vadeli işlem borsaları hem mal piyasaları ve hem de finansal vadeli işlemlerde oldukça gelişmiştir. Japon vadeli işlem piyasalarında vergilendirme, işlemin ve malın türüne bakılmaksızın bütün primler üzerinden yapılır. Avustralya'da ise özellikle döviz üzerine vadeli işlemler gelişmiş durumdadır. Euro Dolar, Avustralya Doları ve bunlar üzerinde tahvil piyasaları oldukça faaldir. Vergilendirme ve muhasebe hususunda geniş bir yasal mevzuat mevcuttur. Avrupa'daki vadeli işlem borsalarının önde gelenleri; İngiltere, Almanya, İtalya, İsviçre, Danimarka ve Hollanda borsalarıdır. Avrupa vadeli işlem borsalarının en eskileri Hollanda ve İngiltere borsaları olup, bilhassa Londra, teknolojik gelişmeler ve devletin çıkardığı tahviller sayesinde dünyanın belli başlı finans merkezlerinden biri haline gelmiştir⁴⁹. Londra borsasının bugünkü halini almasında İngiltere'de kanun ve kararnameler ile getirilen kısıtlamaların oldukça az olması, buna karşın özerk borsa yönetiminin kurallarının daha güçlü olması büyük bir etkindir⁵⁰.

b2. Vadeli İşlem Borsalarının Genel Özellikleri

Vadeli işlem piyasalarının kuruluşunun temelinde riskten korunma veya riski dengeleme (hedging) felsefesi yatar. Hedging felsefesi, malı işle-

rak vasıflandırılmasını ve miktar olarak sınırlandırılmasını öngörmüş ve böylece şehirde çeşitli türde ve nitelikte ürünün aşırı yığılmasını önlemeye çalışmıştır. 18. yüzyılda Japonya'nın önemli bir liman şehri olan Osaka'daki Dojima Pirinç Borsası'nda da (Dojima Rice Market) organize olmamış bir biçimde vadeli işlemlerin yapıldığı bilinmektedir.

⁴⁹ Mosele, Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT'un Karşılaştırılması, ss. 10–12.

⁵⁰ İkiz, Vadeli İşlem Borsaları ve İzmir'de Pamuk Kontrat Borsasının Kurulabilirliği, s. 39.

yen ve satan tüccarın belirsiz fiyat artışı riskini ortadan kaldırmak amacıyla başvurulmuş bir güvenlik mekanizmasıdır. Buna göre, buğday alıp işleyen ve elde ettiği unu satan yahut pamuk alıp işleyen ve elde ettiği ipliği satan tüccarın maksadı, hammaddeyi işlemek ve satmak suretiyle katma değer elde etmektir. Tüccarlar spekülasyon kazanç peşinde olamaz. Zira spekülasyon kazanç ve spekülasyon zarar yazı tura atan bir kişi için madeni paranın iki yüzü gibidir. Un üretimi ile iştigal eden bir tüccar hasat zamanı belli bir fiyattan buğday satın almak suretiyle deposunu dolduracaktır. Kısa bir süre sonra eğer buğday fiyatları yükselir ise depolamış olduğu buğdaydan spekülasyon bir kazanç elde edecektir. Ancak bu durumun tersi de söz konusu olabilir. Yani kısa bir süre sonra buğday fiyatları yükselmez de düşer ise bu kez tüccar spekülasyon bir zarara uğrayacaktır. Tüccarlar bu tarz kar ve zarardan kaçınırlar. Kaçınmaları da oldukça yerinde bir yaklaşımdır. Bu durumda tek bir ihtimal kalır, o da; istikrarlı bir fiyat üzerinden yıl boyunca devamlı olarak buğday ihtiyacını karşılamaktır. Fakat istikrarlı bir buğday fiyatını, fiyatların sürekli değiştiği bir buğday borsasında elde etmek oldukça güçtür⁵¹.

Bu durumda tüccar buğday alımına ilişkin faaliyeti vadeli işlem borsasında devam ettirir ise, yani örneğin; kilesi (bushel) 3 dolardan 1 milyon kile buğday alıp, deposuna (silo) koyarsa ve vadeli işlem borsasında aynı fiyat üzerinden bu buğdayın tamamını (1 milyon kile) satarsa, kısaca; esas piyasada aynı fiyat üzerinden alıcı, vadeli piyasada aynı fiyat üzerinden satıcı olur da vade sonunda buğdayın fiyatı 3 dolardan 3.3 dolara çıktığında kile başına 30 cent ve toplamda 300.000 dolar kar elde edecektir. Ancak vadeli satış taahhüdü gereği aynı miktarda zarar edecektir. Zira vadeli satış taahhüdü gereği vade sonunda buğdayı 3.3 dolardan satın alıp, 3 dolardan satmak zorunda kalacaktır. İlk bakıldığında mantıklı gözükmeyen bu sistem, buğday fiyatlarındaki değişkenliğin neticesinde tüccarın mutlaka zarar edeceği ihtimali göz önünde bulundurulduğunda kar elde etme ve zarara uğrama ihtimalini sıfırladığı için oldukça avantajlıdır. Çünkü tüccar buğdayı zaten sadece hammadde olarak kullanmak için satın almaktadır (kar elde etmek için değil)⁵².

Vadeli işlemlerin kendine münhasır özelliği, sözleşmenin inikadı ile ifasının farklı zamanlarda gerçekleşmesidir. Vadeli işlemlere her türlü emtia konu olabilir. Ancak olağan olanı misli malların vadeli işlemlere konu ol-

⁵¹ Karşlı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, ss. 203–204.

⁵² Karşlı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 204.

masıdır. Vadeli işlemler borsada işlem görüp, görmemesine göre ikiye ayrılır. “Forwards”⁵³ ve “Future” olmak üzere iki türden oluşan vadeli işlemler birbirine çok benzer ve bu sebeple sık sık karıştırılır. Bu karışıklığın temel nedeni; her iki vadeli işlem türünde de bir malın yahut kıymetin ileriki bir tarihte tesliminin öngörülmüş olmasıdır. Ancak bu iki sözleşme türü başlıca dört hususta birbirinden kolayca ayrılabilir. Standardizasyon bu hususlardan ilkidir. Forward sözleşmelerde işleme konu olan mal ile ilgili tüm hususlar (miktar, teslim tarihi, vade, fiyat vb.) taraflarca belirlenmektedir. Futures sözleşmelerde ise standart bir takım hususiyetler⁵⁴ söz konusudur. Ayrıca forward sözleşmelerin üçüncü kişilere devri söz konusu değildir. Off-set edilmesi söz konusu değildir. İptalleri ise ancak tarafların bu yöndeki rızaları ile mümkün olur. Üstelik forward sözleşmelerde teminat⁵⁵ yatırma mecburiyeti de söz konusu değildir. Diğer bazı farklılıkların yanında forward sözleşmelerde taraflar birbirini tanır ve teslim yükümlülüklerini de bu çerçevede yerine getirirler. Futures sözleşmeler ise “takas merkezinde” off-set ile sonuçlanan işlemlerdir⁵⁶.

Vadeli işlem sözleşmelerine konu olan şeyler iki başlık altında topla-

⁵³ Chance, D. M.: An Introduction To Derivatives, Ohio: Thomson South-Western 2004, s. 4; Kırca, İ.: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, s. 45 vd. Forwards; tezgah üstünde işlem gören, bu sebeple tarafların sözleşme şartlarını diledikleri gibi belirleyebilecekleri standart olmayan vadeli işlemlerdir. Standartları önceden belirlenmeyen bir malın veya finansal aracın, karşılıklı surette belirlenen şartlarda ve ilerideki bir tarihte alım-satımının yapılmasını sağlayan bir sözleşme türü olan Futures sözleşmelerde ise, satıcı sözleşmeye konu olan emtia yahut mali aracın standart bir miktarını, belirli bir fiyata önceden tespit edilmiş bir tarihte teslim etme borcunu üstlenirken, alıcı da sözleşmenin konusu olan şeyi kararlaştırılan şartlarda teslim almayı ve karşılığında bedel ödemeyi taahhüt eder. Bu sözleşmelerin ortak özelliği, borsada birbirini tanımayan kişiler arasında akdedilen standart sözleşmeler olmasıdır. Futures sözleşmesine konu olan şey bir emtia ise “emtia futures” (Commodity Futures) sözleşmesi, eğer sözleşmenin konusu finansal bir ürün ise “finansal futures” (Financial Futures) sözleşmesi adını alır.

⁵⁴ Mesela Chicago borsasında birbirini takip eden ve iki ayda bir düzenlenen vadeli altın kontratlarının her biri 100 ons altına karşılık gelmektedir.

⁵⁵ Borsa üyeleri borsa işlemleri nedeniyle müşterileri ve borsayı uğratabilecekleri muhtemel zararlardan ötürü T.C. Merkez Bankası’na (borsa adına olmak üzere) teminat yatırmak zorundadırlar. Teminat nakit olabileceği gibi, devlet tahvili yahut banka mektubu da olabilir. Teminat, oluşan zararın zarara sebep olandan tahsil edilemediği hallerde zarara karşılık el atmak üzere bankaya yatırılan bir güvencedir (91 sayılı KHK 12.m).

⁵⁶ Karşı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 207; Sağlam, M. H.: Dünya Borsalarında Vadeli (Future) Altın İşlemleri, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para-Banka Anabilim Dalı Doktor Tezi, İstanbul 1993, s. 28 vd.

nabilir. Bunlar⁵⁷ vadeli işlem sözleşmelerine konu olan finansal varlıklar ve çeşitli mallardır. Finansal varlıklar arasına; uzun dönem devlet tahvilleri, orta vadeli devlet tahvilleri, kısa dönem faiz oranına bağlı varlıklar, döviz kurları, tek tek hisse senetleri için hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri, endeks üzerine düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri, enflasyon oranı ve diğer ekonomik veriler üzerine hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri yer alır. Bir de vadeli işlem sözleşmelerine konu olan çeşitli mallar vardır ki, bunları da; tarım ürünleri ve doğal kaynaklar olarak ikiye ayırabiliriz.

b3. Spekülatörler

Piyasadaki alıcı ve satıcılardan farklı olmak üzere her piyasada olduğu gibi vadeli işlem piyasasında da spekülatörler vardır. Spekülatörler herhangi bir riskten korunmak maksadıyla değil, piyasanın genel seyrine göre tahminler yapmak suretiyle ve spekülatif kazançlar elde etmek maksadıyla alım-satım yaparlar. Piyasada varlıkları çoğu zaman hoş karşılanmayan spekülatörlerin vadeli işlem piyasalarında ayrı bir yeri vardır. Zira vadeli işlem piyasalarında bazen alıcı ve satıcı bir arada bulunmayabilir. Böyle dönemlerde spekülatörler sayesinde piyasanın işleyişi devamlılık arz etmektedir. Aslında kimi zaman piyasadaki ani fiyat düşüş ve yükselişlerine spekülatörler engel olmaktadır⁵⁸.

b4. Ülkemizde Vadeli İşlem Piyasalarının Gelişimi

Ülkemizde vadeli işlem piyasasının öncüsü olan İzmir Ticaret Borsası (İTB), bilhassa pamuk alivre işlemlerinin tezgah üstü piyasalarda halen devam ettiği borsadır. Ancak ülkemizde organize olmuş piyasalarda işlem gö-

⁵⁷ *Mosele*, Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT’un Karşılaştırılması, s. 17 vd. Uzun dönem devlet tahvillerine örnek olarak; Amerikan Devlet Tahvilleri (US T-Bond), İngiliz Devlet Tahvilleri (UK Long Gilts), Alman Devlet Tahvilleri (Deutschland Bunds), İtalyan Devlet Tahvilleri (BTP) gösterilebilir. Amerikan Devlet Tahvilleri (US T-Notes), Orta Vadeli Alman Devlet Tahvilleri (Bobl) vb. ise vadeli borsalarda işlem gören orta vadeli tahvillere örnek olarak verilebilir. Kısa dönem faiz oranına bağlı varlıklar arasında; üç aylık Amerikan (ABD) Bonusu, üç aylık Eurocurrency Sözleşmeleri (Euro-dollar) ve üç ay vadeli mevduat sertifikası sayılabilir. Brezilya Kuruzerosu ve Kanada Doları döviz kurlarına örnek verilebilir. TOPIX (Japonya, Singapur) ve CAC40 (Fransa-MATIF) ise endeks üzerine düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerindendir. Vadeli işlem sözleşmelerine konu olan mallardan tarım ürünlerine örnek olarak; pamuk, üzüm, soya fasulyesi, mısır ve canlı sığı gibi ürünler örnek verilebilir. Aynı gruba dâhil olan doğal kaynaklara ise altın, gümüş, petrol gibi şeyler örnek gösterilebilir.

⁵⁸ *Sağlam*, Dünya Borsalarında Vadeli (Future) Altın İşlemleri, s. 45; *Karsh*, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 205.

ren ilk vadeli sözleşme, İstanbul Altın Borsası (İAB) bünyesinde gerçekleşmiştir (altın vadeli işlem ve opsiyon piyasasında altın vadeli işlem sözleşmesi). Ancak 2001 yılından beri bu piyasada herhangi bir işlem gerçekleşmemektedir. 15 Ağustos 2001 tarihinde açılan İMKB vadeli işlemler piyasasının akıbeti de İAB'ye benzemiştir. Tam da bu dönemde SPKu.'nun 17.08.2001 tarih ve 9/1101 sayılı kararına istinaden, Devlet Bakanlığı'nın 03.09.2001 tarih ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 sayılı SPK.'nun 40. maddesine uygun olarak 19.10.2001 tarih ve 24558 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile ülkemizin özel hukuk tüzel kişiliğine haiz ilk özel borsası olan; İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş kurulmuştur. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş, 04.07.2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiş ve tescil 09.07.2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanmıştır⁵⁹. 04.02.2005 tarihinde ise İzVOB bünyesinde vadeli işlemler başlatılmıştır⁶⁰.

b5. Seçmeli İşlem (Opsiyon) Borsaları

Opsiyon işlemlerinin tarihi oldukça eskidir. Romalıların ve Fenikelilerin opsiyon ticareti yaptığı bilinmektedir. Orta Çağ'da ise İtalya ve Alman gibi finans merkezlerinde opsiyon işlemleri ile ilgili sözleşmelerin yapıldığı ileri sürülmektedir. Ancak yine de söyleyebiliriz ki, 17. yüzyıla kadar opsiyon işlemlerine pek rağbet olmamıştır. Opsiyon işlemleri, vadeli işlemler gibi insanların önceden öngöremedikleri dış faktörlere karşı kendilerini koruma isteğinden doğmuş işlemlerdir. Bu sebeple bilhassa tarım ürünleri opsiyon işlemlerine konu olmaktadır⁶¹.

Opsiyon sözleşmesi⁶² (option contract), 24327 sayılı Vadeli İşlem ve

⁵⁹ Mosele, Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT'un Karşılaştırılması, s. 13 vd. Bir milyon üyesi ve en az 350 oda ve borsanın bağlı bulunduğu VOB, bu yapıyla iş dünyasının en büyük temsilcisi durumundadır. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, İzmir Ticaret Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, finans kurumları arasında yer alan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş, Koçbank A.Ş, Garanti Bankası T.A.Ş, Akbank T.A.Ş, takas işlemlerinde uzmanlaşmış bulunan İMKB Takasbank A.Ş ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği gibi pek çok kurum ve kuruluş İzVOBAS'ın ortakları arasında yer almaktadır.

⁶⁰ <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vobSSS.pdf>, erişim tarihi: 28.04.2011, VOB'un 11 hissedarı bulunmaktadır ve şirketin ödenmiş sermayesi 9 Milyon TL.dir.

⁶¹ Kurca, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, ss. 9–10. Hava şartları tarım ürünlerinin fiyatında etkili dalgalanmalara sebep olmaktadır.

⁶² Karşı, Borsalar İslâm Açısından Borsa, s. 215. Opsiyon sözleşmesinde üç unsur vardır. Bunlar; sözleşmenin konusunu oluşturan kıymet, opsiyonun işlem fiyatı (exercise price)

Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin “tanım ve kısaltmalar” başlıklı 3. maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre; opsiyonu alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma hakkı veren, satan tarafı ise yükümlü kılan sözleşmeye opsiyon sözleşmesi adı verilir.

Opsiyon borsası ise vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp, satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olan, anonim şirket şeklinde kurulan (vadeli işlem ve opsiyon) borsaları ifade eder (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik 3.m).

Opsiyon sözleşmesi ile edinilen opsiyon hakkı, kişiye ileriki bir tarihte karar verme imkanı sağlar. Ancak bu hakkın kullanımı süre açısından mutlak değildir. Hakkın konusunu teşkil eden şey (underlying asset) belli bir süre içinde değer kazanır ise opsiyon hakkı, alma hakkı halini alır ve böylece kullanılır. Bu durumda satma hakkı kullanılmaz. Lakin mal değer yitirmiş ve opsiyon hakkı, satma hakkına dönüşmüş ise satma hakkı kullanılır ve fakat bu kez alma hakkı kullanılamaz. Durumdan da anlaşılacağı üzere opsiyon işlemlerinde de öncelikle riskten korunma (hedging) düşüncesi ön plandadır. Bu itibarla seçmeli işlem piyasaları riskten korunmanın daha karmaşık fakat daha ileri bir türüdür⁶³.

Alıcısına bir menkul kıymeti diğer bir menkul kıymet karşılığında ve opsiyon sözleşmesinde kararlaştırılan hususlar gereği; belirli bir süre içinde, belirli bir fiyat ve tutar üzerinden alma hakkı sağlayan opsiyon türüne alım opsiyonu (call option) denir. Alım opsiyonunda alıcının bir menkul kıymeti alma hakkına sahip olması ile diğer bir menkul kıymeti satma hakkına sahip olması ile eş niteliktedir. Alıcısına bir menkul kıymeti diğer bir menkul kıymet karşılığında, opsiyon sözleşmesinde belirtilen hususlar çerçevesinde; belirli bir süre içinde, belli bir fiyat ve tutar üzerinden satma hakkı veren opsiyon çeşidine ise satım opsiyonu (put option) adı verilir. Alım opsiyo-

ve opsiyonun vadesidir (expiration). Mosele, s. 53. Ayrıca opsiyon sözleşmelerinin dört türü vardır. Bunlar; hisse senedi opsiyonları, döviz opsiyonları, faiz opsiyonları ve vadeli işlem sözleşmesi üzerine opsiyonlardır.

⁶³ Karsh, Borsalar İslâm Açısından Borsa, ss. 210–211.

nunda olduğu gibi satım opsiyonunda da, alıcının menkul kıymeti satma hakkına sahip olması, başka bir menkul kıymeti alma hakkına sahip olması ile eşdeğerdir. Satım opsiyonunda satıcı statüsündeki kişi ise opsiyon uygulandığı takdirde ilgili menkul kıymeti alıcıdan satın alma mükellefiyeti ile yükümlüdür⁶⁴.

Opsiyon işlemi yapacak olan kişi yahut kuruluş ilk olarak aracı bir kurum ile temasa geçecek ve bir hesap açtıracaktır. Bu şekilde her iki tarafın sorumluluk ve yükümlülüklerini belirleyen bir sözleşme kurulmuş olur. Borsada alım-satım yapmak isteyen müşteri doğrudan borsada işlem yapamayacak, hesap açtırdığı aracı kuruma başvurmak suretiyle konuya ilişkin emri verecektir. Müşteri tarafından verilen emri alan aracı kurum ise bu emri borsa alım-satım salonunda bulunan görevlisine (phone clerk) iletir. Bağlı bulunduğu kurumdan emir alan görevli; emri, haberci (runner) vasıtasıyla borsa korbeyinde (pit) bulunan aracı kurumun temsilcisine (floor broker) ulaştıracaktır. Müşterinin verdiği emre uygun fiyat bulunduğu aracı kurumun temsilcisi (floor broker) alım-satımı gerçekleştirir. Bu andan itibaren haberleşme zinciri tersine işlemek suretiyle müşteriye işlemin emre uygun olarak tamamlandığı haberini ulaştırılır. Böylece emir yerine getirildikten sonra “Takas Merkezi”⁶⁵ devreye girer. Borsada alım-satım konu olan malın alıcı ve satıcısı yapılan işlemlerin ayrıntılarını içeren ve karşı tarafın kodunu belirten takas fişini hazırlar ve Takas Merkezi iletir. Takas Merkezi ise alıcı ve satıcı tarafından doldurulan fişleri karşılaştırır. Aracı kurum alım işlemlerini gerçekleştirirken sözleşmeyle ilgili olan primi Takas Merkezi’ne

⁶⁴ *Mosele*, Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT’un Karşılaştırılması, s. 48; *Kırca*, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, s. 37 vd. Yazar opsiyon sözleşmelerini bahsettiği hakkın türü bakımından alım ve satım opsiyonları ve karmaşık opsiyonlar olarak ikiye ayırır. Karmaşık opsiyonların başlıcaları; straddle, strip, strap, ve strangledir. Vadeleri bakımından ayrı bir tasnife tabi tuttuğu opsiyon sözleşmeleri; Avrupa tipi opsiyon ve Amerikan tipi opsiyon olmak üzere ikiye ayrılır. Konusu bakımından ise, hisse senedi opsiyonları, döviz opsiyonları, faiz opsiyonları, endeks opsiyonları, emtia-altın opsiyonları ve vadeli işlem opsiyonları olmak üzere altı adettir.

⁶⁵ 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik 39. maddesinde tanımlanmış olan Takas Merkezi; borsada alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumuna geçerek piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alan, gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezi ifade eder.

yatırır⁶⁶.24327 sayılı Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmeliğe göre vadeli işlem ve opsiyon borsaları da belli başlı dört organdan oluşur⁶⁷.

b6. Türkiye’de Opsiyon İşlemleri

A.B.D ve Avrupa’da uzun süredir oldukça yaygın şekilde kullanılan opsiyon işlemlerinin Türkiye’de geç başlaması ve uygulamada yaygınlaşmamasının belli başlı nedenleri vardır⁶⁸. Ülkemizde bankaların vadeli işlem ve opsiyon araçlarına yönelik ilgileri, 7 Ağustos 1989 tarihinde “Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı”nın yürürlüğe konulması ile artmıştır. Opsiyon sözleşmelerinin organize piyasalarda işlem görmesine ilişkin mevzuat çalışmaları ise 1992 yılı itibarıyla başlamıştır. 1992 yılında bilhassa 2499 sayılı SPK.’nda yapılan değişiklik vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini ön plana çıkarmıştır. Zira bu değişikliğe göre (SPK.3/b.m) Kanun’a “sermaye piyasası araçları” kavramı dâhil edilmiş, bahsi geçen bu araçların menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarını kapsadığı belirtilmiş ve diğer sermaye piyasası araçları kavramı ile de vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin kastedildiği ifade edilmiştir. Bu değişiklikten sonra 1995 yılında SPKu. tarafından “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” çıkarılmıştır. Aynı tarihte “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği” ve 1996 yılında da 22791 sayılı “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” yürürlüğe girmiştir. Fakat tüm bu yönetmeliklerin dayanağını oluşturan 558 sayılı KHK.’nin Anayasa Mahkemesi’nin 13.11.1995 tarih ve 1995/45 esas (1995/58) sayılı kararı ile iptal edilmesi neticesinde İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği hariç, diğer tüm yönetmelikler hukuki dayanaktan

⁶⁶ Mosele, Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT’un Karşılaştırılması, ss. 50–51.

⁶⁷ Bu organlar; genel kurul (24327 sayılı Yönetmelik 10–13.m), yönetim kurulu (14–16.m), denetleme kurulu (17–18.m) ve komitelerdir (19.m).

⁶⁸ Öncelikle opsiyon işlemlerinin karmaşık işlemler olması, tanıtımının yeteri kadar yapılamamış olması, danışmanlık ve aracılık yapacak yatırım kuruluşlarının olmaması, alt yapı ve mevzuat eksikliği ve enflasyon oranı ve ekonomimizdeki dalgalanmalar sebebiyle opsiyon satıcısının normalden fazla risk üstlenmek zorunda kalması gibi sebepler opsiyon borsalarının 90’lı yıllardan önce ülkemizde fazlaca gelişmemiş olmasının temel nedenlerindendir.

yoksun hale gelmiştir⁶⁹.

c. KOBİ Borsaları

KOBİ'ler ülkelerin ekonomilerinde etkili olan dinamik unsurlardır. Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de KOBİ'lerin gelişmesi için bazı teşvik sistemleri benimsenmiştir. Globalleşmenin KOBİ'ler üzerindeki etkisi; giderek şiddetlenen rekabet ortamında etkisiz kalmak şeklinde kendini göstermiştir. Bu ve benzeri sebepler ile KOBİ'ler pek çok sorunla karşı karşıya kalmaktadırlar. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin karşılaştıkları sorunların başında, finansman problemi gelmektedir. Farklı yöntemlerle engel olunmaya çalışılan bu problemin çözüm yollarından biri de sermaye piyasalarından fon sağlamaktır. Fakat borsa ana piyasasına kote olmanın oldukça ağır şartlara bağlı olduğu ve ülkemizde büyük denilebilecek 500 işletmenin ancak %25'inin İMKB'de işlem gördüğü düşünülür ise KOBİ'lerin sermaye piyasasından yararlanmalarına ilişkin özendirici bir politikanın güdülmediği aşikârdır. KOBİ'lerin sermaye piyasasından yararlanmasını sağlamak ve bunu teşvik etmek amacıyla İMKB bünyesinde kurulan İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı ise ikincil pazar olarak nitelendirilmiş ve asıl gayesi İMKB'de yer almak olan KOBİ'lerin pek ilgisini çekmemiştir⁷⁰. KOBİ'ler büyük ölçekli işletmelere göre çok daha az miktarda sermaye ve buna karşın daha çok el emeği ile faaliyet gösteren işletmelerdir. Aynı zamanda bu işletmeler, girişimcilik potansiyelinin hayata geçirilebildiği, karmaşık hiyerarşi ve bürokrasiden uzak, bu sebeple kararların oldukça çabuk verildiği, az miktarda yönetim gideriyle üretimin gerçekleştirildiği teşebbüslerdir. Aslında KOBİ'ler; istihdam yaratmadaki katkıları, ekonomik verimlilik artışı sağlayabilmeleri ve ülkedeki ekonomik duruma göre üretim yapabilme avantajlarının olması gibi nedenler ile ülke kalkınmasında önemli bir yere sahiptir⁷¹.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun kabulüne kadar⁷² ülkemiz eko-

⁶⁹ Kırca, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, s. 28 vd.

⁷⁰ Güler S. ve Taner, B.: Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye'de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, C.8, S.2, Ege Akademik Bakış 2008, ss. 519-520.

⁷¹ Atıcı, G. B.: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ'lerin) Ekonomik Gelişime Etkileri, Finansman Kaynakları ve KOBİ'lerin Büyümesini Sağlayan Faktörlere İlişkin Bir Karşılaştırma, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2006, s. 6.

⁷² 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 135. maddesinin 2. fıkrasına göre; küçük ve orta ölçekli şirketler belirlenirken, şahıs şirketleri için 1522, sermaye şirketleri hakkında ise

nomisinde önemli bir dinamik olan KOBİ'lere ilişkin genel geçerliliğe sahip bir tanım mevcut değildi. Bu zamana kadar üzerinde fikir birliği sağlanmış bir KOBİ tanımı yapılamamasının temel nedeni; pek çok kriter açısından KOBİ'lerin farklı özellikler göstermesidir. Örneğin, çalışan sayısı, satış hacimleri, kullanılan enerji miktarı, katma değer, kar ve piyasa payı gibi hususiyetler açısından KOBİ'ler birbirinden farklı özellikler arz etmektedir. Bununla birlikte her ülkede farklı farklı KOBİ tanımları yapılmış ve bu tanımlar yapılırken bilhassa istihdam edilen işçi sayısı esas alınmıştır⁷³.

1523. maddelerde öngörülen ölçütler uygulanır. 1522. maddeye göre ise küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri tanımlayan ölçütler, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ve Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun görüşleri alınarak, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yönetmelikle düzenlenir. Yönetmelik, Resmî Gazetede yayımlanır. Bu ölçütler, bu Kanun'un ticari defterler ile finansal tablolara ve raporlamaya ilişkin olanlar başta olmak üzere, ilgili tüm hükümlerine uygulanır. 1523. madde gereğince bu Kanun'un 1522. maddesine istinaden belirlenen küçük ve orta ölçekli işletme ölçütleri, sermaye şirketleri için de geçerlidir. Bu ölçütlerin üzerindeki sermaye şirketleri ise büyük sermaye şirketi sayılır. Küçük ve orta ölçekli olsalar dahi, şu şirketler büyük sermaye şirketi sayılırlar: borçlanma araçları veya özkaynağa dayalı finansal araçları kamuya açık bir piyasada (yerel ve bölgesel piyasalar da dâhil olmak üzere, yerli veya yabancı bir sermaye piyasasında veya tezgâh üstü piyasada) işlem gören veya bu tür bir piyasada işlem görmek üzere söz konusu araçları ihraç edilme aşamasında bulunan sermaye şirketleri, esas faaliyet konularından biri, varlıkları güvenilir kişi sıfatıyla geniş bir kitle adına muhafaza etmek olan bankalar, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri ve benzerleri, birinci fıkraya göre belirlenen büyüklük ölçütleri, bilanço günü itibarıyla, birbirini izleyen iki faaliyet döneminde aşılmışsa veya bu ölçütlerin altında kalmışsa şirketin büyüklük yönünden konumu değişir. Tür değiştirme hâlinde ve yeni kuruluş şeklindeki birleşmelerde, şirketin konumu, tür değiştirmenin veya birleşmenin gerçekleşmesinden sonraki ilk bilanço gününde, birinci ve ikinci fıkralarda yer alan şartlara göre belirlenir. İşçi sendikalarının ve diğer kanunlarda öngörülmüş bulunan yetkililerin ve kişilerin bu konuda bilgi alma hakları saklıdır.

⁷³ Örüçü, İ.: Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2006, s.3. Diğer bazı ülkelerde ise ayrıca sermaye ve satış miktarı gibi kıstaslar KOBİ tanımının yapılmasında esas alınmıştır. Mesela, A.B.D.'de küçük işletme denilince; 100 veya 500 işçi istihdam eden ve 1 milyon USD satışı olan KOBİ'ler akla gelir. Orta büyüklükteki işletmeler ise 1000 yahut 15000 işçi istihdam eden yerlerdir. Japonya'da bir işletmenin küçük işletme sayılabilmesi için; 300'den az sayıda işçi istihdam etmesi ve yatırılan sermayenin de 1000 Yen'den az olması gerekmektedir. Orta ölçekli bir işletmede ise yatırılan sermaye 1 milyar Yen'den az olmalıdır. Almanya'da kabul edilen KOBİ tanımına göre küçük işletme; 50'den az işçi çalıştıran ve satış miktarı 2 milyon DM'den az olan işletmeler kastedilir. Orta büyüklükteki işletmelerde işçi sayısı 50 ile 150 arasında olmalı, bu işletmelerde satış miktarı ise 25 milyon DM'nin altında olmalıdır.

cc. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı

Avrupa Birliği'nde 1970'li yıllara kadar KOBİ'ler fazla rağbet görmemiştir. Fakat 1973 yılında yaşanan petrol krizinden sonra Avrupa Birliği ülkeleri, KOBİ'lerin krize rağmen piyasa şartlarına uyum kabiliyetlerinin büyük firmalara oranla daha fazla olduğunu görmüş ve böylece Avrupa Birliği ülkelerinde KOBİ'lerin kurulması için teşvikler arttırılmıştır. Mevcut KOBİ'ler de modernizasyon için teşvik edilmiştir⁷⁴.

Avrupa Birliği müktesebatı çerçevesinde karışıklıklara mahal vermemek ve ortak bir KOBİ kavramı oluşturmak adına yeni bir tanımlamaya gidilmiştir. 08.05.2003 tarihinde Avrupa Birliği Komisyonu kararı ile ortaya konan KOBİ tanımı, dört temel esas üzerine kurulmuştur. Bunlar; çalışan sayısı, işletmelerin bilanço büyüklükleri, yıllık ciro ve bağımsızlık derecesidir⁷⁵. Ayrıca Avrupa Birliği'nde KOBİ'ler sadece küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri değil, aynı zamanda mikro ölçekli işletmeleri de kapsamaktadır⁷⁶.

Avrupa Birliği'nin resmi verilerine göre KOBİ'ler öncelikle mikro, küçük ve orta ölçekli olarak üçe ayrılır. Mikro ölçekli işletmeler; çalışan sayısı 10 kişiden az olan ve yıllık cirosu veya bilançosu 2 milyon Euro'ya eşit işletmelerdir. Küçük ölçekli işletmeler ise, 50 kişiden az çalışanın olduğu, yıllık cironun veya bilançonun 10 milyon Euro'ya denk geldiği işletmelerdir. Nihayet orta ölçekli işletmeler; 250 kişiden az çalışanın olduğu, yıllık cirosunun 50 milyon Euro'ya, bilançonun da 43 milyon Euro'ya tekabül ettiği işletmelerdir⁷⁷.

c2. Ülkemizde Farklı Kurum ve Kuruluşlar Tarafından Yapılmış KOBİ Tanımları

Türkiye'de farklı kurum ve kuruluşların⁷⁸ yapmış olduğu bazı KOBİ

⁷⁴ Yonar, Ö.: Avrupa Birliği'nde KOBİ'ler, <http://www.usak.org.tr/makale.asp?id=257>, erişim tarihi:07.05.2011.

⁷⁵ http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm, erişim tarihi: 09.05.2010, M. Aslı Erkumay, *KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması*, Ankara 2000, s.7, Örüçü, s.4.

⁷⁶ Cumaloğlu, Y.: KOBİ Tanımları, Ankara 2003, s. 8.

⁷⁷ http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm, erişim tarihi: 09.05.2010.

⁷⁸ Öztürk, Ö.: İstihdam Konusunda KOBİ'lerin Önemi ve KOBİ Alanında Eğitim İstihdam İlişkisi Açısından Kamu İstihdam Kurumunun Rolü, Uzmanlık Tezi, Ankara 2007, s. 9

tanımları bu alanda yeknesaklığın sağlanamaması sonucunu doğurmuştur. Bu durum KOBİ'lere yönelik teşvik ve destekler hususunda da bir takım sıkıntıların yaşanmasına neden olmuş, bunun üzerine Bakanlar Kurulu'nun 2005 tarih ve 9617 sayılı Kararı ile "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik" 18 Kasım 2005 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Halen yürürlükte olan bu yönetmelik ile yapılan KOBİ tanımı Avrupa Birliği müktesebatına uyum süreci de göz önünde bulundurularak Avrupa Birliği'nde kabul gören KOBİ tanımına paralel hale getirilmiştir. Tüm kurum ve kuruluşları bağlayacak ve uygulamada esas alınacak olan bu tanıma göre KOBİ'ler; mikro işletme, küçük işletme ve orta büyüklükteki işletme olarak üçe ayrılmıştır. Mikro işletme; yıllık olarak 10 kişiden az çalışan istihdam eden ve yine yıllık net satış hâsılatı ya da mali bilançosu 1 milyon TL.'yi aşmayan çok küçük ölçekli işletmeler olarak tanımlanmıştır. Küçük işletmelerin ise, 50 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hâsılatı ya da mali bilançosu 5 milyon TL.'yi aşmayan işletmeler olduğu belirtilmiştir. Orta büyüklükteki işletmeler de, 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hâsılatı ya da mali bilançosu 25 milyon TL.'yi aşmayan işletmelerdir (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik 5.m).

c3. KOBİ'lere Sağlanan Finansal Destekler

KOBİ'ler gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomilerde olduğu gibi Türkiye ekonomisi içinde önemli bir yere sahiptir. Ülkemizde faaliyet gösteren işletmelerin yaklaşık %99,5'i KOBİ sınıflandırması kapsamında yer alır. Bu işletmeler istihdamın yaklaşık %64'ünü yaratmakta ve GSMH'ya da yaklaşık %36 oranında katkıda bulunmaktadır⁷⁹.

Makro ekonomik istikrar ortamında ekonomik büyümenin kalıcı olması için KOBİ'lerin finansmanı büyük önem arz etmektedir. KOBİ'lerin varlıklarını sürdürmeleri ve büyümeleri açısından sorun yaratan husus ise kısıtlı finans imkânlarıdır. Uzun vadeli tasarrufların olmaması, KOBİ'ler

vd. KOBİ'ler için ortak bir tanım içeren yönetmelik çıkarılmadan önce farklı kurum ve kuruluşlar tarafından çeşitli KOBİ tanımları yapılmıştır. Bunların içinde en göze çarpanları KOSGEB'in, Halk Bankası'nın, Türkiye İhracat Kredi Bankası'nın (Eximbank), Hazine Müsteşarlığı'nın ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın yaptığı tanımlardır.

⁷⁹ <http://dba.ieu.edu.tr/conference/>, Erişim tarihi: 10.05.2011.

için sermaye birikiminde sorunlar yaşanmasına neden olmaktadır⁸⁰. Avrupa Birliği tarafından KOBİ'lere sağlanan finansal destekler, bu noktada sorunun çözülmesi için bir alternatif olarak karşımıza çıkar. Avrupa Birliği'nin üye ve aday ülkelerdeki KOBİ'lere sağladığı finansal destekler; hibe, kredi ve garanti şeklindedir. Avrupa Yatırım Fonu (EIF), Avrupa Yatırım Bankası ve Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) gibi kuruluşlar doğrudan yahut dolaylı olarak KOBİ'lerin kalkınması ve büyümesi için kredi ve teşvikler sağlamaktadır⁸¹.

c4. KOBİ'lerin Halka Arzı

Ülkemizde KOBİ'lerin yaşadığı finansman sorununun temel kaynağı, makro ekonomik istikrarsızlıktır. Süreklilik arz eden yüksek enflasyon ve mali-ekonomik krizler nedeniyle KOBİ'lerin yaşadığı finansman sorununun çözümü için bir diğer alternatif yöntem halka arzıdır. Uzun vadeli borç imkânının kısıtlı olması KOBİ'leri kendi öz kaynakları ile yatırım yapma yoluna itmiştir. Ancak küçük ve orta ölçekli işletmelerin öz kaynaklarının yetersizliği göz önünde bulundurulduğunda KOBİ'ler için alternatif finansman tekniklerinin geliştirilmesi ve bilhassa sermaye piyasasından kaynak temin edilmesi zorunlu olmuştur⁸².

Halka arz anonim ortaklıklarda kaynak ihtiyacını karşılamak için ön-görölmüş bir doğrudan finansman yöntemidir. Anonim ortaklıklar, değişken piyasa şartlarına göre zaman zaman sermaye artırımına ihtiyaç duymaktadırlar. Ortaklığa sermaye sağlamanın yollarından biri de yeni paylar çıkararak halka açık anonim ortaklığa dönüşmektir. Üstelik ortaklık sermayesinin bu şekilde arttırılabilmesi için mutlaka haklı bir nedenin bulunması da zaruri değildir. Herhangi bir nedeninin bulunmaması yahut neden olsa

⁸⁰ *Güler ve Taner*, Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye'de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, s. 524.

⁸¹ *Atıcı*, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ'lerin) Ekonomik Gelişime Etkileri, Finansman Kaynakları ve KOBİ'lerin Büyümesini Sağlayan Faktörlere İlişkin Bir Karşılaştırma, s. 100 vd. Japonya'da da benzer şekilde faaliyet gösteren Japonya Merkez Bankası (BOJ), KOBİ'lere finansal destek verilmesi hususunda oldukça hassastır. Ayrıca Japonya'da KOBİ'lerin finansmanı ağırlıklı olarak, şehir bankalarını ve yerel bankaları da içeren özel finans kuruluşları tarafından sağlanmaktadır. Kore'de ise KOBİ'lere sağlanan finansal destekler başlıca üç şekilde temin edilmektedir. Bunlar; ticari bankalar tarafından sağlanan finansman hizmeti, Kore hükümeti tarafından üstlenilen finansman hizmeti ve çeşitli programlar vasıtasıyla sağlanan özel kredilerdir.

⁸² *Örücü*, Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması, s. 10.

dahi gösterilmemiş olması, sermaye artırımını geçersiz kılmaz⁸³.

Elbette KOBİ'lerin halka açılma nedenleri sadece finansman temin etmek ile sınırlı değildir. Bu temel nedenin yanında; ortaklara likidite sağlanması, itibar görme, yurt içi ve yurt dışında yaygın tanıtım, kurumsallaşma ve ikincil halka arz imkânı gibi sebepler de vardır⁸⁴.

c5. Türkiye (İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası-GİP) ve Dünyadaki KOBİ Borsaları

Ülkemizde İMKB Hisse Senetleri Piyasası; Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı olmak üzere üç ana pazardan oluşmaktadır. İkinci Ulusal Pazar ülkemizdeki işletmelerin neredeyse %99,5'ini oluşturan ve kaynak ihtiyaçlarını karşılama bakımından yüksek faizli banka kredilerinden yalnızca % 3-4 oranında yararlanabilen, nihayetinde kendi özkaynakları ile büyüme mücadelesi veren, Ulusal Pazar şartlarını sağlayamayan KOBİ'lerin, sermaye piyasasından kaynak temin edebilmelerini sağlamak maksadı ile İMKB bünyesinde kurulmuştur⁸⁵.

KOBİ borsaları alanında yaşanan en önemli gelişmelerden biri, SPK.'nın 40. maddesine dayanılarak 18.03.2003 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmak suretiyle çıkarılan "Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmeliktir". Bu yönetmeliğin çıkarılış amacı; başta küçük ve orta büyüklükteki işletmeler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân tanımak üzere sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı teşkilatlanmış piyasaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, üyelik ve denetim ilke ve esaslarını düzenlemektir (1.m). Yönetmeliğin "tanımlar ve kısaltmalar" başlıklı 3. maddesinde geçen ve piyasaya ilişkin organizasyonu oluşturmak, geliştirmek, piyasanın güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamakla görevli kurucu şirket ise "Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş" dir. Ülkemiz sermaye piyasalarında son dönemde yaşanan gelişmeler içinde belki de en önemlisi, KOBİ'lerin

⁸³ Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, s.194.

⁸⁴ Güler ve Taner, Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye'de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, s. 524; Özücü, Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması, s. 11 vd.

⁸⁵ Güler ve Taner, Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye'de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, s. 531.

hisse senetleri ve diğer menkul kıymetlerinin işlem göreceği, KOBİ borsası olarak da adlandırılan “Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş” nin, 2005 yılı Aralık ayında kurulmuş olmasıdır⁸⁶. GİP, sermaye ve yönetim yapısı açısından ülkemizin ilk kolektif katılımlı özel borsası olma özelliğini haizdir⁸⁷.

Dünyadaki başlıca KOBİ borsaları, ana borsa içinde işlem gören ve ayrı tüzel kişiliğe sahip olmak üzere ikiye ayrılarak incelenebilir. Bunlardan ana borsa içinde işlem görenlere örnek olarak; Londra borsası içinde kurulmuş olup, halen faaliyet gösteren İngiliz AIM borsası, başarısızlık sebebiyle 2003 yılında tamamen kapatılan Alman Neuer Markt borsası ve yine başarısızlık nedeniyle tamamen kapatılan İtalyan Nuovo Mercato ve Fransız Nouveau Marche borsası verilebilir. Ayrı tüzel kişiliğe sahip KOBİ borsalarının bir kısmı halen bu şekilde faaliyetini sürdürmektedir. Fakat bunlardan bazıları ana borsa ile birleşmek suretiyle faaliyetlerine devam etmektedirler. Örneğin; 1971 yılında kurulan A.B.D Nasdaq borsası halen ayrı bir tüzel kişiliğe sahiptir. Aynı şekilde 1976 yılında kurulan Japon Jadaq borsası da ana borsadan ayrı olarak bir tüzel kişilik altında faaliyetini sürdürmektedir. Güney Kore KOBİ borsası Kosdaq, Romanya KOBİ borsası Rasdaq ve Malezya KOBİ borsası Mesdaq ise ilk önce ayrı tüzel kişiliği haiz borsalar olarak kurulan ve fakat daha sonra ana borsa bünyesinde faaliyetini sürdüren KOBİ borsaları halini almıştır⁸⁸.

d. Dünya’da ve Ülkemizde Kıymetli Maden Borsaları

Kıymetli maden borsaları dendiğinde akla gelen kıymetli madenler; altın, gümüş ve elmadır. Dünya üzerinde rağbet gören kıymetli maden borsaları ise altın borsalarıdır. Ülkelerin döviz ihtiyaçlarının artması, son yıllarda dünya altın üretiminde de artış yaşanmasına neden olmuştur. Diğer bütün mallarda olduğu gibi altının fiyatı da arz ve talebe göre belirlenmekte-

⁸⁶ Murat, A.: Küresel Rekabet Sürecinde KOBİ’ler için Yol Haritası Çerçevesi, <http://www.sbe.yildiz.edu.tr/akinmurat.pdf>, erişim tarihi: 10.05.2011.

⁸⁷ Güler ve Taner, Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye’de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, s. 533 vd. Gelişen İşletmeler Piyasası’nın ortakları; 52 aracı kuruluş, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB) dir.

⁸⁸ Güler ve Taner, Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye’de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, s. 526; Atıcı, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ’lerin) Ekonomik Gelişime Etkileri, s. 150 vd.

dir. Altın arzının başlıca üç temel kaynağı vardır. Bunlar; topraktan çıkarılan altın, tekrar kullanılmak üzere toplanan hurda altın ve resmi sektör satışlarıdır. 19. yüzyılın sonları ve 20. yüzyılın başlarında tedavül aracı olarak kullanılan altın⁸⁹ I. Dünya Savaşı'nın başlaması ile birlikte bu özeliğini yitirmiş, "altın standartları"⁹⁰ olarak bilinen bu dönem, böylece kapanmıştır. Hükümetler de ülkeler arasındaki altın hareketlerini ve özel şahısların altın alımlarını sınırlandıran kanunlar çıkarmaya başlamıştır. Altın ticaretini engellemeye yönelik tüm bu faaliyetler II. Dünya Savaşı sonrasına kadar devam etmiştir. II. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan ve 15 Ağustos 1971 yılına kadar devam eden yeni uluslararası para sistemine "altın kambiyo standardı sistemi" adı verilir. Bu sisteme "altın-dolar standardı" da denilmektedir. Ancak bu sistem de Amerikan ekonomisinin Vietnam Savaşı nedeniyle oldukça yıpranması ve 1960 sonrası A.B.D.'de yaşanan bir takım olaylar neticesinde 1971 yılı itibarıyla çökmüştür⁹¹.

Altın kambiyo standardı sisteminin⁹² işlerlikte olduğu 70'li yıllara kadar yalnızca spot altın işlemlerin yapılabildiği borsalarda altın fiyatlarının serbest bırakılması ile birlikte yeni işlem türleri ortaya çıkmıştır. Altın fiyatlarının tırmanışa geçtiği dönemlerde "açığa mal alan" ve "açığa mal satan" insanların ortaya çıkması, borsa yöneticilerini vadeli altın işlemlerini yapılmasına imkân sağlayan yeni bazı düzenlemeler yapmaya zorlamıştır.

⁸⁹ İygen, A. R.: İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2004, s. 11. 1870-1914 yılları arası tüm dünyada altın standardının uygulandığı dönem olarak bilinir. Zira bu dönemde altın işlenmekte ve basılarak ticaretlerde değişim aracı olarak kullanılmaktadır. I. ve II. Dünya Savaşları döneminde ülkeler altın standartlarını bir tarafa bırakmışlar, savaş sonrasında bu standartlara geri dönmek isteseler de önemli para birimlerinin karşılıklı değerlerinin altüst olması ve izlenen para politikalarının siyasi nitelikte olması gibi sebeplerle bunu başaramamışlardır.

⁹⁰ Diebold, F. X. Husted, S. ve Rush, M.: Real Exchange Rates under the Gold Standard, The Journal of Political Economy, C.99, S.6, Aralık 1991, s. 1256. Bazı yazarlar bu dönemi adlandırırken altın standartları ifadesi yerine, o dönemde sadece altının değil, gümüşün de tedavül aracı olarak kullanılmasını göz önünde bulundurarak madeni standart (metallic standard) ifadesini kullanmışlardır.

⁹¹ İygen, İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, s.12, çünkü bu standart, A.B.D.'nin savaş sonrasında askeri, politik ve ekonomik alanda dünyanın önde gelen ülkesi olmasının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

⁹² Altın kambiyo standardı sistemi üç aşamadan oluşur. Bunlar; Bretton Woods dönemi öncesi, Bretton Woods dönemi (IMF dönemi), Bretton Woods sonrası dönemdir (Casino dönemi).

Vadeli altın piyasaları ilk olarak Kanada’da ortaya çıkmış, ancak vadeli altın işlemlerinin önem kazanması Amerikan altın borsalarının devreye girmesi ile birlikte olmuştur. A.B.D.’deki bu gelişmelerden etkilenen diğer ülkeler de altın işlem borsalarını ana borsalar bünyesinde desteklemişlerdir⁹³.

Piyasalarda işlem gören altının mutlaka belli standartlarda olması gerekmektedir. İşlem gören altının iki temel noktada standartları olmalıdır. Bunlardan biri, altının saflık derecesini gösteren ayardır. Diğeri ise işlem ağırlığıdır. Saf altın; uluslararası ölçülerde 1000 ayar, günlük alıştığımız dilde ise 24 karat (ayar) olmalıdır. Uluslararası piyasalarda işlem gören altınlar; 1 gr, 10 gr, 50 gr, 100 gr, 500 gr, 1000 gr, 12,5 kg, 10,88622 kg (350 ons) ve 13,37450 kg.lık (430 ons) standart külçelerden oluşur. Altında bulunan ayar damgası mutlaka uluslararası altın piyasası⁹⁴ tarafından kabul gören altın rafinerilerine ait altın damgası olmalıdır. Altın ticaretinde kullanılan ağırlık ölçü birimleri; troy ons, tola, teal, milyem (binde altın), kilo ve ayardır (karat)⁹⁵.

Dünyada spot ve vadeli altın piyasası olmak üzere iki tür altın piyasası mevcuttur. Spot piyasada altın doğrudan alınıp, satılır. Vadeli altın piyasasında ise vadeli işlemler (futures, opsiyon, forward, swap işlemler) yapılması suretiyle altın alım-satımı söz konusu olur. IMF verilerine göre işlem hacmi açısından büyükten küçüğe doğru altın alım-satım merkezlerini sıralayacak olursak; Zürih en başta yer alır. Onu Londra, New York, Hong Kong ve Singapur piyasaları izler⁹⁶.

Ülkemizde ise insanlar tarafından her zaman en iyi ve güvenilir yatırım aracı olarak görülen altının resmi tedavül aracı olarak kullanılması Fatih Sultan Mehmet dönemine dayanır. İlk altın sikke bu dönemde beylikten devlete geçişin bir göstergesi olarak basılmış, 1472 yılına kadar da Venedik altın parası kullanılmıştır. 1700’lü yıllara gelindiğinde ise Osmanlı İmparatorluğu sınırları içinde kullanılan altın paralar çeşitlilik arz etmiştir.

⁹³ *Sağlam*, Dünya Borsalarında Vadeli (Future) Altın İşlemleri, s. 8 vd.

⁹⁴ Altın piyasası: arzın ve talebin konusu olan altından, altını arz ve talep eden gerçek ve tüzel kişilerden ve nihayet arz ve talebin karşılanmasını sağlayan kurumlardan oluşan organizasyondur.

⁹⁵ *İygen*, İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, s. 41. Troy ons geleneksel Anglo-Sakson ağırlık ve ölçü sisteminde kullanılan birimdir. 1 troy ons; 1,10348079 grama eş değerdir. Tola ise, Ortadoğu ve Hindistan ölçü birimidir. 1 tola; 11,6638 grama tekabül eder. 1 teal ise, 37,4290 grama denk gelir.

⁹⁶ *İygen*, İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, s. 46 vd.

Cumhuriyetin ilanı ile birlikte altın tedavül aracı olmaktan çıkmış, bu dönemde İngiliz ve Fransız hükümetleri ile yapılan antlaşmalar gereği merkez bankası altın talepleri 240 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Üstelik ihraç edilen malların ödemeleri altın ile yapılmış, böylece piyasada altın fazlası oluşmuş ve 1942 yılında Darphane ziynet altınları basmaya başlamıştır. 1960 ve 1980 yılları arasında kaçak altın ticaretini önlenmesi için bir takım yasal düzenlemeler (Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu gibi) yapılsa da altın borsasının olmaması gibi bazı sebeplerle altın kaçakçılığı önlenememiştir. Piyasada kaçak altın bulunması altın fiyatlarını olumsuz etkilemiş, yurtiçi ve yurtdışı altın fiyatları arasında büyük fark oluşmasına sebep olmuştur. Bu nedenle kuyumculuk sektörünün sekteye uğraması, altının tasarruf aracı olma özelliğini de baltalamıştır. Tüm bu olumsuzluklar 1980 yılında liberalizasyon girişimleri ile giderilmeye çalışılmış ve altın ile dövizin Türk parası karşısındaki değerini tespiti yetkisi T.C Merkez Bankası'na verilmiştir. 1989 yılında Merkez Bankası tarafından “döviz karşılığı altın piyasası” kurulmuş, böylece ülkemizde piyasalar daha serbest hale gelmiş ve altın ithalatı kolaylaşmıştır⁹⁷.

Tüm bu gelişmelerden sonra, dünya altın ticaretinde üst sıralarda yer alan Türk altın sektörünü teşkilatlı bir yapıya kavuşturmak, rekabetçi fiyat oluşumunu sağlamak, gayri resmi altın ithalatını engellemek, yurtiçi altın fiyatları ile yurtdışı altın fiyatları arasındaki farkı yok ederek altın sektöründeki maliyetleri aşağı çekmek maksadıyla 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası (İAB) kurulmuştur.

İstanbul Altın Borsası'nın faaliyetlerini düzenleyen mevzuat içinde; SPK, İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği, İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası Yönetmeliği, Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, Kıymetli Maden Borsası Aracı Kuruluşlarının Faaliyet Esasları ile Kıymetli Madenler Aracı Kurumlarının Kuruluşu Hakkında Yönetmelik ve İstanbul Altın Borsası Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası Yönetmeliği yer alır.

Ülkemizde faaliyet gösteren kıymetli maden borsalarının hukuki dayanağı SPK.'nın 40/A maddesidir. 21.05.2007 tarih ve 26528 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren “Kıymetli Madenler Borsası Aracı

⁹⁷ İvgen, İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, s. 14 vd.; Özdoğan, Ö.: Altın ve Altın Fonları, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s. 9 vd.

Kuruluşlarının Faaliyet ve Esasları ile Kıymetli Madenler Aracı Kurumlarının Kuruluşu Hakkındaki Yönetmelik”, hususiyet hakkında genel bir çerçeve belirlemiştir. Bu yönetmeliğin çıkarılış amacı; borsada faaliyet gösterecek kıymetli madenler aracı kurumlarının kuruluşları ile borsada üye olarak faaliyet gösterecek kıymetli madenler aracı kuruluşlarına izin verilmesi ve faaliyet şartlarına ilişkin usul ve esasların düzenlenmesidir. Yönetmelikte bahsi geçen borsa; İstanbul Altın Borsasıdır.

İstanbul Altın Borsası’nın başlıca görevleri; kıymetli madenlerin⁹⁸ işlem göreceği kıymetli maden piyasalarını oluşturmak, teşekkül ettirilecek piyasalarla ilgili hukuki düzenlemeleri ve organizasyonu yapmak, borsada gerçekleşecek alım-satım işlemlerinin güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan borsa üyelerine bu yönetmelik ile belirlenen müeyyideleri uygulamak, borsada olağandışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almak, kıymetli madenlere dayalı ve bunların ödünç verilmesini konu alan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak ve SPKu. ve Hazine Müsteşarlığı tarafından tevdi edilen görevleri yerine getirmektir (İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği 3. m).

İstanbul Altın Borsası; genel kurul, yönetim kurulu, denetleme kurulu, komiteler, borsa başkanı ve borsa başkanına bağlı olarak faaliyeti sürdüren başkanlık teşkilatından oluşur. Borsa resmi çalışma saat⁹⁹ ve günlerinde faaliyette bulunur. Personel eliyle borsa işlemleri yürütülür. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın para, evrak ve her çeşit malı devlet malı hükmündedir. Bu borsada işlem yapma yetkisi, sadece İstanbul Altın Borsası tarafından “üyelik belgesi” verilen aracı kuruluşlara¹⁰⁰ aittir. Borsa üyelerinin

⁹⁸ Kıymetli maden 30.06.1999 tarih ve 23741 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği’nin “kısaltmalar ve tanımlar” başlıklı 2. maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre; Hazine Müsteşarlığı tarafından tanımlanan ve standartları belirlenen altın, gümüş ve platin İstanbul Altın Borsası’nda işlem göreceği olan kıymetli madeni teşkil eder.

⁹⁹ Kıymetli Madenler Piyasası’nda işlemler, 09.45 – 17.30 saatleri arasındaki seansta yapılır. İnternet seansı ise akşam 17.45’ten ertesi sabah saat 09.40’a kadar (hafta sonu ve resmi tatiller dâhil) gerçekleştirilmektedir.

¹⁰⁰ Bunlar, Hazine Müsteşarlığı tarafından kendilerine Borsa’da işlem yapmak üzere faaliyet izni verilen; bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve kıymetli madenler aracı kurumları ile yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlardır (kıymetli maden şirketler,

sayısını sınırlamaya (topla olarak yahut gruplar itibariyle) borsa başkanlığının teklifi doğrultusunda, Hazine Müsteşarlığı yetkilidir. İstanbul Altın Borsası'na sunulacak bilgi ve belgelerin aracı kuruluşu temsile yetkili olan kişilerin imzalarını taşıması ve İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği ile öngörülen üyelik şartlarını sağlaması bakımından eksiksiz olması şarttır (9. m). Borsa üyelerine faaliyette bulunabileceği her bir piyasa için ayrı ayrı üyelik belgesi verilir. Üyelik belgesinde üyenin hangi piyasalarda işlem yapmaya yetkili olduğuna ilişkin bilgiler ve borsa tarafından öngörülen diğer bilgiler yer alır. Borsa üyeleri üyelik belgesine istinaden, faaliyet gösterdikleri piyasalarda; kendi nam ve hesaplarına, başkası nam ve hesabına, kendi namına ve başkası hesabına alım satım faaliyetinde bulunabilirler.

İstanbul Altın Borsası'nda işlemler, üye işlem temsilcileri¹⁰¹ tarafından seans salonunda bulunan işlem terminalleri veya uzaktan erişim ile iletilen emirlerin “otomatik eşleşme” kuralına göre en iyi alım ve en iyi satım emirlerinin birbirini karşılaması suretiyle gerçekleştirilmektedir. İşlemler, fiyat ve zaman önceliği kurallarına uygun olarak çok fiyat yöntemine göre yürütülür. Bilgisayara girilen alım ve satım emirleri, bilgi dağıtım ekranları vasıtasıyla aynı anda üyelere ve uluslararası piyasalara ulaştırılmaktadır. Piyasada işlemler; TL/kg, US\$/ons, EUR/ons üzerinden gerçekleşir.

Borsa üyeleri Borsa ile ilgili yönetmeliklerde ve ilgili mevzuatta yer alan ilke ve kurallara uymakla yükümlüdür. Bu yükümlülükler arasında; müşterilerine ve diğer üyelere karşı iyiniyet ve dürüstlük ilkelerine uygun davranmak, mevzuata, Borsa düzen ve disiplinine uygun hareket etmek, müşterilerine ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğu teminat altına alan ve Borsa tarafından öngörülen genel ve özel mahiyetli sigorta ve diğer düzenlemelere uymak, İstanbul Altın Borsası Yö-

döviz büroları, kıymetli maden üretim ve pazarlama şirketleri, kıymetli maden rafinerileri gibi).

¹⁰¹ Borsa üye temsilcileri; Borsa üyesini Borsa işlemlerinde, takas ve saklama işlemlerinde temsil edebilen ve kendisine temsil ettiği Borsa üyesi adına tebligat yapılabilen imza yetkisini haiz kişidir. Borsa üye temsilcilerinin; T.C. vatandaşı olması, (değişik: RG–25.01.2007–26414) en az 20 yaşını bitirmiş bulunması, en az lise veya dengi okul mezunu olması, hacir altına alınmış veya kamu hizmetlerinden yasaklı olmaması, şeref ve haysiyet kırıcı bir suçtan mahkum olmamış veya iflas etmemiş olması gerekmektedir.

netmeliği ve ilgili diğer yönetmeliklerde öngörülen teminatları¹⁰² yatırmak ve teminatların yükseltilmesine karar verildiğinde veya teminatları eksildiğinde süresi içinde teminatı tamamlamak, ilgili yönetmeliklerde öngörülen üyeliğe giriş ve üyelik yıllık aidatını, borsa payı ve diğer aidat ve mali yükümlülükleri süresi içinde ödemek, ortaklık yönetim yapısı ve mali durumu ile ilgili olarak önemli sayılabilecek her türlü değişikliği gerçekleştirdiği tarihten itibaren 2 iş günü içinde Borsa'ya bildirmek, Borsa işleriyle ilgili hesap ve işlemlerin Borsa tarafından incelenmek istenmesi halinde bu incelemelere müsaade etmek, inceleme elemanlarına her türlü kolaylığı sağlamak ve yardımda bulunmak, Borsa yetkililerince istenecek her türlü belge ve bilgileri vermek, müşterilerinin verecekleri alım ve satım emirlerini, kısmen veya tamamen kabul etmeme hakkına sahip olup, nedenini açıklamak zorunluluğu olmaksızın bu durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine derhal bildirmek, tarife dışı komisyon (kurtaç) almamak veya almayı teklif etmemek, kıymetli madenlerin teslimi ve bedellerinin ödenmesi de dâhil olmak üzere Borsa'da yaptıkları işlemlerin tümünden sorumlu olmak, temsilcilerin ve diğer çalışanlarının görevleri çerçevesinde yaptıkları işlerden sorumlu olmak gibi hususiyetler yer alır. Üstelik Borsa üyeleri, müşterileri ile yapacakları sözleşmelere konulacak hükümler ile sorumluluktan kurtulamazlar.

e. Emtia (Ticaret) Borsaları

Emtia borsalarının (Commodity Exchanges) en ilkel şekilde kurulduğu ilk dönemlerde “mal” veya “emtia” olarak adlandırılan ürünlerin alım satımı doğrudan doğruya, yani yüz yüze ortamlarda yapılmakta idi. Ancak daha sonraları arz ve talepteki artış, farklılaşan ürün çeşitliliği, tarafların vadedi işlem yapma yönündeki istekleri ve teknolojiadaki gelişmeler ile birlikte bugünkü manada emtia borsaları kurulmuş ve bu borsalarda emtia alım satımı işlemleri daha organize şekilde sürdürülmeye başlanmıştır. Emtia borsalarında çok çeşitli emtialar (tarım ürünleri, deniz mahsulleri, taze meyve ve sebzeler, canlı hayvan, kereste, pamuk, kauçuk, hayvan derisi, bakır, alüminyum, demir gibi çeşitli metaller, hammadde petrol, doğalgaz kömür gibi enerji türleri) işlem görmektedir. Ürünlerin işlem gördüğü borsalar esas alındığında, belli bir ürün üzerinde yoğunlaşmış bir takım emtia borsalarının olduğu görülür. Zamanla spot piyasada anlık olarak alınıp, satılabilen emtialara dayalı kontratlar, türev ürün piyasalarının gelişmesi ile birlikte farklı bir

¹⁰² Borsa üyelerinin diğer Borsa üyelerine, bizzat Borsa'ya ve müşterilere verebilecekleri zararları karşılamak üzere Yönetmeliğin 24. maddesi ile öngörülen üyelik teminatını ve faaliyet gösterecekleri piyasa için belirlenecek teminatları kapsar.

boyuta ulaşmış; hisse senedi ve tahvil gibi finansal bir takım araçlar emtia borsalarında işlerlik kazanmıştır. Spot piyasalarda daha çok fiziki teslimata dayalı kontratlar işlem görürken, türev piyasalarda kontratlara vade parametresi dâhil edilmiştir. Bu piyasalarda, ileri tarihli fiziki teslimat yahut genellikle yatırım veya fiyat değişimlerinden korunmak amacıyla kullanılan, nakit mutabakat esaslı emtialara dayalı türev ürünler işlem görmektedir¹⁰³.

Son yıllarda emtia fiyatlarındaki hızlı artış bazı ekonomileri olumlu bazılarını ise olumsuz şekilde etkilemiştir. “IMF Temel Emtia Endeksleri” dünyadaki emtia fiyatlarının hareketleri hakkında genel bilgiler içermektedir.

Türkiye’de emtia alım-satım işlemleri ticaret borsaları ile birlikte organize olmuş borsalarda yürütülmektedir. Ticaret borsaları¹⁰⁴, 5174 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu çerçevesinde kurulmuş, kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır. Ticaret borsalarında işlem gören ürünlerin üreticileri ile alım-satım yapan gerçek ve tüzel kişilerin borsada işlem yapabilmesi için borsaya kayıtlı olmaları gerekmektedir. Bu borsalarda işlem gören ürünler arasında; hububat, bakliyat, yağlı tohumlar, hayvan yemi olan küspe, bitkisel ve hayvansal gıda maddeleri, kuru meyveler, orman ürünleri, tekstil hammaddeleri ve canlı hayvanlar bulunmaktadır. Ticaret borsalarında sadece spot işlemler yapılmaktadır. Hâlihazırda TOBB’a kayıtlı 133 ticaret borsası bulunmaktadır. 2008 yılında ticaret borsalarında yapılan işlem hacimleri esas alındığında, en büyük işlem hacminin 10 milyar TL. ile İstanbul Ticaret Borsası’nda yapıldığı görülür. %14 paya sahip olan bu borsayı İzmir ve Adana Ticaret Borsaları takip etmektedir.

KAYNAKLAR

Atıcı, B. G.: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ’lerin) Ekonomik Gelişime Etkileri, Finansman Kaynakları ve KOBİ’lerin Büyümesini Sağlayan Faktörlere İlişkin Bir Karşılaştırma, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2006, ss.6-150 vd.

¹⁰³ http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2010_gundem_201002.pdf, erişim tarihi:04.07.2011.

¹⁰⁴ Ülkemizde organize emtia borsası sayılabilecek ilk örnek İstanbul Altın Borsası’dır. Ülkemizde emtiaların işlem görebildiği bir diğer organize borsa ise Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’dır.

Bahtiyar, M.: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul 2010, s.176 vd.

Bahtiyar, M.: Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan, Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C.19, S.1, Elazığ 2009, ss. 176-177 vd.

Beşirli, M.: Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan, Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C.19, S.1, Elazığ 2009, s.185.

Cumalıoğlu, Y.: KOBİ Tanımları, Ankara 2003.

Chance, D. M.: An Introduction To Derivatives, Ohio: Thomson South-Western 2004, ss. 4 -45 vd.

Çapanoğlu, M. B.: Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasaları, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları, İstanbul 1993, s.4 vd.

Çetin, N. Türemiş H.: Ebru, Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2008, C.12, S.1-2, , ss.79-82 vd.

Diebold, F. X., Husted, S. ve Rush, M.: Real Exchange Rates under the Gold Standard, The Journal of Political Economy, C.99, S.6, Aralık 1991, s.1256 vd.

Erkumay, M. A.: KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması, Ankara 2000, s.1 vd.

Fertekliçil, A.: Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, İstanbul 2000, s.3 vd.

Güler, S. ve Taner, B.: Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye'de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar, Ege Akademik Bakış 2008, C.8, S.2, ss.519-531 vd.

Günel, V.: Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul 2007, ss.164-215 vd.

İkiz, A. S.: Vadeli İşlem Borsaları ve İzmir'de Pamuk Kontrat Borsasının Kurulabilirliği, İzmir 1995, ss.1-39 vd.

İpekten, O. B.: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasasının Gelişimine Katkıları, Erzurum 1992.

İvgen, A. R.: İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2004, ss.11-46 vd.

Kara, M. S.: Sermaye Piyasası Aracılık faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret) Anabilim Dalı Doktora Tezi, Ankara 2006, ss.4-10 vd.

Karşlı, M.: “Borsalar” İslâmi Açısından Borsa, İstanbul 1994,

Karşlı, M.: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul 2003, ss.203-249 vd.

Kerimli, F.: Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetleri; ABD ve Türkiye Karşılaştırması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, ss.3-16 vd.

Kırca, İ.: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, ss.9-28 vd.

Köse, M.: Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Yeri, Atatürk Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi, S.18, Erzurum 2001.

Küçükşözen, C.: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açidan Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:131, Ankara 1999.

Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, ss 20.

Moroğlu, E.: Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları Değerlendirme ve Öneriler, İstanbul 2009.

Moroğlu, E.: Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998.

Mosele, R. A.: Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAS ile CBOT’un Karşılaştırılması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006, ss.10-51 vd.

Murat, A.: Küresel Rekabet Sürecinde KOBİ’ler için Yol Haritası Çerçevesi, <http://www.sbe.yildiz.edu.tr/akinmurat.pdf>, erişim tarihi

hi:10.05.2011.

Örücü, İ.: Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2006, ss.3-10 vd.

Özdoğan, E.: Altın ve Altın Fonları, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008.

Öztürk, Ö.: İstihdam Konusunda KOBİ'lerin Önemi ve KOBİ Alanında Eğitim İstihdam İlişkisi Açısından Kamu İstihdam Kurumunun Rolü, Uzmanlık Tezi, Ankara 2007, s.9 vd.

Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E.: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2010, s.210 vd.

Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku, Adana 2009, ss.185-187 vd.

Sağlam, M. D.: Dünya Borsalarında Vadeli (Future) Altın İşlemleri, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para-Banka Anabilim Dalı Doktor Tezi, İstanbul 1993, ss.8-45 vd.

Şakar, S. Ü.: Sermaye Piyasası, Eskişehir 1997, s. 133 vd.

Sumer, A.: Aracı Kurumların Meslek Kurallarına Aykırı İşlemleri ve Sonuçları, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, C.1, İstanbul 2002, s.671 vd.

Sumer, A.: Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul 2000, s59 vd.

Sumer, A.: Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 2002, s.168 vd.

Tuncel, K.: Risk Sermayesi Finansman Modeli, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:37, Ankara 1996, s.87 vd.

Ünal, O. K.: Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda Hisse Senetleri, Erdoğan Moroğlu Armağanı, İstanbul 1999, s.691 vd.

Yonar, Ö.: Avrupa Birliği'nde KOBİ'ler, <http://www.usak.org.tr/makale.asp?id=257>, erişim tarihi:07.05.2011.

Zühtü, A.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s.1 vd.