

Bu elektronik nüsha metin içi arama desteği amacıyla oluşturulmuştur. Orijinal nüsha ile bazı farklılıklar içerebilir. Atıflar için <http://www.serdaracar.av.tr/yayinlar.html> adresinden erişilebilecek orijinal nüsha kullanılmalıdır.

Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler (*)

Dr. Serdar Acar

I. Giriş

- 1 Avrupa ve Amerika’da, tahvillerin anonim şirketlerin gelişmesine, anonim şirketlerin de ülke ekonomisinin gelişmesine büyük katkıda bulunduğu bilinmektedir. Türkiye’de ise pek öyle olmamıştır. Aşağıda tahviller hakkında kısa bir genel bilgi verdikten sonra, anonim şirket tahvillerinin ülkemizde niçin gelişmediğini ele alacağız. Bu sonucun tahviller hakkındaki temel hükümlerdeki (TTK) yetersizlikten ziyade tarihi ve ekonomik sebeplerden kaynaklandığını düşündüğümüzden, açıklamalarımız da buna uygun olacaktır. Ardından, önümüzdeki dönemde, anonim şirket tahvillerinin niçin gelişmesi gerektiğine ilişkin düşüncelerimizi açıklayacağız. Son olarak, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın tahviller hakkındaki hükümlerini gözden geçireceğiz ve Tasarı’nın konuyla ilgili getirdiği yenilikleri inceleyeceğiz.

II. Genel Olarak

- 2 “Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibarî kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine (tahvil) denir.” (TTK.420). 1956 tarihli Ticaret Kanunumuzun tahviller hakkındaki hükümleri (m.420-433) 1926 tarihli Eski Ticaret Kanunu’ndan gelmektedir. Bu temel hükümlerde günümüze kadar çok önemli bir değişiklik yapılmamıştır. Tahviller, bir menkul kıymet olmaları itibarıyla, Sermaye Piyasası Kanunu ve alt düzenlemelerine de tabidir¹. Bunun yanında, 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ve alt düzenlemeleri içerisinde de tahvillere ilişkin bazı hükümler bulunmaktadır.

(*) Bu çalışma, ilgili mevzuat gereğince yüksek lisans tezimizden yararlanılarak hazırlanmıştır. Bkz. Serdar Acar, Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2001.

¹ Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Senetleri İhraç Limitlerine Dair Karar (Karar sayısı: 93/3983); Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:II, No:13); Tahvillerin Şekil Şartlarına İlişkin Tebliği (Seri:II, No:11); Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:II, No:15); Kara İştirakli Tahvil İhraç Esasları Tebliği (Seri:II, No:16).

- 3 Liberal anlayışa göre, piyasadaki para miktarının atıl durumdaki paraların dolaşıma sokulması suretiyle arttırılması, ekonomiyi olumlu etkiler². Makro ölçekte, tahviller de aynı yarara hizmet ederler. Tahvillerin kendine has olan özelliği, bir anonim şirketin ihtiyaç duyduğu parayı küçük tasarruf sahiplerinden doğrudan toplamasıdır. Bankalar da birçok kimseden mevduat toplayarak bir araya getirdikleri parayı anonim şirketlere kredi olarak kullanırlar. Fakat bir banka bunu ancak tatmin edici bir kazanç karşılığında yapar. Dolayısıyla, tahviller anonim şirketler için banka kredisinden daha ucuz bir finansman yöntemi, küçük tasarruf sahipleri için ise mevduat faizinden daha yüksek bir kazanç anlamına gelebilir. Bu da tahvillerden mikro ölçekte beklenebilecek olan yararadır. Bu ikinci yarar sebebiyledir ki, tahviller batı ülkelerinde gerek anonim şirketler ve gerekse küçük tasarruf sahipleri arasında rağbet görmüştür. Tahviller bilinen tarihi önemini bu rağbet sayesinde kazanmıştır.
- 4 Şirketler hukukunun kumpanyalar dönemi ile siyasi tarihin sömürge savaşları dönemi aynı tarihlere karşılık gelmektedir. Bu bir rastlantı değildir. Dünyayı 17. yüzyıldan Büyük Savaş'a (1914) taşıyan süreçte, kumpanyalar hem bu savaşı tahrik eden hem de sömürgeciliği icra eden güç olmuşlardır³. Bunlar, çok kazandıran ama büyük sermaye gerektiren işlerle uğraşır. Demiryolunda olduğu gibi yapılan yatırım uzun süre sonra kendini amorti edecekse, sermayenin ayrıca uzun vadeli bir finansman yöntemi ile sağlanması da önem taşırdı. İşte gerekli olan bu sermayenin toplanmasında şirketler hukukundaki açılımın büyük rolü oldu. Giderek bugünkü anonim şirket halini alan kumpanyalar, halkın elindeki küçük paraları çeşitli yöntemlerle bir araya getirdiler. Bu yöntemlerin en önemli olanlarından biri tahvil çıkarmaktı⁴. Kumpanyalar bu yolla büyük paralar

² Bu etkiler şöyle bir örnekle açıklanabilir: Babaanne (B)'nin yastık altında sakladığı paranın kimseye faydası yoktur. Hâlbuki parasını bankaya yatırdığında, bundan hem kendisi (mevduat faizi) hem de banka (kredi faizi) kazanır. Ayrıca, piyasadaki para miktarının artması faiz oranlarını ve dolayısıyla işlerini geliştirmek için paraya ihtiyaç duyan Fabrika (F)'nin kredi maliyetini düşürür. Böylece daha ucuza üretim yaptığı için (B)'ye daha ucuza gözlük satabilir. Hatta fiyatların düşmesi talebi arttırabilir, buna uygun olarak üretimi arttırmak için Torun (T)'ye istihdam sağlanabilir. Bu örneğe hâkim olan mantık, tahviller ve diğer menkul kıymetlerle birlikte, çek kullanımının ve hatta kredi kartlarının yaygınlaştırılması konusundaki tedbirler için de geçerlidir.

³ Sömürge savaşlarının ilk döneminde kral savaş çıkarır, zengin tüccarlar da onu finanse ederdi. Bunun karşılığında istila edilen ülkedeki sömürge işlerini alırlardı. Bu işlerin yapıldığı kumpanyalar, kralın verdiği imtiyazla kurulmuş ve (sınırlı bir yasama ve kolluk gibi) özel yetkilere sahip olduklarından, kamu hukukuna ait yapıları. Kumpanyaların bu ülkelerden taşıdığı zenginlikler sayesinde önce İngiltere Sanayi Devrimi'ni yaşadı ve onu diğerleri takip etti. Sanayi Devrimi ile madencilik, gemicilik, demiryolu ve tekstil gibi alanlarda büyük gelişme yaşandı, fabrikalarda seri üretime geçildi. Bu ikinci dönem savaşlarında diplomasi ve kumpanyalar ağırlıklarını arttırdı. Sömürge ülkelerinin emilen hammadde kaynakları gelişmiş ulaşım imkânlarıyla büyük fabrikalara taşındı, burada işlendikten sonra yine aynı yolla geri taşınarak bu ülkelere mamul olarak pompalandı. Tabii, bu sözkonusu ülkelere dayatılan serbest ticaret anlaşmaları ve yabancı kumpanyalar lehine koparılan hazine ve vergi imtiyazları (Baltalimanı Anlaşması gibi) sayesinde mümkün oluyordu. Bu rekabet eşitsizliği sözkonusu ülkelerin zaten olan cılız yerli sanayilerini de tamamen çökertti. Böylece yabancı kumpanyalar giderek zenginleşti ve dolayısıyla güçlendi. Sanayileşmiş ülkeler ve onların kumpanyaları arasındaki nüfuz mücadelesi de Büyük Savaş'la sonuçlandı.

⁴ Hisse senedi çıkarmak da başka bir yöntemdi. Tabiiyle hisse senedi alanlara faiz yerine kâr payı dağıtmak gerekiyordu. Osmanlı Devleti döneminde ülkemizde yapılan demiryollarında görüldüğü gibi,

topluyor, daha sonra elde ettikleri büyük kazançla çıkardıkları tahvilleri itfa ediyordu. Küçük tasarruf sahipleri de paralarını değerlendirmiş oluyordu. Böylece, gittikçe güçlenen kumpanyalar ülkelerine taşıdıkları ve orada paylaştıkları zenginliklerle, refahı arttıran bir lokomotif görevi görmüşlerdir.

III. Rakamlarla Türkiye Gerçeği

- 5 Öğretimizde tahvillerin pek çok yararı sayılmıştır. Bu görüşler tahvillerin tarihi önemi ve yukarıdaki örneğimize hâkim olan bakış açısını yansıtmaktadır⁵: Daha ucuz bir finansman yöntemi olması, tahvillerin banka kredisine karşı olan üstünlüğüdür. Yüksek kâr getirecek bir faaliyetin kazancını başkalarıyla paylaşmak yerine ucuz borç alınması ise, sermaye artırımına karşı üstün olan yanıdır. Bir ölçüde yabancı öğretiye dayalı olan bu görüşlerin Türkiye gerçeğini pek de yansıtmadıklarını, ayrıca bunların ampirik bir değerlendirmeye de dayalı olmadıklarını aşağıda göreceğiz. Diğer taraftan, öğretimizde tahvillerin çeşitli sakıncalarına da dikkat çekilmiştir⁶. Türkiye özelinde ileri sürülen bu görüşlerin esasları ise, o yıllarda ülkemizin içinde bulunduğu yüksek enflasyon nedeniyle tahvil sahiplerinin alacaklarının kısa sürede erimesidir.
- 6 Ülkemizdeki anonim şirketlerin 1986 yılından önce ne kadar tahvil çıkardıklarına ilişkin kesin rakamlar olmadığı için ampirik bir değerlendirme yapma imkânı yoktur. Dolayısıyla, diğer yazarlar gibi biz de tahmin yürütmek durumundayız. Konuyla ilgili Yargıtay kararları ile öğretilerdeki görüşlerin yetmişli ve seksenli yıllarda yoğunlaşması, belki bu tarihlerde bir artış yaşandığını gösterebilir. Yetmişli yıllardan önceki dönemde ise, anonim şirket tahvillerinin yaygın olmadığını sanıyoruz. Bize göre bu, Osmanlı Devleti'nden beri izlenen ekonomik politikaların doğal bir sonucudur⁷.

devlet tahvili çıkarmak da diğer bir yöntemdi. Burada da yapılan yatırımın finansmanı yabancı piyasalardan sağlanıyor ama yatırımı yapan yabancı kumpanya kendisini değil, devleti borçlandırıyordu.

- 5 Geniş bilgi için bkz. Hayri Domaniç, "Tahvil Senetleri", Banka ve Ekonomik Yorumlar, 1973, C.7, Sa.2, s.314; Haydar Kazgan, "Müşterek Pazarda ve Türkiye'de Özel Sektörün Finansmanında Tahvillerin Oynadığı Rol", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 1971, s.43-52; Güngör Uras, "Sınai Kuruluşların Almanya'daki Türk İşçilerine Tahvil ve Hisse Senedi Satma Olanağı", Türkiye İktisat Gazetesi, 1972, Sa.986, s.3; Erdoğan Karakoyunlu, "Tahvil İhracı", İktisat Maliye, C.17, Sa.5, s.209-210.
- 6 Geniş bilgi için bkz. Domaniç, s.315-316; Ahmet İpekçi, "Enflasyonun Tahvil Getirilerine ve Maliyetine Etkisi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 1975, Sa.6, s.43-46; Tarık Sesyılmaz, "Tahvil Piyasasındaki Gelişmeler", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, 1976, Sa.121, s.29; Atilla Gönenli, "Tahvil İhracı Yoluyla Finansman İmkanları", Sevk ve İdare Dergisi, 1972, Sa.48, s.10.
- 7 Osmanlı Devleti'nin son yüzyılında, büyük sermaye gerektirdiği halde devlet tarafından yapıl(a)mayan tek yatırım demiryoluydu. Demiryolları, devletten alınan imtiyazla (hattın geçtiği yerdeki maden ve ormanların işletme imtiyazı da genellikle dâhil olmak üzere) yabancı kumpanyalar tarafından yapılıyordu. Kumpanyalar, bu işler için kendi ülkelerinde tahvil çıkarmış olabiliyorlar ama ülkemizde tahvil çıkardıklarına ilişkin bir bulgu yoktur. Aksine, Rumeli Demiryollarında olduğu gibi, Osmanlı Devleti bu yatırımlar için zaman zaman tahvil çıkardı. Geniş bilgi ve rakamlar için bkz. Vahdettin Engin, Rumeli Demiryolları, Eren Yayıncılık, İstanbul, 1993, s.61-64. Cumhuriyetin ilk yıllarında ise büyük yatırımlar hep devlet tarafından yapıldı. Demiryolu kumpanyalarının yaşattığı kötü tecrübelerin bu politikada önemli bir payı olduğu muhakkaktır. Sonraki yıllarda Yap-İşlet ve Yap-İşlet-Devret gibi yeni

Tablo 1. SPK Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları 1986-2007

Yıllar	Hisse Senedi		Tahvil
	Nominal Değer	Satış Değeri	
1986	101.980	101.980	110.980
1987	187.200	187.200	317.530
1988	364.480	364.480	210.860
1989	966.760	971.540	604.510
1990	1.807.030	4.106.640	762.340
1991	3.606.900	4.443.520	813.340
1992	4.812.750	5.322.830	796.900
1993	8.275.760	9.573.370	715.230
1994	32.256.680	37.553.000	491.090
1995	42.770.650	51.332.650	1.883.100
1996	89.246.890	102.202.390	1.228.960
1997	215.470.400	305.732.070	1.495.460
1998	440.099.950	696.821.770	2.532.760
1999	665.309.400	678.870.670	0
2000	1.302.366.870	3.007.974.040	(*)
2001	1.679.896.620	1.684.497.760	0
2002	1.428.308.550	1.597.316.830	0
2003	932.212.380	1.749.596.620	0
2004	2.229.398.170	3.826.540.240	0
2005	2.069.124.200	3.991.869.650	0
2006	4.392.357.010	10.880.574.350	150.000.000
2007	3.498.860.470	7.863.767.890	150.210.000

(*) 2.000.000 USD tutarında tahvil ihracına izin verilmiştir.

Kaynak: SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2007⁸.

- 7 1986 yılından sonraki dönem için ise, elimizde kesin rakamlar vardır. Buna göre, 1986-1998 yılları arasında tahvil ihracı genel olarak artış eğilimi göstermiştir. Fakat bu hisse senedi ihracındaki artış karşısında oldukça zayıftır. 1990 yılından itibaren hisse senetlerinin tahviller karşısında ezici bir ağırlık kazandığı görülmektedir. 1999 yılında ise, tahvil ihracı birden kesilmiş ve birkaç yıl bu şekilde devam ettikten sonra 2006 yılından itibaren yine bir artış yaşanmıştır.

Tablo 2. İkinci El Piyasa İşlem Hacmi 1996-2007

yöntemler icat edildi ama büyük sermaye ve gelişmiş teknoloji gerektiren bu işleri de yine çoğunlukla yabancı şirketler aldılar. Ayrıca, bu yöntemlerin çok önemli bir özelliğinin devlet garantisi olduğu (elektrik santralleri için verilen, belirli bir süre için belirli miktarda ve belirli fiyattan elektrik satın alma garantisi gibi) düşünülürse, devletin finansör vasfının şekil değiştirmek suretiyle yine devam ettiği anlaşılır. Kısacası, Türkiye’de ekonomik gelişmenin dinamosu anonim şirketler değil, devlet oldu. İngiltere’dekine benzer bir ekonomik ortam olmadı; oradakine benzer anonim şirketler doğmadı. Dolayısıyla, ülkemizde anonim şirket tahvilleri yerine devlet tahvilleri gelişti.

⁸ Rakamlar YTL’ye çevrilmiş, kuruşlar dikkate alınmamıştır.

Yıllar	Özel Sektör Menkul Kıymetleri		Kamu Sektörü Menkul Kıymetleri	
	Hisse Senedi	Tahvil	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu
1996	3.039.633.940	152.835.540	12.889.759.220	57.192.959.850
1997	9.085.573.150	199.135.130	85.546.648.000	90.848.699.100
1998	18.096.862.310	25.843.240	109.941.521.110	170.408.859.180
1999	36.914.094.090	0	694.866.277.080	353.485.859.310
2000	111.340.822.760	0	780.452.218.650	113.276.393.490
2001	93.116.229.920	220.990	697.325.273.540	217.141.358.770
2002	106.302.549.830	0	162.162.580.220	105.411.936.450
2003	146.644.042.800	0	364.784.683.280	94.196.989.890
2004	208.422.733.170	0	8.536.224.991.680	763.944.545.350
2005	327.004.089.160	0	651.206.678.069	103.989.924.358
2006	326.578.222.481	0	586.922.205.430	50.908.565.391
2007	387.776.132.252	0	561.183.233.825	42.741.057.684

Kaynak: SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2007⁹.

- 8 İkinci el piyasa işlem hacmindeki durum da paraleldir. Hisse senetlerinin tahviller karşısındaki ağırlığı giderek artmıştır. Ancak ikinci el piyasasının gösterdiği başka bir şey; devlet tahvili ve hazine bonolarının da hisse senetleri ve anonim şirket tahvilleri karşısında ezici bir ağırlığı olduğudur. Tablo 1 ve Tablo 2 karşılaştırıldığında görülen bir diğer husus, anonim şirket tahvilleri üzerindeki ikinci el işlemlerinin 1996-1998 yıllarında oldukça düşük olduğu ve 1998 yılından itibaren de tamamen sona erdiğiidir.

IV. Anonim Şirket Tahvillerinin Ülkemizde Niçin Gelişmediği

- 9 Anonim şirket tahvillerinin ülkemizde niçin gelişmediği ve bunu değiştirmek için yapılması gerekenler hakkında bizim en kayda değer bulduğumuz tespitler, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık Araştırma Grubu tarafından 2000 yılında hazırlanan bir raporda ortaya konulmuştur¹⁰. Bu başlık altındaki açıklamalarımızda sözkonusu rapordan önemli ölçüde yararlanacağız.

1. Kamu Sektörünün Yoğun Borçlanması

- 10 Ülkemizde, devlet tahvili veya hazine bonosu yoluyla borçlanmanın tarihi, Kırım Savaşı'na kadar uzanır¹¹. Tablo 2'de görüldüğü gibi, bu yolla borçlanma günümüzde de devam etmektedir. Devletin sıkıştığı dönemlerde ise artmaktadır. TBB'ye göre¹²:

“Son yıllarda artan kamu kesimi açığı nedeniyle Hazine'nin borçlanma gereksinimi önemli ölçüde büyümüştür. ... Bu nedenle Hazine, ihraç

⁹ Rakamlar YTL'ye çevrilmiş, kuruşlar dikkate alınmamıştır.

¹⁰ TBB, “Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçları - Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler”, Bankacılar Dergisi, 2000, Sa.35, s.42-49.

¹¹ Osmanlı Devleti, ilk dış borcunu Kırım Savaşı'nı finanse edebilmek için 1854 yılında almıştır. Bundan sonra, 1914 yılına kadar toplam 362 milyon 190 bin Sterlin değerinde 33 dış borç alınmıştır. Önemli savaşlar, demiryolu ve bütçe açıklarının kapatılması için alınan bu borçlar, çoğu İngiliz olan şirketlerin aracılığı ile satılan devlet tahvillerinden oluşuyordu. Aynı dönemde iç borç sağlamak için de devlet tahvili çıkarılıyordu. Geniş bilgi ve rakamlar için bkz. Emine Kiray, Osmanlı'da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar, İletişim Yayınları, İstanbul, 1993, s.203-222.

¹² TBB, Rapor, s.43.

ettiği tahvil ve bonolar yoluyla mali piyasalardan giderek daha fazla pay almış, özel kesim dışlanmıştır.

Yüksek ve kronik enflasyon nedeniyle dış dengenin de bozulmasına bağlı olarak ekonomik olarak dış borçlanma imkânları sınırlanmış; yurtdışından alınan borçların vadesi kısalmış, maliyeti yükselmiştir. Bu nedenle gerek kamu gerekse özel kesimin borçlanma ihtiyacı artan miktarlarda iç piyasalardan karşılanmaya başlanmıştır. Bu durum borçlanma faiz oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesine ve yüksek bir seviyede kalmasına neden olmuştur.

... Kaynaklar, üretken faaliyetlerin finansmanı yerine artan oranda kamu harcamalarının finansmanında kullanılmıştır. Kamu borçlanma senetlerinin dolar bazında yıllık reel getirisi yüzde 20'leri aşmıştır. Bu kâğıtlara sağlanan vergi avantajları da dikkate alındığında getiri çok daha yüksek olmuştur.

Özel bankalara uygulanan, disponibilitate karşılığı olarak Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) tutma zorunluluğu da kamu kâğıtları piyasasının giderek büyümesine yol açmıştır. Bunun yanında, 1980'li yılların istikrar politikaları ve dönemsel reel faiz uygulamaları sonucunda özel ticari bankaların kredi riski artmış ve bu durum bankaları risksiz yüksek getirili bir plasman aracı olarak kabul ettikleri DİBS'ne yönlendirmiştir.

Kamu sektörü yaptığı bu yüksek miktarlı ve yüksek faizli borçlanmalarla finansal piyasalarda özel sektörün en büyük rakibi haline gelmiştir. Yetersiz fon kaynakları ile gelişmeye çalışan finansal sistemimiz üzerindeki yoğun kamu baskısı ve rekabeti, özel sektörün finans sisteminden borçlanma imkânlarını azaltmıştır.”

- 11 Bu değerlendirmenin hemen öncesinde, dış kredi kapılarının kapanması nedeniyle devletin iç piyasaya yüklendiği ve bunun sonucunda faiz oranlarını ciddi şekilde yükselttiği doğrudur¹³. Dolayısıyla, devlet tahvili ve hazine bonusu, bu dönemde anonim şirket tahvillerini piyasadan kovmuş olabilir. Fakat sözü edilen kriz öncesi dönemde, birçok yabancıların %5 gibi faizlerle yabancı bankalardan kredi alarak çok daha yüksek gelir getiren Türk tahvillerine yatırım yapmak için birbirleriyle yarıştıklarını biliyoruz. Şubat 2001 krizinden sonra ise, uygulanan ekonomik programlardan bir süre sonra olumlu sonuç alındığını, enflasyon ve faiz oranlarının ciddi şekilde düştüğünü, buna karşılık Türkiye'nin dış piyasalardaki itibarının yükseldiğini de biliyoruz. Bugünlerde, para yokluğundan değil, ülkemize akın eden yabancı sermayenin her şeyi ele geçirdiğinden yakınılmaktadır. Dolayısıyla, TBB'nin yukarıdaki tespitleri anonim şirket tahvillerinin 1999 yılından itibaren niçin bıçak gibi kesildiğini ve öyle devam ettiğini açıklayabilmek için tek başına yeterli değildir.

¹³ Nitekim çok kısa süre içinde Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizleri çıkacaktır.

2. Yatırımcıların Anonim Şirket Tahvillerini Tercih Etmemesi

- 12 Bir yatırım aracının yatırımcılar tarafından ne ölçüde tercih edildiğini belirleyen iki temel faktör vardır: Getirdiği kâr ve taşıdığı risk. Bu iki faktör arasındaki denge, farklı yatırımcılar tarafından farklı noktalarda kurulabilir. Örneğin, kâra öncelik verenler daha riskli yatırımlar yapabilirler. Risk almaktan hoşlanmayanlar ise, daha düşük bir kâra razı olabilirler. Fakat riski daha düşük kârı daha yüksek bir yatırım aracı dururken, riski yüksek kârı düşük bir yatırım aracına hiçbir mantıklı kimse parasını harcamaz.
- 13 TBB'nin bu konudaki tespitleri şöyledir¹⁴:
- (a) Devlet tahvili ve hazine bonosu sadece gelir vergisine, TL ve DTH hesapları ise sadece stopaja tabidir. Anonim şirket tahvili ise her ikisine birden tabidir. Bu da hem anonim şirket tahvillerinin getirisini düşürmekte hem de yatırımcının onlara olan talebini azaltmaktadır.
 - (b) Anonim şirket tahvili, devlet tahvili ve hazine bonosuna göre daha risklidir. Mali yapısı güçlü olmayan bir anonim şirketin ihraç ettiği tahvil piyasada satılamaz.
 - (c) Tahvil sahiplerinin iflas ve tasfiyede yeterince korunmaması, öncelik sıralamasında en altlarda olması talebi düşürmektedir. TTK, tahvili çek ve poliçe gibi değil, adi bir borç senedi gibi değerlendirmektedir.
- 14 Bir devletin güvencesi bir anonim şirketin güvencesinden genellikle daha muteberdir. Borçlu devlet ise, borcun bir şekilde ödeneceğine inanılır ve genellikle öyle de olur¹⁵. Dolayısıyla, devlet tahvilleri anonim şirket tahvilleri karşısında doğal bir üstünlüğe sahiptir. Ancak, bu üstünlüğün ülkemizde mali mevzuat ile de güçlendirildiği görülmektedir. Bu şartlar altında, tahvil çıkarmak isteyen bir anonim şirketin yatırımcıya daha yüksek bir kâr teklif etmesi gerekir. Çünkü devlet tahvilleri ile ancak böyle rekabet edebilir ve kendi tahvillerine ancak bu şekilde piyasada yer açabilir. Aşağıda göreceğimiz üzere, anonim şirket bunu ekonomik bulmayabilir.
- 15 TBB'nin iflas ve tasfiye konusundaki tespitleri ise şüpheyle karşılanabilir. Bireysel yatırımcılar çok yüzeysel değerlendirmeler yaparlar ve bu ihtimaller akıllarına bile gelmez. Tasfiye ve iflas ile talep arasında yukarıda kurulan ilişki, ancak bankaların da içinde bulunduğu kurumsal yatırımcılara ait bir değerlendirme olabilir. Dolayısıyla, bunu bankalara ait bir imtiyaz talebi olarak nitelendirmekte bir yanlışlık olmamalıdır. Biz, anonim şirket

¹⁴ TBB, Rapor, s.43-45.

¹⁵ Başta Ankara Büyükşehir Belediyesi olmak üzere, geçmişte yurt dışında tahvil çıkarmış olan belediyeler bunları genellikle ödemedikleri için sözkonusu borçlar Hazine tarafından üstlenilmiştir. Bu konuda bkz. Selçuk Dinçsoy, Belediye Tahvilleri (Municipal Bonds) Kavramı ve Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilebilecek Sermaye Piyasası Araçları Üzerine Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2001, s.37. Dünyu- u Umumî döneminden kalan borçlar da (ki, bunlar içerisindeki en problemliler Rumeli Demiryolları için çıkarılan tahvillerdi) Türkiye Cumhuriyeti tarafından devralınmış ve bunlar 1954 yılına kadar ödenmişti. Bu konuda bkz. Engin, s.61-64, 215-217.

tahvillerine olan talebi arttırmak için böyle bir imtiyazın gerekli olduğuna inanmıyoruz.

- 16 Yatırımcıların kimliği de talep yetersizliği üzerinde belirleyicidir. TBB'ye göre, gelişmiş piyasalarda anonim şirket tahvillerine en çok sosyal güvenlik ve sigorta kuruluşları rağbet etmektedir. Hâlbuki ülkemizdeki sigorta şirketlerinin topladıkları prim çok az olup, bunun da bir kısmı yurt dışındaki reasürörlere gitmektedir. Sigorta şirketleri, murakabe düzenlemeleri nedeniyle devlet tarafından garanti edilmeyen anonim şirket tahvillerini portföylerinde çok düşük oranda bulundurabilmektedir. SSK, OYAK ve özel emeklilik sandıkları anonim şirket tahvillerine çok az yatırım yapmakta, Emekli Sandığı ise sadece devlet tahvili ve hazine bonosuna yatırım yapabilmektedir¹⁶.
- 17 Tahvillerin teminat fonksiyonu olup olmadığı da talebi doğrudan etkilemektedir. TBB'ye göre, devlet tahvili ve hazine bonusu ağırlıklı olarak bankalar ve finans kurumları tarafından talep görmektedir. Çünkü bunlar repo, disponsibilite, mevduat munzam karşılığı gibi konularda veya TL ve döviz interbank piyasasında teminat olarak kullanılmaktadır. Anonim şirket tahvilleri ise, bu amaç için bankalar tarafından talep görmemektedir. Ayrıca, anonim şirket tahvilleri bankalardan alınan krediler için de teminat olarak kabul edilmemektedir. Bu özel sektörün de tahvillere olan talebini azaltmaktadır¹⁷. İlave edelim ki, devlet ihalelerinde daima istenen teminat içerisinde de, devlet tahvilleri vardır; anonim şirket tahvilleri ise yoktur.
- 18 Yukarıdaki tespitler talep yetersizliğini besleyen en önemli faktörlerdir. Fakat bunlar, yapılacak yeni düzenlemelerle kısa sürede değiştirilebilir. Yeni vergi düzenlemeleri ile anonim şirket tahvilleri üzerindeki yük azaltılarak bunlar yatırımcı için daha cazip hale getirilebilir. Emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcının anonim şirket tahvillerine yatırım yapması teşvik edilebilir. Anonim şirket tahvillerine teminat fonksiyonu tanınabilir veya bu fonksiyon güçlendirilebilir. Buna karşılık, talep yetersizliğini besleyen bazı faktörleri değiştirmek o kadar kolay değildir. Bunun için daha yapısal değişikliklere veya yeniliklere ihtiyaç vardır:
- 19 TBB'ye göre, anonim şirket tahvillerinin günlük fiyatlarının belirlenebileceği, istenildiğinde rahatça alınıp satılabileceği ikincil bir piyasa yoktur. Bunların vadesi doluncaya kadar elden çıkarılamaması, özellikle faiz ve enflasyon oranlarının belirsizlik taşıdığı dönemlerde, yatırımcılar için oldukça caydırıcıdır. Aynı zorluklar bankalar için de geçerlidir ve tahviller kanunen repo işlemlerine konu olabilecek iken, pratikte bu yapılamamaktadır. Diğer taraftan, anonim şirket tahvillerinin en az iki yıl vadeli olması, ekonomik belirsizlik ortamında daha kısa vadeli araçlara yatırım yapmayı tercih eden kimselerin talebini azaltmaktadır¹⁸.

¹⁶ TBB, Rapor, s.44.

¹⁷ TBB, Rapor, s.44.

¹⁸ TBB, Rapor, s.44.

İkinci el piyasası bulunmayan bir binek aracını bile nasıl kimse tercih etmiyorsa, bir yatırım aracı olan tahviller için aynı yetersizlik çok daha güçlüdür. Hiçbir kimse, özellikle öngörülebilir olmayan bir ekonomik ortamda, elden çıkarılması zor olan bir yatırım aracına parasını bağlamak istemez.

- 20 TBB'ye göre, Türkiye'de kredi derecelendirme kuruluşlarının bulunmaması, anonim şirketlerin tahvil çıkarmasında maliyeti arttıran ve kredibilitreyi etkileyen bir unsurdur¹⁹:

“Özellikle borçlanan bir şirket veya kuruluşun, anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getirmeyeceğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi işlemini ifade eden derecelendirme, bu borçtan doğan yükümlülüklerle yönelik riskler, şirketin mali yapısı ve borçlanmanın koşulları gibi unsurları içermektedir. Sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden olan kamunun aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri haline gelen derecelendirme, aynı zamanda finans piyasalarında güven unsurunun yerleşmesinde rol oynayan kurumsal bir nitelik kazanmıştır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini değerlendirmede sıkça başvurulan bir bilgi kaynağı durumundadır.”.

- 21 Ülkemizde her iki konuda da 2000 yılından beri hızlı gelişmeler yaşandığı görülmektedir. Bugün, Standard and Poor's ve Moody's gibi ünlü firmaların da aralarında bulunduğu 8 derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermektedir. Ayrıca 96 bağımsız denetim kuruluşu bulunmaktadır²⁰. Öğretinin de kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve denetim konularında 2000 yılından beri yoğun bir çalışma içinde olduğu görülmektedir. İkinci el piyasaların kurulması ve geliştirilmesi konusunda da, anonim şirket tahvilleri ile sınırlı olmayan çalışmalar yapılmaktadır. Bunlar, ülkemizde anonim şirket tahvillerinin istenen seviyede olabilmesi için yapılması gereken ve meyvesini zaman içinde verecek olan altyapı çalışmalarıdır.

3. Anonim Şirketlerin Tahvil Çıkarmayı Tercih Etmemesi

- 22 Bir anonim şirketin bakış açısından, paranın maliyeti çok önemlidir. Türkiye'de banka kredisinin şirketler için tahvil çıkarmaktan daha ekonomik olduğunu yukarıda görmüştük. Bu durumda, şirket elbette ki mantıklı olanı yapacaktır. TBB'ye göre, SPK'da yerine getirilmesi gerekli olan prosedür de tahvil çıkarmayı zorlaştırmaktadır.

“Halka arz edilecek özel sektör tahvillerine ilişkin Kurul kaydının gerekliliği, satış için belli bir süre bulunması, ilan ve reklâmlar, tahvillerin ihraç

¹⁹ TBB, Rapor, s.46-47.

²⁰ Liste için bkz. SPK, Aralık 2007 Raporu, L-V-8; L-V-10.

değerinin binde üçü tutarında fon ücreti yatırma zorunluluğu, tahvil kâğıdının niteliği, baskıda kullanılacak renk ve desenler, boyut ve bölümleri, kupon sayıları ve numaraları gibi ayrıntılı özel hükümlerin bulunması, ... Başvuru için yapılması gereken hazırlıklar, başvurunun sonuçlandırılması ve kayda alınmadan sonra halka arz için yapılması gereken işlemler süresinde geçen zaman zarfının uzunluğu ...”

tahvil çıkarmasını olumsuz etkileyen ve maliyeti yükselten faktörler arasında sayılmaktadır. Yeni tertip ve seri çıkarılmak istendiğinde yerine getirilmesi gereken ilave prosedür de bu olumsuzluğu arttırmaktadır. TBB'ye göre daha serbest bir düzenleme benimseyen Amerikan örneği daha iyidir. “Şu anda İMKB'de hisse senedi halka arzı, özel sektör tahvil ve bono arzına kıyasla daha yaygın iken, bu durum ABD'de tam tersidir”²¹.

- 23 Bu ikinci değerlendirmede biraz abartı payı olabilir. Eğer tahvil çıkarmayı ve bunlara yatırım yapmayı olumsuz etkileyen yukarıdaki faktörler olmasaydı, herhalde sözü edilen bürokrasi bir anonim şirketi tahvil çıkarmaktan alıkoyamazdı. Bu konuda daima iki husus gözetilmelidir:
- (a) Bir anonim şirketi bürokrasiye boğmaya ve uzun süre oyalamaya kimsenin hakkı yoktur. Devletin tahvil çıkarmak isteyen şirketlere yükleyeceği maliyet de makul olmalıdır. Bugün olduğu gibi hiçbir şirket tahvil çıkarmadığında, devletin de bu işten (vergi, harç, vb.) hiç para kazanamayacağı unutulmamalıdır.
- (b) Tahvil sahibini koruyacak güvenli bir yatırım ortamının sağlanması devletin asli görevleri arasındadır. İmar Bankası örneği bunun en az mevzuat kadar, insan faktörüne de bağlı olduğunu göstermektedir. Amerikan örneği ise sadece daha serbest bir ortam sağlamasıyla ünlü değildir. Aynı zamanda bu serbestliği kötüye kullanmak isteyen kimselere karşı çok etkili önlemler alındığını da biliyoruz.

SPK'nın Seri:II, No:13 ve Seri:II, No:11 tebliğleri ile diğer ilgili mevzuatın bu iki husus arasındaki dengeyi gözetip etmediği açısından yeniden değerlendirilmesi yararlı olabilir.

- 24 TBB'ye göre, halka açılmak tahvil çıkarmaktan daha ekonomiktir ve 2000 yılı halka açılma yılı olmuştur. 2000 yılından beri yaşanan artış Tablo 1'de de açıkça görülmektedir. Bir anonim şirketin halka açılmasında bu çalışmanın konusu dışında kalan pek çok fayda görülebilir. Ancak sözkonusu artışın diğer bir yönü, bunun tahvil çıkarmaya olan talebi olumsuz etkilemiş olabileceğidir.
- 25 Daha küçük ölçekli anonim şirketler için hakla açılma imkânı bulunmayabilir veya bu onlar için kötü bir tercih olabilir. Bunlar için birbirine benzer iki finansman yöntemi; *venture capital* ve *private equity*dir. Birincisi, ülkemizde yabancı sermayeli ortak girişimler (*joint venture*) olarak görülmektedir. İkincisinin ise, kendi içinde pek çok türü

²¹ TBB, Rapor, s.46.

bulunmaktadır²². Her iki yöntemde de gelişme potansiyeli taşıyan ama para sıkıntısı çeken bir şirkete ortak olunur. Dolayısıyla, şirket kazanırsa herkes kazanır; kaybederse herkes kaybeder. Yatırımcıya faiz gibi sabit bir karşılık ödemek gerekmediği için, anonim şirketler bunları tahvil çıkarmaktan daha cazip bulabilir. Özellikle *private equity*, 1999'dan beri ciddi bir artış eğilimi göstermektedir²³.

V. Anonim Şirket Tahvillerinin Ülkemizde Niçin Gelişmesi Gerektiği

- 26 Türkiye'nin ekonomik tercihlerinde 1980 yılında tarihi bir değişiklik meydana gelmiş, 24 Ocak Kararları ile serbest piyasa ekonomisine geçilmiştir. Böylece, ekonominin dinamosu olma görevini devlet yerine özel teşebbüsün üstlenmesi ve bunun dışı açık bir ekonomide piyasanın kendi kurallarına göre yapılması gerektiği kabul edilmiştir. Bu kabul, özellikle 1995 yılından sonra, bir yandan Avrupa Birliği hedefinin diğer yandan da Dünya Ticaret Örgütü anlaşmalarının gerekleri nedeniyle, belirli bir hükümetin malı olmaktan çıkarak Türkiye için süreklilik taşıyan bir yükümlülükler dizisi haline gelmiştir. Bu dizi içerisinde yer alan Gümrük Birliği, GATT, GATS ve TRIPS gibi anlaşmalar ile son yıllardaki özelleştirmeler gibi bunların somut uygulamaları hiç kuşkusuz eleştirilebilir. Fakat hiçbir eleştiri Türkiye'nin yönünü liberal ekonomiden başka bir yere çevirebilecek güce sahip değildir.
- 27 Liberal ekonomilerde küçük balıkların kaderi, ya büyük balıklara yem olmak ya da onların kendilerine tanıdıkları yaşam alanlarına çekilmektir. Bu nedenle, şirketlerinin rekabet güçlerini korumak ve arttırmak, karşı konulamaz biçimde kürselleşen dünyada her ülke için eskiden olduğundan çok daha önemlidir. Avrupa Birliği'ndeki son şirketler hukuku reformunun temel taşlarından biri budur. Söz konusu reformu takip eden Türk Ticaret Kanunu Tasarısı için de durum aynıdır. Anonim şirketlerin rekabet güçlerini korumak ve arttırmanın temel şartlarından biri, onlara daha zengin finansman seçenekleri sunmaktır.

²² Bu konuda geniş bilgi için bkz. Abdullah Kaya, *Dünyada ve Türkiye'de Risk Sermayesi*, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2001, s.9 vd.

²³ Ülkemizde, 1999 öncesinde 10 şirkete toplam 36 milyon USD; 1999-2000 döneminde 13 şirkete toplam 114 milyon USD; 2001-2005 döneminde 13 şirkete toplam 167 milyon USD; 2006-Haziran 2007 döneminde ise 15 şirkete toplam 2.527 milyon USD *private equity* yatırımı yapıldığı tahmin edilmektedir. Bkz. Deloitte, *Türkiye'de Girişim Sermayesi "Private Equity"*, İstanbul, 2007, s.4. Sistem şöyle çalışmaktadır: Dünyadaki büyük sigorta/reasürans şirketleri, yatırım fonları, sosyal güvenlik kurumları gibi yerlerde biriken fonların bir kısmı, yüksek kâr getirebilecek riskli yatırımlara tahsis edilir. Bu paralar, belirli kısımlar halinde, Brezilya, Rusya, Türkiye gibi gelecek ve istikrar görülen ülkelerdeki profesyonellere tahsis edilir. Onlar da yüksek kâr getirecek olmakla birlikte, mali sıkıntı içindeki şirketleri bulurlar ve ortak olurlar. Amaçları, deneyimleri sayesinde şirketin değerini kısa sürede birkaç katına çıkarmak, sonra da paylarını en yüksek değerden satarak şirketten çıkmaktır. Böylece, yabancı yatırımcı kendi ülkesinde asla elde edemeyeceği bir kâr eder, profesyoneller de ücret veya komisyonunu alır. Deyim yerindeyse, şirketten çıkmak için şirkete yatırım yapılır. Bu nedenle, ayrılma anında *tag-along*, *drag-along*, opsiyonlar ve değerlendirme gibi konularda çeşitli ihtilaflar çıkabilir ve hatta eski sahipleri şirketlerini kaybedebilirler. Onun için, sözünü ettiğimiz profesyoneller hakkında "şirket avcısı" gibi yakıştırmalar da yapılır. Hâlbuki *private equity* sayesinde önemli atılımlar gerçekleştiren birçok şirket ve ülke de bulunmaktadır.

- 28 Hâlbuki ne banka kredisi ne de halka açılmak, her şirket için daima gül bahçesi yaratır. Bunlar iki yıkımdan birini seçmek anlamına da gelebilir ve paraya ihtiyaç duyan şirket yok olmamak için böyle bir seçim yapmak ikileminde kalabilir. Diğer taraftan, ülkemizdeki şirketlerin %99'unu oluşturan KOBİ'lerin halka açılmak şeklinde bir seçenekleri yoktur. KOBİ'ler hâlihazırda banka kredilerinden de çok az pay almaktadır. Birkaç yıl içinde, Basel II bankacılıkta tam olarak uygulamaya geçtiğinde ve hızla devam eden banka özelleştirmeleri tamamlandığında, ciddi sıkıntılarla karşılaşılabilir. Çünkü yeni standartlara göre birçok şirketin kredi riski yüksek olacağı için, bunlar ancak yüksek faizler ve sağlanacak olan teminatlar karşılığında kredi bulabilecektir. Dolayısıyla, bu şartlarla kredi bulan birçok kimse, şirketleriyle birlikte şahsî mallarını da bankalara bırakmak zorunda kalabilir. KOBİ'lerde zaten çok düşük olan bilinçle *private equity* gibi yöntemlere sarılan birçok kimse için de aynı şey sözkonusu olabilir. Böyle bir durum, halen içinde bulunduğumuz "tüketici kredisi ve kredi kartı çılgınlığı" vakasının, şirketler ölçeğine sıçrayarak genişlemesi anlamına gelir. Bu ortamda ancak kurumsal yönetim, muhasebe standartları ve şeffaflık konularında atılım yapan az sayıdaki şirket ayakta kalabilir.
- 29 Şirketlerimizin kullanabilecekleri finansman seçeneklerini zenginleştirmek anlamında, tahvilleri gerek anonim şirketler ve gerekse yatırımcılar için daha cazip hale getirmek, hiç kuşkusuz yararlı olacaktır. Halen KOBİ hisse senetleri ve tahvillerinin alınıp satılacağı bir ikinci el piyasasının kurulması ve güçlendirilmesi konusunda çalışılmaktadır. Ayrıca, Amerika ve Avrupa'ya nazaran oldukça gecikmeli de olsa, KOBİ finansmanı konusunda da ciddi çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmaların her ikisi de son derece önemlidir. Fakat sürat daha önemlidir. Çünkü hızlı koşanın her şeyi kazandığı, arkada kalanın ise her şeyi kaybettiği bir dünyada yaşıyoruz.

VI. TTK Tasarısı

- 30 TTK Tasarısı'nın konumuz için getirdiği en önemli yenilik; TTK'nın 420-433. maddelerindeki ayrıntılı hükümleri kaldırmasıdır. Tahviller, Tasarı'da "Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler" başlıklı ve üç maddeden oluşan (m.504-506) Üçüncü Ayrım içerisinde düzenlenmektedir.
- 31 504. maddeye göre:

"Her çeşidi ile tahviller, ... ile her çeşit menkul kıymetler, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararı ile çıkarılabilirler. Genel kurul bu kararı, kanunlarda farklı bir düzenleme yoksa, 421 inci maddenin **üçüncü ve dördüncü fıkraları** ~~fıkrası~~ hükmüne göre verir. Esas sözleşme farklı bir nisap öngörebilir. Genel kurul kararının çıkarılacak menkul kıymete ilişkin, gerekli bütün hüküm ve şartları içermesi gerekir. Genel kurul kararını yönetim kurulu yerine getirir. Bu hükme tâbi menkul kıymetler hamiline veya emre yazılı ve itibarî değerli olabilir. İtibarî değer genel kurul ve yetkilendirilmiş olması hâlinde yönetim kurulunca belirlenir. Borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit

olması ve teslimi anında tamamen ödenmesi şarttır.”. [Adalet Alt Komisyonu'nun yaptığı değişiklik işlenmiştir]

Burada, 421. maddeye yapılan eksik atıf Adalet Alt Komisyonu tarafından düzeltilerek, bundan doğabilecek olan önemli bir boşluk önlenmiştir. Hükmün son şekli doğrultusunda: Tahvil çıkarma konusundaki genel kurul kararı “... sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınır. ... öngörülen nisaplara ilk toplantıda ulaşılamadığı takdirde izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır” (m.421/3-4). Görüldüğü üzere, toplantı ve karar yeter sayıları için iki ayrı nisap değil, tek bir nisap kabul edilmiştir²⁴. Genel kurul kararının halen TTK, m.423'ün atfıyla 388/3-4'teki ağırlaştırılmış nisaplara göre alınması gerekmektedir²⁵. Dolayısıyla, Tasarı mevcut nisapları ciddi şekilde ağırlaştırmıştır.

- 32 Diğer taraftan, halen TTK, m.423 (388/3-4)'teki nisapların ağırlaştırılabileceği ama hafifletilemeyeceği kabul edilmektedir²⁶. Tasarı'nın 504. maddesinin üçüncü cümlesinde ise, bu nisapların ana sözleşme ile değiştirilebileceği belirtilmektedir. Buna ait gerekçeye göre:

“Esas sözleşmede farklı nisap öngörülebileceğine ilişkin hükmü hem hafifletici hem de ağırlaştırıcı nisapları kapsar. Menkul değerlerin çıkarılmasında kolaylık sağlanmasının yararlı olacağı düşüncesiyle Tasarıda öngörülenden daha düşük nisapla karar alınabilmesine de olanak tanınmıştır.”.

Tasarı'nın 421. maddesindeki ağırlaştırılmış nisapların ana sözleşme ile değiştirilip değiştirilemeyeceği her ne kadar pek açık olmayan bir şekilde düzenlenmiş ise de, tahviller açısından amaçlanan şey açıktır²⁷. Fakat bir yandan mevcut nisapları ciddi şekilde ağırlaştırırken, diğer yandan bu nisapların ana sözleşme ile bertaraf edilmesine imkân tanımak bize pek tutarlı görünmemektedir. Dolayısıyla, Alt Komisyon tarafından yapılan düzeltme “421 inci maddenin **birinci dördüncü** fıkrası hükmüne göre verir.

²⁴ Bunun yerinde olmadığı yönünde bkz. Erdoğan Moroğlu, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı – Değerlendirme ve Öneriler, İstanbul Barosu Yayınları, İstanbul, 2005, s.135.

²⁵ Buna göre ilk toplantı için toplantı yeter sayısı sermayenin 1/2'si, ikinci toplantı için 1/3'üdür. Karar yeter sayısı ise mevcut oyların çoğunluğudur.

²⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), No.1300, s.704.

²⁷ Ana sözleşme değişiklikleri için ağırlaştırılmış nisaplar belirleyen maddenin ilk fıkrasında genel olarak ana sözleşme değişiklikleri için nisaplar, ikinci ve üçüncü fıkralarında ise daha ağır nisaplara tabi tutulan özel ana sözleşme değişiklikleri yer almaktadır. İlk fıkra şöyledir: “Kanunda veya esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı takdirde, esas sözleşmeyi değiştiren kararlar, şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurulda, toplantıda mevcut bulunan oyların çoğunluğu ile alınır. ... Bu fıkroda öngörülen nisapları düşüren veya nispi çoğunluğu öngören esas sözleşme hükümleri geçersizdir.” [vurgu eklenmiştir]. Bu ifade şekli, kanundaki nisapların aksini kabul eden bir ana sözleşme hükmünün geçerli mi yoksa geçersiz mi olduğu konusunda şüphe uyandırabilir. Burada amaçlanan şey; fıkradaki nisapları ağırlaştırılan ana sözleşme hükümlerini geçerli, hafifletiren ana sözleşme hükümlerini ise geçersiz saymak olmalıdır. Diğer fıkralardaki nisapların ana sözleşme ile değiştirilip değiştirilemeyeceği konusunda ise, bir hüküm yoktur. Maddeyle ilgili başka eleştiriler için bkz. Moroğlu, s.135.

Esas sözleşme farklı bir nisap öngörebilir.” şeklinde olsaydı, bu herhalde maddenin ilk şekli ile güdülen amaca daha uygun olurdu. Böylece, TTK’dakine yakın bir nisap muhafaza edilmiş olur, bunun hem ağırlaştırılmasına hem de hafifletirilmesine imkân verilmiş olurdu.

33 505. maddeye göre:

“Aksi kanunda öngörülmemişse, genel kurul herhangi bir menkul kıymetin çıkarılmasını ve hükümleriyle şartlarını saptamak ve bununla ilgili işlem denetçisi seçmek yetkisini, en çok 15 ay için yönetim kuruluna bırakabilir. 421 inci maddenin **üçüncü ve dördüncü fıkraları** ~~fıkraları~~ hükmü yetkilendirme kararına da uygulanır.”. [Adalet Alt Komisyonu’nun yaptığı değişiklik işlenmiştir]

TTK, m.423’e göre, tahvil çıkarmaya genel kurulun karar vermesi gerekir. Öğretideki çoğunluk görüşü bu yetkinin yönetim kuruluna devredilemeyeceğini kabul ediyordu²⁸. Fakat daha sonra SerPK, m.13/6 ile; “Tahvil ... ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir. Bu takdirde Türk Ticaret Kanununun 423 ve 424 üncü maddeleri uygulanmaz.” şeklinde bir hüküm kondu²⁹. Dolayısıyla, bu yetki halen yönetim kuruluna devredilebilmektedir. Tasarı da aynı çözümü benimsemekte, ancak 15 aylık bir süre sınırlaması koymaktadır.

34 506. maddeye göre:

“(1) 504 ve 505 inci madde hükümlerine bağlı borçlanma senetlerinin toplam tutarı, sermaye ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamaz; kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonları da toplama katılır. Kanunlardaki istisnalar saklıdır.

(2) Sermaye Piyasası Kanunu ile ilgili mevzuat hükümleri saklıdır.”.

TTK, m.422’ye göre, ancak ödenen ve son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktara kadar tahvil çıkarılabilir. Dolayısıyla, taahhüt edilen ama henüz ödenmemiş olan ya da zarar sonucunda sonradan azalan sermaye bu hesapta dikkate alınmaz. Bu hüküm, sözkonusu meblağın şirketin gerçek durumunu yansıtmadığı gerekçesiyle öğretide eleştiriliyordu³⁰. Daha sonra, SerPK, m.13, 93/3983 sayılı BK Kararı ve SPK’nın Seri:II, No:13 Tebliği ile daha gerçekçi bir ölçü belirlendi. Buna göre, tahvil ihraç limiti şöyle formüle edilebilir:

Çıkarılmış/Ödenmiş Sermaye	+	Yedek Akçeler	+	Yeniden Değerleme Değer Artış Fonu	-	(varsa) Zararlar
----------------------------	---	---------------	---	------------------------------------	---	------------------

²⁸ Arslanlı, Tekinalp (ve Poroy/Çamoğlu), Doğanay ve Ünal bu görüşteydi. İmregün’ün görüşü ve bizim görüşümüz ise bunun gereksiz bir sınırlama olduğu yönündeydi. Bkz. Acar, s.53-57 ve orada anılanlar.

²⁹ Bu hüküm de öğretide eleştirilmiştir. Bkz. Oğuz Kürşat Ünal, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi”, Ali Bozer’e Armağan, Ankara, 1998, s.76-78.

³⁰ Geniş bilgi için bkz. Acar, s.42-45 ve orada anılanlar.

Dolayısıyla, Tasarı'nın bu konudaki uygulamaya bir yenilik getirmediği söylenebilir. Söz konusu BK Kararı ve SPK Tebliği'ndeki diğer bir nokta da katsayı uygulamasıdır. Buna göre, son dönem mali tablolarına göre net dönem kârı elde eden bir halka açık anonim şirket bu limitin 6 katına kadar tahvil çıkarabilir. Net dönem kârı elde etmeyen bir halka açık anonim şirket ise, 3 katına kadar tahvil çıkarabilir. Bunun için; (1) mali tabloların SPK tarafından belirlenen standartlara göre hazırlanmış ve bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından denetlenmiş olması, ve (2) öngörülen borçlanma tutarının SPK tarafından onaylanmış olması gerekir. Yurt dışında çıkarılacak tahviller bu hesaba katılmaz. Yukarıdaki limitin 6 katı kadar tahvil çıkaran bir anonim şirketin bu parayı faiziyle birlikte nasıl geri ödeyeceği merak konusudur³¹.

- 35 Tasarı'nın yukarıdaki üç madde dışındaki bazı maddelerinde de tahviller hakkında çeşitli hükümler bulunmaktadır:
- 36 Tasarı'nın "Ortakların şahsî sorumlulukları ve iş ilişkilerinin geçmesi" kenar başlıklı 158. maddesinde, ticaret şirketlerinin birleşmesi halinde alacaklılar ve çalışanları koruyan bazı hükümler yer almaktadır. Buna göre, devrolunan şirketin borçlarından birleşmeden önce sorumlu olan ortakların sorumlulukları, birleşmeden sonra da 3 yıl süre ile devam eder (m.158/1-2). Kamuya arz edilmiş olan tahvillerde, izahnamede aksine hüküm olmadıkça, bu sorumluluk itfa tarihine kadar devam eder (m.158/3).
- 37 Anonim şirketlerde şarta bağlı sermaye artırımı yapılabilmesine imkân veren yeni bir hüküm olan 463. maddeye göre:

"(1) Genel kurul, esas sözleşmede, yeni çıkarılan tahviller ... nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara ... değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilir.

(2) Sermaye, değiştirme veya alım hakkı kullanıldığı ve sermaye borcu takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda ve ölçüde kendiliğinden artar."

Madde gerekçesine göre:

"ŞSA [Şartlı sermaye artırımı], yeni çıkarılacak tahvillerin ve benzeri borçlanma araçlarının alacaklılarının şirketin pay sahiplerine dönüşmelerini amaçlayan bu yolla şirkete sermaye sağlayan, yani finansmana yardımcı olan ve çalışanlar için pay senedi çıkarılmasına olanak veren bir sermaye artırımı yöntemidir. ŞSA, muayyen sermaye sisteminin bir istisnasıdır. Bu usulde sermaye, uzun sayılabilecek bir süre içinde, değiştirme ve alım hakları sahipleri tarafından kullanıldıkça, damla damla artar. Başka bir deyişle, sermayeyi, üçüncü kişilerin kendilerine tanınan alım ve değiştirme haklarını kullanmaları artırır. Her hak kullanımında arttığı için, sermaye değişkendir. Bu tür artırımda,

³¹ TBB ise, bu katsayıların artırılması gerektiğini savunmaktadır. TBB, Rapor, s.47.

genel kurul kararı sermayeyi artırmamakta, esas sözleşmede, kanunda sayılmış kişilere değiştirme veya alım haklarını kullanmak yolu ile yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar vermektedir. Başka bir deyişle genel kurul sermayeyi artırmamakta, sermayenin artmasını alım ve değiştirme haklarının kullanılması şartına tâbi kılmakta; bu düzeni kuran esas sözleşme hükmünü kabul etmektedir. Kayıtlı sermaye sisteminin aksine ŞSA'da genel kurul yönetim kuruluna herhangi bir yetki devrinde de bulunmamaktadır. Artırımın gerçekleşme zamanı üçüncü kişilerin kararına, yani şarta bağlı kalmaktadır. *[ilavedir]*

... ŞSA için esas sözleşmede bir hüküm bulunmalı, artırımın şartları ve kuralları bu hükümde yer almalıdır. Bu bütün ŞSA'lara uygulanacak genel bir hüküm değildir. ... her ŞSA için, ona özgü, yani ayrı bir esas sözleşme hükmüne gerek vardır. Bir ŞSA tamamlanınca, ona ilişkin sözleşme maddesi hükmünü tamamladığı, deyim yerindeyse bittiği, tükendiği için esas sözleşmeden çıkarılır. Yeni bir ŞSA için yeni bir esas sözleşme hükmünün kabulü gerekir.

... Değiştirme ve alım haklarını kullanarak şirketin pay senedini iktisap edebilme olanağı sınırlı sayı (numerus clausus) olarak belirli kişilere tanınmıştır. Bunlar iki gruptur: (1) Şirket veya topluluk şirketleri tarafından yeni çıkarılan, yani değiştirme hakkını içererek ihraç edilmiş bulunan tahvillerin ve benzeri borçlanma araçlarının alacaklıları;

... Değiştirme hakkı; tahvillere ve benzeri borçlanma araçlarına bağlanmış, sahibine söz konusu borçlanma senetlerini tek taraflı iradesiyle, şirketin pay senedi ile değiştirme hakkını veren bir haktır. Bu hak yenilik doğurucudur. Tahvilin ve benzeri borçlanma araçlarının alacaklısı sadece mezkûr senetlerde yazılı anaparanın ve faizinin değil, bir alternatif faculta olarak şirketin pay senedini elde etmeye ilişkin beklentinin de hâmilidir. Yenilik doğurucu hakkın kullanımı ile, alacak ile pay senedi bedeli takas edilmiş olur. Türk hukuku değiştirme hakkını hisse senetleri ile değiştirebilen tahviller sebebiyle tanımaktadır.

...Değiştirme hakkının söz konusu olduğu hallerde, alınan pay senedinin bedeli, değiştirme hakkının kullanıldığı anda takas yolu ile ödenir. Alınan pay senedinin bedeli bellidir. Bu bedel pay senedini alacak olan değiştirme hakkı sahibinin ödemesi gereken bir sermaye (taahhüt) borcudur. Diğer yandan değiştirme hakkının bağlı bulunduğu tahvil veya benzeri borçlanma senedinin içerdiği anapara ve oluşan faiz tutarı da bellidir. Değiştirme hakkı kullanıldığında anapara ve faiz tutarı pay senedinin bedeli ile ipso iure takas edilmiş olur.”

- 38 Tasarı, şarta bağlı sermaye artırımında, pay sahipleri ile tahvil sahiplerinin haklarını koruyan özel hükümler de içermektedir. Mevcut pay sahiplerinin pay oranlarını sulandıracağı için, bu payların öncelikle mevcut pay sahiplerine teklif edilmesi gerekir. Mevcut pay sahiplerinin bu hakkı ancak haklı sebeplerin varlığı halinde kaldırılabilir veya sınırlanabilir (m.466). Bu

paylar öncelikle pay sahiplerine önerilmeyecekse, ana sözleşmede değiştirme hakkının kullanılma şartları ile ihraç bedelinin hesaplanmasına ilişkin esasların açıklanması gerekir (m.465/2). Diğer taraftan, ana sözleşme veya izahnamede aksi belirtilmiş olmadıkça, tahvil sahiplerinin değiştirme hakkı bu tür payların devrinin sınırlanmış olduğu gerekçesiyle engellenemez. Değiştirme hakkı, sermaye artırımı yapılması, yeni değiştirme hakları tanınmış olması gibi başka bir yolla da kayba uğratılamaz (m.467).

- 39 Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller öğreti tarafından incelenmiş ve SPK'nın Seri:II, No:15 Tebliği ile de düzenlenmiş, dolayısıyla bilinen bir konuydu³². Ancak, Tasarı'nın yukarıdaki hükümleri bu tahvilleri çok daha farklı bir bağlamda ele almaktadır. Bu hükümlerin canlı tartışmalara konu olacağı şimdiden tahmin edilebilir.
- 40 Tasarı'nın anonim şirketler hukukuna getirdiği en önemli açılım; muhasebe standartları, şeffaflık ve kurumsal yönetim konularındadır. Bu, tahviller için de geçerlidir. Şirketlerimizin bu konularda bir atılım gerçekleştirmesi gerekmektedir. Yoksa çıkardıkları tahvilleri satmakta büyük güçlük çekeceklerdir.

VII. Sonuç

- 41 Anonim şirketlerin çıkardıkları tahviller, Avrupa ve Amerika için önemli bir tarihi role sahiptir. Ülkemizde ise, aynı rol devlet tahvillerine ait olmuştur. Bu fark, son iki yüz yıldır izlenen ekonomik politikalar arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. 1986 yılından önce ülkemizde anonim şirketlerin ne kadar tahvil çıkardıklarına ilişkin sağlıklı bilgiler yoktur. Rakamlar, anonim şirketlerin 1999 yılından beri tahvil çıkarmadıklarını göstermektedir. Bunun ilk ve en önemli sebebi, mali mevzuattır. Tahvillerin ne anonim şirket için ne de (özellikle kurumsal) yatırımcı için bir cazibesi vardır. Bunu bir dizi düzenlemeyle değiştirmek kolaydır. Yapısal eksiklikleri gidermek ise daha zordur. Şirketler hukuku reformu, ikinci el piyasaların kurulması ve güçlendirilmesi ve KOBİ finansmanı konularındaki çalışmalar, bu amaç için son derece önemlidir. Önümüzdeki yıllarda, yeni bankacılık kuralları nedeniyle kredi riskleri yükselecek olan şirketlerimiz ciddi sıkıntılarla karşılaşabilirler. Mevcut yapısal çalışmalarla birlikte, tahvillerin tercih edilebilir bir finansman yöntemi olarak şirketlerimize sunulmasının onları rahatlatacağına inanıyoruz.

³² Örnek olarak ve geniş bilgi için bkz. Huriye Kubilay, Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara, 1986, s.51 vd.; Özlem Özdemir, Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999, s.12 vd. Hatta bunun devlet tahvilleri alanında da uygulaması bulunmaktadır. Örneğin, Tüpraş ve Türk Telekom özelleştirmelerinin, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil yoluyla yapılması gündeme gelmişti.

KAYNAKÇA

Acar, Serdar: Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2001.

Deloitte, Türkiye’de Girişim Sermayesi “Private Equity”, İstanbul, 2007.

Dinçsoy, Selçuk: Belediye Tahvilleri (Municipal Bonds) Kavramı ve Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilebilecek Sermaye Piyasası Araçları Üzerine Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2001.

Domaniç, Hayri: “Tahvil Senetleri”, Banka ve Ekonomik Yorumlar, 1973, C.7, Sa.2, s.311-356.

Engin, Vahdettin: Rumeli Demiryolları, Eren Yayıncılık, İstanbul, 1993.

Gönenli, Atilla: “Tahvil İhracı Yoluyla Finansman İmkanları”, Sevk ve İdare Dergisi, 1972, Sa.48, s.9-14.

İpekçi, Ahmet: “Enflasyonun Tahvil Getirilerine ve Maliyetine Etkisi”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 1975, Sa.6, s.43-46.

Karakoyunlu, Erdoğan: “Tahvil İhracı”, İktisat Maliye, C.17, Sa.5, s.208-213.

Kaya, Abdullah: Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2001.

Kazgan, Haydar: “Müşterek Pazarda ve Türkiye’de Özel Sektörün Finansmanında Tahvillerin Oynadığı Rol”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 1971, s.43-52.

Kıray, Emine: Osmanlı’da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar, İletişim Yayınları, İstanbul, 1993.

Kubilay, Huriye: Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara, 1986.

Moroğlu, Erdoğan: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı – Değerlendirme ve Öneriler, İstanbul Barosu Yayınları, İstanbul, 2005.

Özdemir, Özlem: Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999.

Poroy, Reha/Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Arıkan, İstanbul, 2005.

Sesayılmaz, Tarık: “Tahvil Piyasasındaki Gelişmeler”, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, 1976, Sa.121, s.29.

SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2007.

TBB, “Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçları - Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler”, Bankacılar Dergisi, 2000, Sa.35, s.42-49.

Uras, Güngör: “Sınai Kuruluşların Almanya’daki Türk İşçilerine Tahvil ve Hisse Senedi Satma Olanakları”, Türkiye İktisat Gazetesi, 1972, Sa.986, s.3.

Ünal, Oğuz Kürşat: “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi”, Ali Bozer’e Armağan, Ankara, 1998, s.76.