

**TÜRK HUKUKUNDA  
KÂR VE ZARAR ORTAKLIĞI BELGESİNİN  
KAVRAMSAL GELİŞİMİ - HUKUKÎ NİTELİĞİ  
VE UYGULAMASI**

**İbrahim ARSLAN (\*)**

**I — GİRİŞ**

**A — Genel Olarak**

Türk hukuk literatüründe, yeni ortaya çıkan Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesinin kaynağını araştırdığımızda kâra iştirakli tahvile dayandığını görüyoruz. Kâra iştirakli tahvil kavramına ise ilk defa - düzenlenmiş olması bile - isim olarak Birinci Beş Yıllık Kalkınma Plânı'nda rastlamaktayız (1). Gerçekten, adı geçen Plânın Finansman ile ilgili kısmına bakıldığında;

**«Temel amacı tasarrufların en verimli alanlara akımını kolaylaştırmak olan sermaye piyasasının kurulmasına yardım edilecek, bu şekilde ilk amacın yanısıra, sırf, değerlendirme imkânı bulamadıkları için tasarruf yapmayan küçük gelir sahipleri tasarrufa teşvik edilecektir. Sermaye piyasasında çalışacak müesseselerin kâra iştirakli tahvil ihracı, kâr garantisi verilmesi gibi yollarla tasarrufların sermaye piyasasına akmasını sağlayacak tedbirler üzerinde durulması, teşvik olunacaktır.»**

denildiği görülmektedir. Bundan da anlaşılıyor ki, ülkemiz, plânlı kalkınma dönemine geçtiği yılların hemen başında, ekonomide önemli bir yeri olan sermaye piyasasının geliştirilmesi önerilmiştir. Ne yazık ki bu tür faydalı önerilerin varlığına rağmen, sermaye piyasasına gereken önem verilmemiştir. Bunun sonucu olarak da sermaye piyasası, hukukumuzda uzun yıllar 'adı var, kendi yok' olarak kalmıştır. Çünkü bir müessesenin varlığından söz edebilmek için, onun araçlarından verimli şekilde yararlanmak gerekir.

(\*) Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Araştırma Görevlisi.

(1) Bkz. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Plânı, Bölüm IX, Uygulama Politikası, Plânın Finansmanı, 1, c, 2, e.

1961 yılında, adıyla da olsa hukukumuzda giren kâra iştirakli tahvil, 1974 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma ile ilgili yeni girişimlere kadar, ömrünü çoktan doldurmuş bir kalkınma plânının sayfaları içinde, kaybolmuştur. Gerçekten anılan plân, kâra iştirakli tahvil kavramına değinmekle yetinmiş, fakat bu herhangi bir yasal düzenleme ile desteklenmemiştir. Bu durum, 1974 yılının ikinci yarısına kadar böyle devam etmiştir.

İdarî düzenleme olarak, kâr ve zarar ortaklığı belgesinin Türk hukuk sistemindeki temelleri 26.8.1974 tarih ve 7/8810 sayılı Kararname ile atılmıştır. Bu Kararname ile yürürlüğe konulan, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 22 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, 'Kâra İştirakli Tahvil' kavramını mevzuatımıza dahil etmiştir (2). Aslında hukuken mevzuatımızda zımnen de olsa, varlığı kabul edilen bir müessese, açık şekilde belirlenmiştir. TTK'nda kâra iştirakli tahvili önleyici bir hüküm bulunmadığı ve 421. maddenin ikramiyeli, ikramiyesiz tahvillerden bahsetmesinden dolayı hukukumuzda, bu tahvilin daha önce de mevcut olduğu görüşü, yaygın olarak savunulmaktadır (3). 22 sayılı Karar ile sözkonusu tahvile, parasal açıdan önem kazandırılmak istenmiştir. Ama başarılı olduğu söylenemez (4).

TTK'nun 420 ve devamı maddelerinde tahviller düzenlenmiştir. Bu düzenleme genel anlamdadır. TTK'nun 420. maddesi tahvili 'Anonim Şirketlerin ödünç para bulmak için itibarî kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senedi' şeklinde tanımlamıştır. Bu geniş ve kapsamlı tanımdan dolayı, TTK 421 ve 430. maddeler ile beraber uygulama ve doktrin çeşitli tahvil türleri üretmiştir (5). TEKİNALP tahvilleri ye-diye ayırmaktadır. Bunları kitabında şu şekilde sıralamaktadır (6).

(2) Karar metni için bkz. R. G. 29.8.1974 sayı 14991.

(3) Bu görüşteki yazarlardan bazıları için bkz.

TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu): Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Ders Kitabı, 3. Baskı, İstanbul 1984, sh. 560.

TEKİNALP: Kâra İştirakli Tahvil, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Eylül 1974, sh. 2.

İMREGÜN: Kara Ticareti Hukuku, 8. Baskı İstanbul 1987, sh. 492.

ARSLANLI: Anonim Şirketler, (II, III), İstanbul 1960, sh. 309.

Karşı görüş için bkz.

DOMANIÇ: Kıymetli Evrak Hukuku, Genişletilmiş 2. Baskı, İstanbul 1975, sh. 681.

DOMANIÇ: Anonim Şirketler, İstanbul 1978, sh. 1027.

(4) 22 sy. Kararın eleştirisi için bkz. TEKİNALP: agm.

(5) Bunlardan bazıları için bkz.

TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu): age. sh. 560 - 564.

ANSAY: Anonim Şirketler Hukuku, 6. Baskı, Ankara 1982, sh. 287.

İMREGÜN: age. sh. 490 vd.

(6) TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu): age. sh. 560 - 564.

- 1) Primli Tahviller
- 2) İkramiyeli ve Piyangolu Tahviller
- 3) Kâra Katılma Hakkı Veren Tahviller - Kâr Ortaklığı Belgesi
- 4) Güvenceli Tahviller
- 5) Kâra Göre Değişir Faiz Getiren Tahviller
- 6) Endeksli Tahviller
- 7) Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller

Senet (kredi) karşılığında, semere olarak faizin öngörölmüş olduğu tahviller, bilindiği gibi, sabit veya değişken faizleri tahvil sahiplerine gelir olarak sunmaktadır. Oysa kâra iştirakli tahvilin sahiplerine sunduğu gelir, esas itibariyle faiz olmayıp, elindeki tahville orantılı olarak, elde edilen kârdan bir iştirak payının verilmesidir. Bu son durumda tasarruf sahibi hem faiz, hem kâr payı almaktadır.

Bundan çıkan sonuç şudur: Sadece faize dayalı tahvillerde, ilgili işletmenin kâr veya zarar etmesi, kâr etmişse bunun az veya çok olması, tahvil sahibi açısından önemli değildir. Çünkü bu tür tahvillerin hukuki mahiyetleri icabı, ne kadar zamanda ne kadar gelir getireceği önceden belirlidir. Tahvil sahibi bu durumu bilir ve hesaplarına uygun bulursa bunlardan alır. Buna karşılık, kâra iştirakli tahvillerde durum tamamen değişiktir. Şöyle ki: Adından da anlaşıldığı gibi bu tahvil faiz değil, kâra iştirak sağlamaktadır. Bu sebeple de tahville sağlanacak gelir, ilgili işletmenin kârı ile doğru orantılı olarak artacak veya azalacaktır. Hatta işletme kâr etmemişse, tahvil sahibine de hiçbir gelir ödenmeyecektir. İşletme zarar ederse, tahvil sahibi herhangi bir gelir alamayacak ve fakat zarara da katılmayacaktır. Çünkü bu tahviller zarara katılmayı kapsamamaktadır.

1974 yılındaki bu ilk düzenlemeden sonra 11.11.1975 tarih ve 13 Sayılı Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası Kuruluşuna Dair Kanun Hükümünde Kararname 'Kâr Ortaklığı' ilkesini hukukumuzda kazandırmıştır (7, 8). Buna bağlı olarak 'Kâr Ortaklığı Senedi' kavramı da hukuk düzenimizde yerini almıştır.

(7) Bu KHK daha sonra 17.6.1982 tarih ve 2680 Nolu Yetki Kanununa (R.G. 19.6.1982, sayı 17729) dayanılarak 4.11.1983 tarih ve 165 sy. KHK'ye (R.G. 14.11.1983, sayı 18221) dönüştürülmüştür.

(8) Bu konuda daha geniş bilgi için bkz. KUNTALP: Ortaklık, sh. 3. KUNTALP: Ödünç, sh. 3 - 5.

13 Sayılı KHK'nin mevzuatımıza kazandırdığı kâr ortaklığı belgesi- nin daha ayrıntılı düzenlemesine Bakanlar Kurulu, Maliye Bakanlığı, T.C. Merkez Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun karar ve tebliğlerinde rastlanmaktadır (9).

Gerçekleştirilen bu düzenlemelerle, kâra iştirakli tahvillerden hare- ketle önce kâr ortaklığı belgesine, oradan bir aşama daha ileri gidilerek de Merkez Bankasının 15.6.1982 tarihli Resmî Gazetede yayınlanan '22 sayılı Karara İlişkin 2 Nolu Tebliği' ile kâr ve zarar ortaklığı belgesi kav- ramına ulaşılmıştır. İnceleme konumuzu işte bu 'Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi' oluşturmaktadır. Bunun asıl ayrıntılı düzenlemesine, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 30 sayılı Kararda Öngörülen Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi Çıkarılmasına Dair Seri: III No: 2 Tebliğinde rastlamaktayız (10).

Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi'nin kavram olarak tarih içinde deği- şikliğe uğraması ve bunların herbirinin hukukî mahiyetleri üzerinde II. Bölümde 'Kavramsal Gelişme' başlığı altında durulacağından, bu kısım- da sadece zikredilmekle yetinilmiştir (11).

### B — Kavram

İncelememizde kolaylık ve anlaşılabilirlik sağlayabilmesi için öncelikle kâr ve zarar ortaklığı belgesinin bir ön tanımını vermekte yarar vardır. Ser. Piy. Kur.nun, Seri: III, No: 2 Tebliğinin 1. maddesine göre kâr ve za- rar ortaklığı belgesi; Anonim şirketlerin finansman kaynakları bulmak için kâra ve zarara ortak olmak üzere, üçüncü kişilere satmak amacıyla çıkardıkları kıymetli evraktır.

Bu tanımın eksikleri bulunabilir. Bu durum ilerideki açıklamalarla kendiliğinden ortaya çıkacaktır. Bunlar da dikkate alınarak inceleme so- nunda daha kapsamlı bir tanım verilmeye çalışılacaktır.

### C — Terminoloji

Kâr ve zarar ortaklığı belgesi ile ilgili yazılarda farklı kısaltmalar kullanılmaktadır. Bazı yazarlar bu menkul kıymeti, KOB olarak ifade et-

(9) Bu konuda yetkili makam olarak Maliye ve Gümrük Bakanlığı belirtilmek- te ise de, SPK'nda bu Bakanlığa ait olduğu söylenen yetkiler 188 sy. KHK ile Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na devredilmiştir. KHK metni izin bkz. R.G. 13.12.1983 sayı 18251 mük. Daha sonra ise bu KHK kanuna dönüştürülmüştür. Kanun metni için bkz. R.G. 25.4.1986,s ayı 19088.

(10) Tebliğ metni için bkz. R.G. 13.12.1984, sayı 18604.

(11) Bkz. aşa II, B., Kavramsal Gelişim, sh. 298 - 300.

mektedirler (12). Bazı yazarlar ise aynı menkul kıymet için KZOB kısaltmasını kullanmaktadırlar (13). Kısaltma kullanmaksızın belgenin tam adını yazan yazarlar da bulunmaktadır (14).

Kâr ve zarar ortaklığı belgesini en ayrıntılı ve son olarak düzenleyen hükümler Ser. Piy. Kur.nun, Seri: III, No: 2 Tebliğinde bulunmaktadır. Bu tebliğin başlangıcında, Tebliğde kullanılan bazı kavramların kısaltmalarını açıkça belirlemiştir. Aslında bu tip kısaltma cetvellerine Kurul'un bütün tebliğlerinde rastlamak mümkündür.

Adı geçen Tebliğ, kâr ve zarar ortaklığı belgesinin kısaca KOB olarak gösterileceğini açıkça belirtmiştir (15). Ancak; kısaltmalardan amaç o kısaltmayla da olsa, asıl deyim ve kavramın herkesçe -veya en azından ilgililerce - bilinebilmesi olmak gerekir. Bu amacı gerçekleştirmek için genel olarak uygulanan yöntem, kelimeler çok sayıda ise bunların baş harfleriyle kısaltmayı oluşturmaktır. Anılan Tebliğ bunu kısmen yapmış gözükmektedir. Kısmen demek gerekir, çünkü bu kısaltma kanaatimizce eksik ve hatalıdır. Bunu daha iyi açıklamak için konuyu biraz açmak gerekir. Şöyle ki: Kâr ve zarar ortaklığı belgesi kavramı olarak, çeşitli aşamalardan geçmiştir.

Tarih sırasına uygun olarak, Birinci Beş Yıllık Kalkınma Plânı ve 22 sayılı Karar kâra iştirakli tahvilden söz etmektedir.

Daha sonra 17.4.1975 tarih ve 1877 Sayılı Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası Kurulması İle İlgili Yetki Kanunu 3. maddesinin (f) bendinde kâr ortaklığı esasını kabul etmiştir. Bu Yetki Kanunu'na dayanılarak çıkarılan 11.11.1975 tarih ve 13 Sayılı Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası Kuruluşuna Dair Kanun Hükmünde Kararname de 8. maddesinde «Tahvil İhracı» başlığı altında kâr ortaklığı esasını benimsemiştir (16, 17).

(12) Bunlardan bazıları için bkz.

ÇAKICI: «Kâr Ortaklığı Belgesi (KOB)», Milliyet, 13.5.1982, sh. 2.

TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu): age. sh. 560.

(13) Örneğin bkz.

TUNCER: Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori - Uygulama), İstanbul 1985, sh. 249.

(14) KUNTALP: Ortaklık, sh. 3.

(15) Bkz. Seri: III, No: 2 Tebliği, (R.G. 13.12.1984 - 18604) kısaltmaları (tanımları).

(16) 13 sy. KHK, 17.6.1982 tarih ve 2680 sy. Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Kuruluş Görev ve Yetkilerinin Düzenlenmesi İle İlgili Yetki Kanununa (R.G. 19.6.1982 sayı 17729) dayanılarak çıkarılan 4.11.1983 tarih ve 165 sy. Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası Anonim Şirketi'nin Kuruluşu Hakkında KHK'nin (R.G. 14.11.1983 sayı 18221) 24. maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır. Ancak, 13 sy. KHK'nin 8. maddesine paralel hükümler yeni

1982 yılı başlarından itibaren sermaye piyasası ile ilgili mevzuatta önemli ve hızlı değişikliklere rastlanmaktadır. T.C. Merkez Bankası 22 sayılı Karara ilişkin olarak yayınladığı 1 Nolu Tebliğinde, kâra ve zarara ortak olacak şekilde çıkarılacak tahviller için 'Kâr Ortaklığı Belgesi' kavramını kullanmaktadır (18). Bunun hemen ardından Bakanlar Kurulu, 25 sayılı Karara Ek Karar'ı yürürlüğe koymuştur (19). Bu Karar da 1. maddesinde «kâr ve zarara iştirakli kâr ortaklığı belgeleri...» ifadesini kullanmaktadır.

25 sayılı Karara Ek Kararın, kâr ortaklığı belgesi için zarara da ortak olduğunu belirtmesinden sonra, Merkez Bankası 22 sayılı Karara ilişkin olarak 2 Nolu Tebliği yayınlamıştır (20). Bu Tebliğ, sözkonusu belgenin adını «Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi» olarak kabul etmiştir.

Bundan iki yıl kadar sonra Ser. Piy. Kur. tarafından yayınlanan Seri: III, No: 2 Tebliği de belgeyi «Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi» olarak kabul etmiş ve fakat kısaltma olarak KOB kullanmıştır.

Şimdi, yukarıda anlatılan gelişme evreleri dikkate alındığında şu sonuca varılabilir: Belgeye kâr ortaklığı belgesi denildiği dönemlerde, KOB olarak kısaltma kullanmak hatalı olmuyordu. Oysa anılan Merkez Bankası Tebliği, bu belgeye zarara katılma unsurunu da eklemiştir. Böylece belgenin adı ve kapsamı genişlemiştir. Dolayısıyla; KOB kısaltmasının bu belgeyi tam olarak ifade ettiği söylenemez. Buna ek olarak, 2499 sayılı SPK'nun 1. maddesi ve 3. maddesinin (b) bendine dayanılarak Ser. Piy. Kur. tarafından yayınlanan Seri: III, No: 2 Tebliği de «Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi»ni bu adla kabul etmiştir (21).

Bütün bunlardan dolayı bu belgeye kısaca KZOB denmesi daha uygun olur (22). Aksi halde, KOB olarak kısalttığımızda bunun içine zarar kavramının da dahil olduğunu ayrıca belirtmek gerekebilir. Bu gerekçelerle çalışmanın bundan sonraki kısımlarında kâr ve zarar ortaklığı belgesi kısaca KZOB olarak belirtilecektir.

## D — Amaç

Bugün, dünyadaki değişik ülkelerde değişik dinî, ekonomik ve sos-

KHK'nin 3. maddesinin (c) bendinde ve dolaylı olarak 7. maddesinde muhafaza edilmiştir.

(17) Bu konuda benzer görüş için bkz.

KUNTALP: Ortaklık, sh. 3.

(18) Tebliğ metni için bkz. R.G. 15.1.1982 sayı 17575.

(19) Ek Karar metni için bkz. R.G. 12.3.1982 sayı 17631.

(20) Tebliğ metni için bkz. R.G. 15.6.1982 sayı 17725.

(21) Bkz. TUNCER: age., sh. 249.

(22) Aynı yönde bkz. TUNCER: age., sh. 249.

yal sistemler yürürlükte bulunmaktadır. Bunların doğal sonucu olarak da, sistemin işleyişinde farklı kurumlardan yararlanılmaktadır. Bu farklı kurumlar içerisinde, hukukî kurumlara da rastlamak mümkündür.

İslâm dini, faizi kesin olarak yasaklamaktadır. Durum böyle olunca, İslâm dini kurallarına uygun olarak gelir elde etmek isteyen mümin kişiler, tasarruflarını, faiz getirecek yatırım alanlarına yatırmamaktadırlar. Yatırıma yönelmeyen bu tasarruflar da ya küçük çapta ticari işletmelerle semerelendirilmeye çalışılmakta, ya da buna dahi imkân veya cesaret bulamayanlar tarafından - halk arasındaki tabirle - yastık altlarında saklanmaktadır. Bu ikinci durum özellikle ülkemiz açısından, yakın geçmişe kadar yoğun, son yıllarda ise kısmen geçerliğini sürdürmüş ve sürdürmektedir. İşte, atıl durumdaki bu tasarrufların değerlendirilmesi amacıyla KZOB ihdas edilmiştir.

KZOB çıkarılmasıyla ilgili, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: III, No: 2 Tebliğinin başlangıcında da belirtildiği gibi, bu Tebliğ SPK'nun 1. ve 3. maddeleri uyarınca çıkarılmıştır. SPK'nun 1. maddesi, Kanunun genel olarak konu ve amacını belirtmektedir. Anılan madde aynen şöyledir:

**«Bu kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir.»**

Yine SPK'nun 3. maddesinin (b) bendi de, menkul kıymetleri tadadı şeklinde belirlemiştir. Buna göre menkul kıymetler, ortaklık ve alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Görüldüğü gibi Kanun 'gibi' sözcüğünü kullanarak, bu Kanun kapsamına giren menkul kıymetleri tahdit etmemiştir.

Görülüyor ki devlet, gelişmiş ekonomilerde önemli bir yeri olan sermaye piyasasını düzenleyerek, kontrol altında tutmak istemektedir. Bu düzenleme ile amaçlanan ise SPK'nun 1. maddesinde belirtildiği gibi halkın iktisadi kalkınmaya yaygın bir şekilde katılmasını sağlamaktır (23). Bunu yaparken de sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık özelliklerinin daima varolmasına özen gösterilecektir. Böylece hem piyasa denetlenerek düzenli gelişmesi sağlanacak, hem tasarruf sahiplerinin hakları ve yararları korunacaktır (24).

(23) Aynı yönde bkz.

AKMANSU: Sermaye Piyasası Kanununun Getirdikleri, Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 23 - 24.

(24) Bkz. AKMANSU: agt. sh. 23 - 24.

Özetleyecek olursak; KZOB ile gerçekleştirilmek istenen amaç şudur: Nüfusunun tamamına yakın bir kısmı müslüman olan ülkemizde mümin vatandaşlarımız, faiz elde etmekten kaçındıkları için bankalardaki mevduat hesaplarına, tahvillere, hazine bonolarına ve bunlara benzer yatırım araçlarına yatırmak istemediklerinden, atıl durumda bıraktıkları tasarruflarını, bu tereddütlerini ortadan kaldıran araçlarla yatırım alanlarına çekmek hedef alınmıştır. Amaçlanan bu hedeflere ulaşabilmek için de, faize alternatif olarak KZOB sahibinin işletme kâr etmişse kârına, zarar etmişse zararına katılması esası kabul edilmiştir (25).

### E — KZOB'nin İktisadî ve Hukukî Önemi

Hızla gelişmekte olan ülkemizde, gelişme belirtileri her alanda olduğu gibi sermaye piyasası alanında da kendini göstermektedir. Dolayısıyla, bu gelişmelere paralel olarak mevcut sermaye piyasası araçları ihtiyaçlara tam cevap verememektedir. Bu eksiklikten dolayı, yeni araçlar geliştirilmeye çalışılmaktadır. KZOB de bu çalışmalar sonucunda sermaye piyasası araçları arasına katılmıştır.

Sermaye piyasasının iktisadî ve hukukî olmak üzere iki yönü vardır. KZOB'nin önemini bu iki yönden ayrı ayrı ele almakta yarar vardır.

#### 1 — KZOB'nin İktisadî Önemi

Üretime ve yatırıma yönelmeyen insanlar, kazandıkları paraların, zorunlu saydıkları ihtiyaçlarına harcadıklarından fazlasını, daha iyi şartlarda hayat düzeyi sağlamalarına yardımcı olması için biriktirmek isterler. Ayrılan bu paralara tasarruf diyoruz. Tasarruflar ya bir köşede bekletilir ya da yatırıma yönlendirilerek zaman içinde artırılmaya çalışılır. İkinci durum, tasarrufların değerlendirilmesi açısından özlenen ve olması gereken durumdur. Birinci durum ise enflasyonun olmadığı dönemlerde paranın ancak değerini korumasını sağlar. Enflasyon dönemlerinde ise bunu dahi sağlamaz. Gün geçtikçe değerinden birşeyler kaybeder.

Tasarruflar, ülke kalkınmasında, yatırımların gerçekleştirilmesinde çok önemli bir kaynaktır. Bu sebeple, bu kaynağın maksimum düzeyde kullanılması gerekir. Ülkemiz açısından tasarruf bilincinin tam anlamıyla yerleşmiş olduğu söylenemez. Ayrıca, tasarrufların değerlendirilmesinde de, akılcı olmayan yöntemlere başvurulmaktadır (26). İşte KZOB, bu

(25) Aynı yönde görüşler için bkz.

KUNTALP: Ortaklık, sh. 5 vd.

TUNCER: age., sh. 249 - 260. Ayrıca bkz. TUNCER: agm.

GÜNAL: Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi, Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 139 vd.

(26) Bkz. yuk. 1, D - Amaç, sh. 292 - 294.



tür atıl tasarrufların bir kısmının da olsa ekonomiye katkısını gerçekleştirebilecek bir araçtır.

KZOB'nin iktisadî önemi iki taraflıdır. İlk olarak tasarruf sahipleri için önemlidir. Çünkü tüm tasarruf yöntemlerinde ve araçlarında olduğu gibi KZOB de büyük bir ihtimalle gelir getirecek ve tasarruftan amaçlanan hedefe ulaşmaya yardım edecektir. Bununla beraber, çok düşük bir ihtimalle de olsa işletmenin zarar edebileceğini gözden uzak tutmamak gerekir. Olumsuz bir etki de olsa, bunu iktisaden önemsiz sayamayız. Çünkü bu tür yatırımların zarar etmesi, tasarruf sahiplerini, yapacakları yatırımlardan caydırır. Dolayısıyla, ülke ekonomisi açısından istenmeyen sonuçların doğmasına yol açar.

İkinci olarak KZOB, belgeyi çıkararak A.Ş. için önemlidir. Çünkü şirket bu yolla ihtiyacı olan finansmanı sağlayacaktır. Bunu sağlarken, her halükârda ödemek zorunda kalacağı bir faiz yükümü altına girmeyeceğinden dolayı, zarar da etse faiz ödeme rizikosundan kurtulmuş olacaktır. Çünkü işletmeler kural olarak kâr etmek için kurulur. KZOB sahibine ödenecek olan gelir payı, işletmenin kârı ile doğru orantılı olduğundan, az kâr edilmesi durumunda ucuz kredi, çok kâr edilmesi durumunda pahalı kredi kullanılmış olacaktır (27). İşletme bazen zarar da edebilir. Eğer zarar sözkonusu ise KZOB sahibi de zarara katılacağından, A.Ş.'in zararı biraz olsun hafifleyecektir.

Bunları bir bütün olarak ele aldığımızda ülke açısından tasarrufların üretime ve yatırıma yönlendirilmesi, kredi alış verişinin belirli bazı zümrelerce de benimsenmesini sağlamak bakımından KZOB'nin iktisadî önemi - sınırlı da olsa - mevcut bulunmaktadır.

## 2 — KZOB'nin Hukukî Önemi

KZOB, iktisadî yönden olduğu gibi hukukî yönden de bazı özelliklere ve öneme sahip bulunmaktadır. Herşeyden önce, ülkemizde menkul kıymet kavramı yeterli olgunluğa ulaşamamıştır. Bu yetersizlik, hem menkul kıymet türlerinin düzenlenmemesinden, hem mevcut menkul kıymetlere yeterince yatırım yapılmamasından kaynaklanmaktadır. İkinci sebebin kaynağında da menkul kıymetlerin halkımıza gereği gibi tanıtılmamış olması yatmaktadır (28). Bu sebeplerle KZOB, mevcut menkul kıymetlere yeni bir tür olarak eklenmiş bulunmaktadır (29). KZOB'nin hitap ettiği

(27) Bkz. GÜNAL: agt. Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 146.

(28) Aynı yönde görüşler için bkz. ÖZAKAT, KURAN, REİSOĞLU, EROĞUZ: Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 404, 412, 416.

(29) Bkz. GÜNAL: agt. Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 147.

zümre sınırlı gibi görünse de herkes tarafından alınabileceğinden, genelde tüm tasarruf sahiplerine hitap etmektedir.

İkinci olarak, sözkonusu dayanağını 30 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'nda bulan belge, SPK'na dayanarak tebliğ ile düzenlenmiş olduğundan, sonradan farkına varılabilecek herhangi bir eksikliğin eklenmesi, yanlışlığın düzeltilmesi kolayca mümkün olabilecektir (30).

KZOB, hukukî mahiyeti icabı, ortaklık ilişkisine çok benzemektedir (31). Ayrıca, belge olarak kullanma kolaylığına da sahip bulunmaktadır. Aradaki bu benzerlikten dolayı - uzak bir ihtimal olmasına rağmen KZOB'nin ülkemizde yerleşmiş olduğu bir an için düşünülürse, bu yerleşmenin hisse senedi piyasasının müstakbel gelişmesine yardım edebileceği sonucuna ulaşılabilir (32). Bunun aksi olarak, eldeki mevcut aracın piyasaya yerleştirilmesi iddiası ileri sürülebilir. Her iki görüşün de haklı yönleri vardır. Bu konuya sonuç bölümünde ayrıca değinilecektir (33).

## II — KZOB KAVRAMININ TÜRK HUKUKUNDA DOĞUŞU VE GELİŞMESİ

### A — Genel Olarak

Yukarıda kısaca bahsedilen KZOB Türk hukukunda 22 sayılı Bakanlar Kurulu Kararından sonra tartışılmaya başlanmıştır (34). Ancak bu Kararda öngörülen belge (Kâra İştirakli Tahvil) teorik olarak tam bir açıklığa kavuşturulamadığı için eleştirilmiştir. Anılan belge uygulamaya da konulamamıştır. Ancak KZOB'ne geçişte birinci basamağı oluşturmuştur. Ülkemizin içinde bulunduğu ekonomik sıkıntılardan kurtulmak için yurda döviz girişinin artırılması yolları aranmıştır. Bu yollardan biri de, faize alternatif olarak kabul edilen 'kâr ortaklığı' esaslıdır. Bu esasın 1975 yılında 13 sayılı KHK ile getirildiği yukarıda belirtilmişti (35). Fakat kâra iştirakli tahvil gibi bunun da uygulamaya aktarılmadığını belirtmek gerekir. Ta ki 1981 ve sonrasındaki düzenlemelere kadar.

Kâra iştirakli tahvil ve kâr ortaklığı esaslı uygulama alanı bulamadığı için, uzun süre güncelliğini yitirmiş bir durumda sadece mevzuatta varlığını sürdürmüştür. Nihayet 1980 yılından itibaren 1567 Sayılı Türk

(30) Karar metni için bkz. R.G. 7.7.1984 sayı 18451.

(31) KZOB - Ortaklık ilişkisine ileride ayrıca değinilecektir. Bkz. aşa. sh. 300-303.

(32) Bkz. GÜNAL: agt. Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 147.

(33) Bkz. aşa. sh. 308 - 310.

(34) Bkz. yuk. sh. 288 - Genel Açıklamalar - I, A.

(35) Bkz. yuk. sh. 291 - Terminoloji -, I, C.

Parası Kıymetini Koruma Kanunu'nda köklü değişikliklere girilmesiyle, 1981'den sonra bu belgelere ilişkin olarak da bir diz karar alınmıştır (36). Türk Parası Kıymetinin Korunması Hakkındaki bu kararlar ile, kâra iştirakli tahvil ve kâr ortaklığı esasları da tekrar güncel hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak da, alınan kararlar birbirini takip ederek bu iki belge birbirinden tamamen ayrılmıştır (37).

Kâra iştirakli tahvil TTK'nun 420 vd. maddelerinde zaten var kabul edilmekte ve bu sebeple de, 22 sayılı kararlar parasal yönden düzenleme getirildiği ileri sürülmektedir (38). Kâra iştirakli tahvil batı ülkelerinde de kullanılmakta ve rağbet görmektedir (39). Ülkemiz açısından ise, kâra iştirakle yetinilmemiş, ortaklık kurumuna yaklaşmak amacıyla olacak ki, 'kâr ortaklığı' kavramı geliştirilmiştir. Oysa ortaklık dediğimiz zaman, birçok tartışmalar ortaya çıkmaktadır. Zira, ortaklıktan söz edebilmek için sadece olumlu bir sonuç olan kârdan pay almak, tek başına yetersiz kalmaktadır. Ortaklık dediği vakit daha güçlü, daha sıkı bir ilişki anlaşılmalıdır. Bu sıklıktan kasıt 'AFFECTIO SOCIETATIS' unsurunun varlığıdır (40). Mevzuatımız bu belgeyi kâr ortaklığı belgesi olarak da yetersiz bulmuş ve belki eleştirilerden de etkilenerek, kâr ortaklığının yanına zarar ortaklığını da eklemiştir (41). Zarara da ortak olunması hususu, herhangi bir ülke hukukundan veya uygulamasından etkilenmeksizin, İslâmî esaslara uygun olarak yaşamak isteyen kimselerin tasarruflarını değerlendirebilmek amacıyla ihdas edilmiş, bu haliyle Türk hukukuna özgü bir sermaye piyasası aracıdır. Ancak, iktibas edilmiş olmasa bile, benzer hukukî kurum olan özel finans kurumlarının amacına uygunluk taşımaktadır. Bu uygunluğa rağmen her ikisi de farklı hukukî kurumları ifade etmektedir.

(36) Bu kararlarla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz.

TUNCER: age., sh. 249 vd.

GÜNAL: agt. Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 139 vd.

(37) Bkz. Kâra iştirakli tahvil için Ser. Piy. Kur. nun Seri: II, No: 7 (R.G. 13.11.1983 sayı 18220), KZOB için Seri: III, No: 2 Tebliği (R.G. 13.12.1984 sayı 18604).

(38) Bkz. TEKİNALP: agm. sh. 2.

(39) Bkz. TEKİNALP: agm. sh. 3.

(40) Bu konuda daha geniş bilgi için bkz.

KUNTALP: Ortaklık, sh. 21 vd.

TEKİNALP: agm. sh. 2, Ayrıca bkz. aşağı. sh. 300 - 301.

(41) Bu konuda ilgili düzenleme için bkz.

T. C. Merkez Bankasının 22 sayılı karara ilişkin 2 Nolu Tebliği, R.G. 15.6.1982 sayı 17725.

## B — Kavramsal Gelişimi

### 1 — Kâra İştirakli Tahvil ve Hukukî Niteliği

Bilindiği gibi kâra iştirakli tahvil, faize dayalı tahvillerden farklı olarak, verilen kredi karşılığında, o kredinin kullanıldığı faaliyetten elde edilen kazancın bir kısmını, medenî semere olarak almaya hak kazanan senetlerdendir. Faizle birlikte veya tek başına kâr payı olarak kullanılması mümkündür.

Ser. Piy. Kur.nun Seri: II, No: 7 Tebliğinin 2. maddesi bunun üç tür uygulamasını göstermektedir (42).

a) Maktu bir faiz ve buna ek olarak, tahvil tertibi için belirlenen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşecek payın ödenmesi,

b) Kâr payının maktu faizden daha az olması halinde, maktu faiz ödenmesi; maktu faiz getirisine eşit veya daha fazla kâr payı tahakkuk etmişse, kâr payının ödenmesi,

c) Maktu bir faiz öngörülmezsizin, tahvil tertibi için belli edilen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi.

Bunlardan gerçek anlamda kâra iştirakli tahvil olanları, üçüncü kategoriye girenleridir. Diğer iki çeşidi, senet sahibine asgari düzeyde bir faize ek olarak, kârdan pay vermekte veya iki tür gelirden hangisi yüksekse onu vermektedir.

Daha önce de belirtildiği gibi, genel anlamda kâra iştirakli tahvil, TTK tarafından açıkça yasaklanmadığı için, bu Kanun kapsamında var olduğu doktrinde kabul edilmektedir (43). Bu sebeple de, hukuken tahvil olarak nitelendirilmesinde hiçbir sakınca bulunmamaktadır. Gerçi 22 sayılı Kararda öngörülen kâra iştirakli tahvil, kamuoyuna 'kâr ortaklığı' deyimi ile tanıtılmıştır; ama bu iştirake teknik anlamda ortaklık ilişkisi diyemeyiz. Çünkü TEKİNALP'in de belirttiği gibi, tahvil sahiplerine sadece şirket kazancına katılma hakkı tanınması, bu katılmanın ortaklık anlamına geldiğini göstermez (44). Zira burada taraflardan birinin tek hakkı ve imkânı kâra katılmaktır. Bu ise, ortaklığın birlikte getirdiği hak ve yükümlerin sadece bir kısmını oluşturur. Asıl önemli olan, affectio societatis unsurunun varlığıdır ki, kâra iştirakli tahvillerde bu unsura rastlanmamaktadır.

(42) Tebliğ metni için bkz. R.G. 13.11.1983 sayı 18220. Ayrıca bkz. TEKİNALP: agm. sh. 11.

(43) Bkz. yuk. II, A, sh. 297.

(44) TEKİNALP: agm., sh. 3.

Salt kâra iştirakli tahvillerde işletmenin kâr etmesi ortak menfaat olarak dikkat çekiyor; ama sadece bu ortak menfaatin varlığı, amacın da ortak olduğu anlamına gelmez (45). Yani ortaklık ilişkisinden sözedilemez.

## 2 — Kâr Ortaklığı Belgesi ve Hukukî Niteliği

Bu kısımda, kâr ortaklığı belgesinde sadece kâra katılmanın bulunduğu varsayılarak nitelendirme yapılacaktır. Çünkü, kârın yanında zararın da bulunması hali, bir sonraki kısımda KZOB açısından incelenecektir.

Burada kâra iştirakli tahvilden bir basamak daha ileri gidilmektedir. Çünkü, isteyerek veya istemeyerek, senede 'Kâr Ortaklığı Belgesi' denmiştir. Bu durum, belgede ortaklığın unsurlarının bulunup bulunmaması bakımından, çeşitli ihtimallere yer vermeyi gerektirmektedir (46).

Bu ihtimallerden birisi, ortaklık ilişkisinin var olup olmadığıdır. Teknik anlamda ortaklık kavramı öyle bir hukukî anlam ifade etmektedir ki, 'bu ilişki ortaklıktır' dediğimiz zaman, sözkonusu ilişkinin bünyesinde bazı zorunlu unsurları bulundurması gerekmektedir. Bunların başında, ortakların amaç birliği içinde olmaları gelmektedir. Gerçekten, BK'muzun 520. maddesinin birinci fıkrası «şirket, bir akittir ki onunla iki veya ziyade kimseler, sâyelerini ve mallarını müşterek bir gayeye erişmek için birleştirmeyi iltizam ederler.» diyerek, amaç birliğini ortaklığın zorunlu unsuru haline getirmiştir. Bundan başka, BK'nun 526. maddesi gereğince, adi ortaklıkta ortak olan kişi rekabet yasağına uymak zorundadır. Oysa, kâr ortaklığında bunu göremiyoruz. Kâr ortaklığında sadece kredi verilmekte ve kârdan bir pay alınmaktadır. Bu sebeplerle, kâra iştirakli tahvillerde olduğu gibi, kâr ortaklığı belgesinde de tam anlamıyla bir ortaklık ilişkisinden sözedilemez.

İkinci ihtimal, ilişkinin sonuca katılnmalı ödünç sözleşmesi olabileceğidir. Sonuca katılnmalı ödünç sözleşmesi, sonuca katılnmalı borç ilişkisinin bir türüdür (47). Sonuca katılnmalı borç ilişkilerinin en belirgin örneği, hasılat kirasıdır (BK. md. 270 vd.). Burada kira bedeli, elde edilecek ürünün belirli bir oranıdır. Ürün elde edilemezse, kira bedeli de verilmeyecektir. Benzer durum, BK'nun 323. maddesinin ikinci fıkrasında, hizmet akdi için kabul edilmiştir. Anılan fıkraya göre, iş sahibi işçiye ücret-

(45) Ayrıntılı bilgi için bkz.

KUNTALP: Ortaklık, sh. 18.

KUNTALP: Ödünç, sh. 13 vd.

(46) Bilgi için bkz. KUNTALP: Ödünç, sh. 4.

(47) Bilgi için bkz. KUNTALP: Ödünç, sh. 5.

le birlikte kârdan bir hisse de verebilecektir. Doğaldır ki, bunun için tarafların anlaşmış olmaları gerekmektedir. Her ikisinde de yapılan iş sonucu, eide artı bir değer varsa taraflar bununla yetineceklerdir. Artı değer yoksa bu olumsuz sonuca da katlanmaları gerekmektedir.

Kâra iştirak konusunda, TTK'nun 143. maddesinin son fıkrası önemli bir hüküm taşımaktadır. Gerçekten, anılan fıkraya göre, ticari işletmelerde hizmet karşılığı olarak verilecek ücretin, kısmen veya tamamen kâra iştirak suretiyle ifası kararlaştırıldığı takdirde, bu kayıt memur ve müstahdemlere ortak sıfatını vermeyecektir. Görüldüğü gibi TTK, ortaklık ile kâra iştiraki birbirinden ayrı olarak ele almaktadır.

Bu açılarından bakıldığında, zarara katılma özelliği taşımayan kâr ortaklığı belgesi, BK'nun 307. maddesinin ikinci fıkrasının, faizi, ödücün zorunlu unsuru saymamasının da desteğiyle, sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi olarak kabul edilmelidir (48). Zira kredi verilecek, işletme bu faaliyette kâr ederse kârdan pay verilecek, kâr etmez veya zarar ederse kredi veren kişi anaparasını almakla yetinecektir.

### 3 — Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Asıl karışıklığa yol açan husus, aradaki kredi ilişkisine zarar sonucunun da bağlanması halinde ortaklık mı, yoksa başka bir ilişkinin mi bulunduğu hususudur.

Başlangıçta kâra iştirakli tahvil ile KZOB'nin kaynağının aynı olması, bu ilk düzenlemelerin acele ile hazırlanmasından kaynaklanmaktadır (49). Zira birisinde zarara katılma unsuru vardır, diğerinde ise yoktur. Bu fark bizi çok değişik sonuçlara ulaştırabilecek niteliktedir. Nitekim, daha sonraki düzenlemelerle bu iki kurum birbirlerinden tamamen ayrılmışlardır. Her ikisi de bugün için yürürlük sahası aramaktadır. Aynı belgeler olsalardı, herhalde ikisinden birine hayat hakkı tanınmazdı.

### C — Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesinin Hukukî Niteliği

Taraflar açısından KZOB, kâra iştirakli tahvillere göre daha sıkı bir ilişkiyi gerektirmektedir. Zira sonuçta zarara da ortak olunacağı belirtilmektedir. İşte, bu zarara ortaklık unsuru KZOB'ni ödünçten uzaklaştırarak, adi şirkete yaklaştırmaktadır. Ancak, adi şirketle ilgili olarak BK'nun 520. maddesine bakıldığında, birtakım unsurların varlığının arandığı görülmektedir. Bu unsurlardan önemli birisi de, affectio societatis'tir. Hukukçularca savunulan görüşe göre affectio societatis unsurunun bulun-

(48) Bilgi için bkz. KUNTALP: Ortaklık, sh. 18-19.

(49) GÜPGÜPOĞLU: «Kâr Ortaklığı Belgeleri», Milliyet 13.10.1982, sh. 2.

maması halinde, adi şirketten sözedilemez (50). Gerçekten, Yargıtay 13. HD. 1980/6387 Esas, 1980/6111 Karar sayılı ve 24.11.1980 tarihli bir kararında «... Bu ögenin bulunmaması sözleşmeyi, sonuca katılmalı hizmet ya da ödünç gibi öteki tür sözleşmelere kaydırır.» şeklinde bir ifade kullanılarak, adi şirket sözleşmesinde affectio societatis unsuruna ne derece önem verdiğini açıkça ortaya koymuştur (51). Burada anlatılanlardan dolaydır ki KZOB, adi şirketten, affectio societatis unsurunun bulunmaması sebebiyle ayrılmaktadır.

KZOB'nin ortaklık ilişkisinden mi, yoksa sonuca katılmalı borç ilişkisinden mi kaynaklandığının tespitine geçmeden önce, anılan belgeyi hisse senedi ile karşılaştırmak yararlı olacaktır.

### 1 — KZOB ile Hisse Senedinin Karşılaştırılması

Kıymetli evrak niteliğine sahip olarak, anonim ve paylı komandit şirketlere özgü olup, diğer ticaret şirketlerinde sözkonusu olmayan hisse senetlerine, TTK'nun birçok maddelerinde yer verilmiş olmasına rağmen bir tanımı yapılmamıştır (52). TTK'nun değişik maddelerinde hisse senetlerinin değişik özelliklerinden sözedilmektedir. Örneğin, 413. maddede, hisse senetlerinin özel şekil şartlarından sözetmektedir. Ayrıca 409, 415 ve 416. maddeler de hisse senetlerinin kıymetli evrak özelliğinden sözetmektedir. Bunlardan başka, 476. maddenin II. fıkrası da, I. fıkradaki hususların dışında, aksine hüküm bulunmadıkça, anonim şirketlere ilişkin hükümlerin, paylı komandit şirketlere de uygulanacağını belirtmektedir. Bu durumda, hisse senetleri bakımından bu iki şirket arasında fark bulunmaktadır.

#### a) Türleri Bakımından

TTK tedavül yeteneği bakımından kıymetli evrakı üç gruba ayırmıştır: Gerçekten, 566. madde 'nama', 570. madde 'hamiline' ve 736. madde de 'emre' yazılı senetler olarak bir ayırım yapmışlardır. Bir kıymetli evrakın tedavül edebilmesi için, bu üç türden birine girmesi gerekir.

Hisse senetlerinin türleri bakımından ise TTK'nun 409. maddesi bir sınırlama getirmiştir. Bu madde hükmüne göre, hisse senetleri ancak hamiline veya nama yazılı olabilir. Yani, hisse senedi emre yazılı olarak düzenlenemeyecektir. Aynı maddenin II. fıkrası, esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça hisse senetlerinin nama yazılı olacağını belirtmiştir.

(50) KUNTALP: Ortaklık, sh. 21.

(51) Karar için bkz. YKD, c. 7, s. 11, Kasım 1981, sh. 1454.

(52) İlgili TTK maddelerinden bazıları 145, 313, 399, 419.

### b) Devir Yolları Bakımından

Devir yolları bakımından hisse senetleri de, diğer kıymetli evrakın devrini düzenleyen 559. maddeye tabi olacaktır. Buna göre, her halde senet üzerindeki zilyedliğin devredilmesi gerekir. Bundan başka, nama yazılı senetler için yazılı devir beyanına da ihtiyaç vardır.

Hisse senetlerinin devri bakımından TTK'nun 415. ve 416. maddeleri ayrıca hüküm getirmişlerdir. Hamiline yazılı senetlerin devri bakımından 415. madde herhangi bir fark getirmemiştir. Yani, 559. maddeye uygun olarak, devir için, hamiline yazılı hisse senedinin teslimini yeterli görmüştür. 416. madde ise nama yazılı hisse senedinin devrini düzenlemektedir. Anılan maddenin I. fıkrası, bu tür hisse senetlerinin devredilebilmesi için, şirket esas sözleşmesinde devri engelleyen bir hükmün bulunmaması şartını aramaktadır. Bundan başka, aynı maddenin II. fıkrası uyarınca, bu tür hisse senetlerinin devrinin şirkete karşı hüküm doğurabilmesi için pay defterine kaydedilmesi gerekir.

DOMANIÇ, hisse senetlerinin unsurlarını da dikkate alarak bir tanım vermiştir. Yazara göre hisse senetleri; anonim ve paylı komandit şirketlerde payları temsil etmek üzere şirketçe düzenlenen, şekil şartlarına tabi, kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir (53).

KZOB ile karşılaştırmak açısından hisse senetlerinin ayırıcı özelliği 'payları temsil ediyor olması'dır. Gerçekten, hisse senetleri, sahibine, ortağı bulunduğu şirketin faaliyetlerinde söz sahibi olmalarını sağlamaktadır. Her hisse senedi belirli bir payı temsil etmekte ve sahibinin şirket kararlarına katılma hakkını vermektedir. Sahibine verdiği bu hak ve yetkiler hisse senetlerini KZOB'nden ayırmaktadır. Zira, hem hisse senedi sahibi, hem KZOB sahibi, şirketin kâr ve zararına katılır. Ancak, hisse senedi sahibinin şirkette oy hakkı bulunmasına rağmen KZOB sahibinin böyle bir hak ve yetkisinden söz edilememektedir. Bu fark da KZOB'ndeki hukukî niteliği, ortaklık ilişkisinden uzaklaştırmaktadır.

Bundan başka, TTK'nun 329. maddesi, A.Ş.in kendi hisse senetlerini kural olarak iktisap edemeyeceğini belirtmektedir. Oysa KZOB kural olarak, önceden belirlenen vade sonunda, şirket tarafından iktisap edilecek ve şirketin bu dönem sonundaki durumuna göre, sahibine anapara ile birlikte kâr payı verilecek veya zarara katlandırılacaktır.

KZOB'nin oy hakkından yoksun hisse senedine benzediği varsayımı akla gelirse de, TTK'nun 373. maddesinin I. fıkrası bunu bertaraf etmektedir. Gerçekten, anılan fıkra uyarınca, her payın bir oy hakkı vardır. Oy-



suz pay düzenlenemez. Hal böyle olunca, bazı yabancı hukuklardan - örneğin, Amerikan hukuku - farklı olarak, Türk hukukunda oydan yoksun hisse senedinin kabul edilmediği sonucuna ulaşılmaktadır (54).

Bu açıklamalardan sonra KZOB'nin temelindeki hukukî ilişkisinin ne olduğu sorusuna bir cevap bulmak gerekir.

Geriye doğru bir göz atıldığında, KZOB'nin, gerek sonuca katılmalı borç ilişkisine, gerek ortaklık ilişkisine yakın olduğu dikkati çekmektedir. Bunun sonucu olarak, KZOB'ni mutlak olarak ortaklık veya ödünç ilişkisine yerleştirmek mümkün olmamaktadır. Mutlaka herhangi bir noktada, her ikisinden de farklılıkları ortaya çıkmaktadır. Bütün bunlar birlikte dikkate alındığında, ortaklık ilişkisinden daha kesin çizgilerle ayrıldığı için, KZOB'nin sonuca katılmalı ödünç ilişkisi içinde yer aldığını kabul etmek daha isabetli olacaktır.

## 2 — KZOB'nin Tanımı

TEKİNALP, KOB olarak kısalttığı kâr ve zarar ortaklığı belgesini; «Sahibine bir anonim şirketin bütün faaliyetlerinin veya belirli bir girişiminin kâr ve zararına katılmayı sağlayan, kıymetli evrak niteliğinde alacak senedir» şeklinde tanımlamaktadır (55). KUNTALP ise, «Anonim şirketin, iştigal sahasına giren tüm faaliyetlerinin finansmanını sağlamak üzere, kendisine faizsiz kredi verenler için ihraç ettiği bir kıymetli evrak olup, belge sahibine şirketin kâr etmesi halinde bundan belirli bir pay almak hakkını verdiği gibi şirketin zarar etmesi halinde ise buna belirli bir oranda katılmak yükümlülüğü getirir.» şeklinde bir tanım vermektedir (56).

Bu iki tanımı birlikte ele alarak, KZOB'nin özelliklerini şöyle sıralamak mümkündür :

a) KZOB, bir anonim şirketin iştigal sahasına giren bir kısım veya tüm faaliyetlerin finansmanı için çıkarılabilir.

b) KZOB, anonim şirkete faizsiz kredi verenler için çıkarılır. Bunun için, KZOB'nde faiz öngörülemez.

c) KZOB, sahibinin, anonim şirketin o krediyle ilgili faaliyetinden kâr edilmişse, bu kârdan bir pay almaya hak ve yetkisi vardır. Fakat zarar edilmişse, belge sahibi bu zarara da katılmak zorundadır.

(54) TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu) : age., sh. 371, 548.

(55) TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu) : age., sh. 560.

(56) KUNTALP: Ortaklık, sh. 17.

d) KZOB, bir kıymetli evraktır. Bu husus, kıymetli evrakın tanımını veren TTK'nun 557. maddesinden çıkarılmaktadır. Gerçekten, anılan madde genel bir tanım vermekle yetinmiştir. KZOB ile ilgili özel düzenlemelerde, belgenin kıymetli evrak olma özelliğiyle ilgili herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak, bu düzenlemelerde KZOB, menkul kıymet olarak belirlenmiştir (57).

TTK'nun 557. maddesinin bu genel tanımı karşısında doktrinde farklı görüşler ortaya atılmıştır. Daha açık bir deyişle, TTK'nda yer alan kıymetli evrakın, tahdidî olup olmadığı konusunda yazarlar arasında birlik bulunmamaktadır. En açık şekilde POROY'un savunduğu bir görüşe göre, TTK'nun kabul ettiği sistemde kıymetli evrak tahdididir, Kanunda belirlenenler dışında, yeni kıymetli evrak ihdas edilemez (58). Doktrinde bu görüşün karşısındaki düşüncüyü savunan yazarlara göre ise, TTK'nun 557. maddesinde belirtilen genel şartlara uygun olan senetleri kıymetli evrak olarak kabul etmek gerekir (59). Gerçekten, ikinci görüşün savunucularından KARAYALÇIN, '...bu umumî tarife girebilen her senet kıymetli evrak sayılır.' ifadesini kullanarak, açıkça birinci görüşü reddetmektedir (60). Kanaatimizce, bazı kararlarıyla Yargıtay'ın da desteklediği ikinci görüş daha isabetli gözükmektedir (61). Gerçekten, Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 16.3.1982 tarih ve Esas 1981/5485, Karar 1982/1092 sayılı bir Kararında, hamiline yazılı vadeli mevduat cüzdanını, yukarıda sözü edilen görüşü destekler nitelikte olarak, kıymetli evraktan saymıştır (62).

İkinci görüşü kabul ettiğimize ve her menkul kıymet de kıymetli evrak olduğuna göre, SPK ve ilgili tebliğlerde menkul kıymet olarak nite-

(57) Bu konuda bkz. Kurul'un Seri: V, No: 1 Tebliği md. 2.

(58) POROY: Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları, 10. Baskı, İstanbul 1987, sh. 34 - 35. Aynı görüşte, İMREGÜN: age., sh. 589.

(59) Bu görüşü savunan yazarlardan bazıları için bkz.

KARAYALÇIN: Ticaret Hukuku III. Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri), 4. Baskı, Ankara 1970, sh. 16 - 17.

DOMANIÇ: Kıymetli Evrak Hukuku, sh. 24.

ÖZTAN: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 1976, sh. 123 - 124.

DOĞANAY: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, II. Cilt, Genişletilmiş 2. Baskı, Ankara 1981, sh. 1331.

GÜRBÜZ: «Banka Mevduat Sertifikaları ve Hamiline Mevduat Cüzdanları Kıymetli Evrak Niteliğindedir,» YD, c. 8, s. 4, Ekim 1982, sh. 600 - 637.

(60) KARAYALÇIN: age., sh. 16 - 17.

(61) Yayınlanmamış olan iki kararla ilgili olarak bkz. GÜRBÜZ: agm., sh. 617.

Karar tarih ve numaraları;

Yargıtay 11. HD. 22.10.1981 gün ve E. 1981/4526 K. 1981/4445.

Yargıtay 11. HD. 22.10.1981 gün ve E. 1981/4403 K. 1981/4347.

(62) Kararla ilgili olarak bkz. YKD. c. 8, s. 5, Mayıs 1982, sh. 673 - 675.

lendirilen KZOB'nin de bir kıymetli evrak olduğunu söylemek gerekecektir.

Gerçi KARAYALÇIN, menkul kıymetleri 'bir sermayeyi temsil etmesi sebebiyle, alacak ve hisse senetleri grubuna dahil olan ve sahibine uzun vadeli irat getiren kıymetli evrak' şeklinde tanımlamaktadır, ama Kurul'un Seri: V, No: 1 Tebliğinin 2. maddesi, vade farkı gözetmeksizin, tüm KZOB'ni SPK uygulaması açısından menkul kıymet olarak kabul etmiştir (63).

### 3 — KZOB'nin Özellikleri

#### a) Sermaye Piyasası Aracı Olma Özelliği

Genel olarak piyasa, arz ve talebin karşılaştığı yerdir.

Para piyasası, kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.

Sermaye piyasası ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasayı ifade eder.

Vadelerin kısa, orta ve uzun olması ise zaman içinde değişebilmektedir. KZOB'nde vade açısından, Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: III No: 2 Tebliğinin 3. maddesinin II. fıkrasına bakıldığında, alt sınır olarak 3 ay, üst sınır olarak ise 7 yıllık bir vadenin kabul edildiği görülmektedir. Acaba bu vade sınırlarıyla KZOB hangi piyasa içinde yer almalıdır?

Bu soruyu iki gerekçe ile destekleyerek 'KZOB sermaye piyasası içerisinde yer alır' şeklinde cevaplandırmak mümkündür.

Birinci gerekçe olarak; herşeyden önce KZOB, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiş ve çıkarılan tebliğlerle, vade farkı gözetilmeksizin, sermaye piyasasının bir aracı olarak kabul edilmiştir. Çünkü, menkul değerler, sermaye piyasası aracı olarak fonksiyonlarını yerine getirmektedirler. Ayrıca amaç, sermaye piyasasının düzenlenmesi ve geliştirilmesidir (SPK. md. 1).

İkinci gerekçe olarak ise; Tebliğin 3. maddesinin II. fıkrasında, KZOB'nin vadelerinin en az 3 ay olarak tespit edilmiş olmasına rağmen, bunun 7 yıla kadar da uzayabileceği düşünüldüğünde, anılan belgelerin orta ve uzun vadeli, dolayısıyla, sermaye piyasasının bir aracı olduğunu kabul etmek gerekir. Her ne kadar bu belgelerin mutlaka 7 yıl vadeli olarak çıkarılması gerekmediği iddiası ileri sürülebilirse de, uygun bir var-

sayım olarak, KZOB çıkaracak şirketlerin durumunu da dikkate alarak, ortalama vade üzerinde değerlendirme yapmak daha isabetli olacaktır.

### b) Kâr Yanında Zararın da Varlığı ve Riziko Özelliği

KZOB'nde faiz kavramına yer verilmemiştir. Buna karşılık, faize alternatif olarak kâr payı verilmesi esas alınmıştır. Ancak, kâr payı, işletme ve ilgili faaliyetin kâr etmesi halinde sözkonusudur. Kâr edilmemişse, sistemin işleyişinden dolayı belge karşılığı bir gelir verilmesi de sözkonusu değildir. Hatta, zarar edilmişse, belge sahibi bu zarara da belgesinin nominal değeri ile sınırlı olmak şartıyla katlanacaktır. Gerçekten, Kurul'un yayınladığı Seri: III, No: 2 Tebliğinin KZOB'nde bulunması gereken bilgilere ilişkin I Nolu EK'inde, belgenin ön yüzünde «İşbu belge sahibi şirketin zarar etmesi halinde, şirketin zararına ortaktır.» ibaresinin bulunması, zorunlu bir unsur olarak aranmıştır.

Yukarıda sözü edilen, Tebliğin I Nolu ekindeki, zarara da katılma ve belgelere kâr garantisi verilemeyeceği hususu, anılan ekten daha önce, Tebliğin 3. maddesinin (c) bendinde açıkça ifade edilmiştir. Zaten eklerdeki bilgiler de, Tebliğde belirtilen hususları şekli açıdan daha somut hale getirmektedirler.

## III — KZOB SAHİPLERİNİN HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ

KZOB iki yönlü bir senettir. İki yönlülükten kasıt, bir tarafında hakları diğer tarafında mükellefiyetleri taşıdığıdır. Gerçekten KZOB, yeni ve ilginç bir sermaye piyasası aracı olarak ortaya çıkmış bulunmaktadır. Özellikle, zarara katılmanın da önemli bir unsur olarak kabul edildiği bu belgenin sahibine gerçek anlamda bir ortaklık hakkı vermemesi ve şirketin kararlarına katılamaması halkın rağbetini engelleyici rol oynayacaktır (64).

KZOB'yle ilgili Tebliğin 7. maddesinin ikinci fıkrasında, belgenin hak ve mükellefiyet getirdiği açıkça belirtilmektedir.

### A — KZOB Sahibinin Hakları

a) Belge sahibinin ilk ve en doğal hakkı, kredi verdiği faaliyetin kâr etmesi durumunda, önceden belirlenen oranda kârdan bir pay istemek hakkıdır. Şirketler, faaliyetleri süresince belirli hesap dönemleri halinde

(64) Eleştiriler hakkında geniş bilgi için bkz. GÜNAL: agt. Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 145 - 148.

periyodlar oluşturarak, mali durumlarını kontrol imkânı hazırlarlar. Bu hesap dönemi sonunda şirketin o dönemde kâr edip etmediği, kâr etmişse bunun miktarı ve ortakların elde edeceği kâr payı ortaya çıkacaktır. KZOB sahipleri de işte bu hesap dönemi sonunda, verdikleri kredinin kullanıldığı faaliyet sonucunda kâr edilmişse, önceden belirlenen oranda bu kârdan pay almaya hak kazanacaklardır. Bu durum vade sonundaki itfaya kadar böyle devam edecektir.

b) KZOB bir menkul kıymet olduğundan dolayı, belge sahibi bunu TTK'nda belirtilen devir şekillerine uymak şartıyla bir başkasına devredebilecektir. Ayrıca, TTK tarafından kıymetli evrak sahiplerine tanınan tüm haklardan (kendi sınırları içinde) yararlanabileceklerdir.

#### **B — KZOB Sahiplerinin Yükümlülükleri**

a) Kârdan pay alma hakkının tersine, burada, ilgili faaliyetten zarar edilmesi durumunda, yine önceden tespit edilen oranda bu zarara katlanmak zorundadır. Söz konusu katlanma, Tebliğin 16. maddesinin beşinci fıkrası uyarınca, en fazla belgenin nominal değeri kadar olacaktır.

b) KZOB sahibi kâr payı talep edebilmek için şirketin hesap dönemi sonuna kadar beklemek zorundadır. Daha önce şirketten kâr payı talep edemez. Bu dönem içerisinde ancak, elindeki belgeyi devrederek değerlendirebilir.

#### **IV — KZOB'NİN UYGULAMASI**

Teorik olarak ortaya atıldığı 1974 yılından bu yana, gerek kâra iştirakli tahvil ve gerek KZOB olarak yıllarca tartışılan, çok sayıda düzenlemelerle hukukumuza kazandırılmaya çalışılan bu belge ne yazık ki, ancak on yılı bulan bir aradan sonra uygulamaya konabilmiştir. Bu tarihten önce ise, bazı A.Ş. esas sözleşmelerinin bu yönde imkân verecek şekilde değiştirilmiş olduğu görülmektedir. Ama, buna rağmen, değişiklikler esas sözleşme metninde kalmış, yönetim kurulları bu yolda bir talebi Merkez Bankası veya Ser. Piy. Kur.'na getirmemişlerdir. Bu dönemde bir bankerlik kuruluşunun A.Ş.leri, Merkez Bankası'nın 22 sayılı Karara ilişkin 1 Nolu Tebliği hükümleri uyarınca, 'Kâra ve Zarara Ortak-Kâra İştirakli Tahvil' çıkarmaya çağırmasına ilişkin bir gazete ilanına rastlanmaktadır (65). Ama bu girişim bir çağrıdan öteye gidememiştir. Bu ilandan kısa süre sonra patlak veren bankerler olayı, halkın banka ve bankerlere olan güvenini sarsmış ve sermaye piyasasını olumsuz olarak

(65) Bkz. Milliyet, 6.3.1982, sh. 9.

önemli ölçüde etkilemiştir. Dolayısıyla, KZOB çıkarılmaya cesaret edilememiştir.

Başarısız kalan bu tür girişimlerden sonra SPK, 30 sayılı Karar ve buna dayanılarak çıkarılan Seri: III, No: 2 Tebliği, KZOB'ni diğer düzenlemelerden kurtarılmış olarak yeniden ele almıştır. Bu düzenleme ile KZOB daha anlaşılır hale gelmiştir. Ekonomi ve sermaye piyasasındaki gelişmelerin de etkisiyle nihayet bir A.Ş. 8.1.1985 tarihli genel kurul kararlarıyla KZOB çıkarılmak için 18.1.1985 tarihinde Kuruldan izin talebinde bulunmuşlardır (66). Kurul bu talebi inceleyerek, 27.2.1985 tarihinde gerekli izin belgesini vermiştir.

Buna göre bu A.Ş. 250.000.-, 500.000.- ve 1.000.000.- TL'nden oluşan, üç kupür halinde, toplam 450.000.000.- TL'lik KZOB çıkarma işlemine girmiştir. Tamamı nama yazılı olan bu belgeler 9 ay vadeli idi. Kurulun satış için tanıdığı bir aylık satış süresi içinde bunların tamamı satılmıştır. Şirketin iştirak sahasına giren tüm faaliyetlerinin finansmanı için çıkarılan bu KZOB, 31.12.1985 tarihi itibarıyla itfa edilmişlerdir. Şirket ilgililerinden edinilen bilgilere göre, bu 9 aylık vade sonunda, tasarruf sahiplerine net yüzde 47.5 kâr payı dağıtılmıştır. Söz konusu bu KZOB halka arz edilmeksizin çıkarılmıştır.

İlk defa çıkarılan bu KZOB'nin itfa edilmesi üzerine, aynı şirket, bu defa 7.3.1986 tarihli genel kurul kararlarıyla 21 ay vadeli, tamamı nama yazılı, toplam 750.000.000.- TL tutarında, ikinci tertip KZOB çıkarmak için Kurula başvurmuştur. Kuruldan aldığı 19.3.1986 tarihli izin ile yine halka arz edilmeksizin çıkarılan belgeleri, tespit edilen 20.3.1986 ile 31.3.1986 tarihleri arasında tamamen satmıştır. Kupürlerin nominal değerleri de birinci tertipteki gibi korunmuştur.

Uygulamada aynı şirketin çıkardığı bu iki tertip KZOB'nden başkasına, henüz rastlanılmamıştır. 16.11.1987 tarihi itibarıyla Kurula ulaşmış yeni bir başvuru da yoktur.

## V — SONUÇ VE ÖNERİLER

Ülkemiz ekonomisinde ve hukukumuzda 1974, özellikle 1981 ve sonrasındaki düzenlemelerle aktüel hale gelen KZOB'nin bu aktüalitesini daha çok teorik olarak koruduğu görülmektedir. Oysa amaç teorik olarak değil, pratik olarak söz konusu belgenin ülke ekonomisine katkısını ve atıl kalan bir kısım tasarrufların bu doğrultuda yönlendirilerek kullanılmasını sağlamaktır.

Bu şartlar altında düşünüldüğünde, kapsamlı bir amaç için ihdas edilen KZOB, henüz amacı gerçekleştirebilme noktasına ulaşmış değildir. Bunda da çeşitli sebepler rol oynamaktadır.

Bu sebeplerin başında, anılan belgenin henüz yeni olması gelmektedir. Kabul etmek gerekir ki, sermaye piyasasında çok daha önceden mevcut olan, en önemli araçlardan sayılan tahviller ve hisse senetleri dahi tam anlamıyla yerleşebilmiş değildir (67). Tahvil ve hisse senedini bile henüz yerleştirememiş bir toplum olarak bu kadar kısa sürede KZOB'nin yaygın bir şekilde yerleşmesini beklemek, aşırı iyimserlikten başka bir şey olmaz. Ayrıca, henüz toplumun her kesimi için de cazip halde değildir. Hatta, tahvilin varlığı karşısında KZOB'nde zarara da katlanma özelliği tebessümle bile karşılanmaktadır. Bütün bunların doğal sonucu olarak KZOB hakkında çeşitli eleştirilerde bulunulmuştur (68). Yöneltilen bu eleştiriler de dikkate alınırsa, KZOB'nin daha uzun süre yaygınlaşmayacağı sonucuna varılabilir (69).

KZOB'nin gelişmemesinin önemli bir sebebi de, Tebliğle getirilen birtakım hükümlerdir. Bunların başında, çıkarılacak KZOB'nin, 3. maddenin (d) bendi uyarınca, en az 250.000.- TL. nominal değerde olacağı hükmü gelmektedir. Gerçekten, SPK'nun 1. maddesi, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak, halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını amaçlamıştır. Ancak, Tebliğle öngörülen asgari 250.000.- TL.lik nominal değer, bu amacı gerçekleştirmekten uzak gözükmektedir. Zira bu miktar, küçük tasarruf sahipleri için hayli yüksektir. SPK'nun amacı gerçekleştirilmek isteniyorsa bu asgari sınırın mutlaka aşağılara çekilmesi gerekir. Aksi halde, KZOB ile küçük tasarruf sahiplerine hitap edildiği söylenemez. Çünkü şurası bir gerçektir ki, Türk toplumunun küçük tasarruf sahipleri, ortalama standart olarak şimdilik 250.000.- TL.lik asgari nominal değeri kaldırabilecek güçte değildirler.

Bunlardan başka, KZOB ile ilgili olarak yayınlanan Tebliğ, 15 - 17. maddelerinde, kâr ve zarar dağıtımının nasıl yapılacağını belirtmektedir. Ancak, kâr ve zararın dağıtım şekli daha çok muhasebe ile ilgili olduğundan, zaten karışık olan konuya değinilmekle yetinilmiş, ayrıntıya girilmemiştir.

Ülkemiz gerçekleri gözönüne alındığında, birtakım tasarrufların atıl kaldığı kaçınılmaz bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Oysa, bu atıl tasarrufların değerlendirilmesi gerekir. Böylece, bu yolla kredi sağlamak

(67) Aynı yönde görüşler için bkz. ÖZAKAT, KURAN, REİSOĞLU, EROĞUZ: Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 404, 412, 416.

(68) Eleştiriler için bkz. GÜNAL: agt. Araçlar ve Kuruluşlar, sh. 145 - 148.

(69) Benzer görüşler için bkz. ÇAKICI: agm. sh. 2. GÜPGÜPOĞLU, agm. sh. 2.

amacında olan işletmelere imkân tanıyarak, onlara yatırım yapma fırsatı verilecektir. Bununla birlikte, sermaye piyasasına yeni bir araç kazandırılmış olacaktır. Bunlardan dolayıdır ki, Türkiye KZOB'nden yararlanmalıdır. Çünkü, tıpkı hisse senetlerinde olduğu gibi, istikrarlı şirketlerden KZOB alınması durumunda, zarar ihtimali oldukça azalmaktadır. Ayrıca, istikrarlı şirketlerin hisse senetlerini elde etmek her zaman mümkün olmamaktadır. Bundan başka, hisse senedinden farklı olarak, vade sonunda şirket zarar ederek nominal değerini tüketmediği sürece paraya çevrilme garantisi vardır.

KZOB'nin gelişmesini engelleyen sebeplerden biri de, daha önce kurulmuş olup, benzer amaç taşıyan özel finans kurumlarının halka daha iyi tanıtılarak, KZOB'nin asıl kaynağının azaltılmış olmasıdır. Gerçekten, bugüne kadar iki kez uygulanarak toplam 1.200.000.000.- TL.lık KZOB satılmasına rağmen, ülkemizde faaliyet gösteren iki özel finans kurumunda, şimdiye kadar takriben, bunun yüz katı kadar mevduat toplanmıştır.

İncelemeyi bitirirken değinilecek son konu, KZOB ile hisse senedinin birbirine -deyim yerindeyse- destek mi, yoksa köstek mi olacağına tespitidir. Yukarıda bu konudaki iki düşünceden söz edilmişti (70). Şimdi, orada yazılanların da yardımıyla bir sonuca ulaşmaya çalışmak gerekir.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, halkın da rağbeti varsa hisse senedinin ve diğer menkul kıymetlerin yanında KZOB'nin de varlığı tanınabilir. Çünkü, piyasa yerine oturmuştur. Yeni sermaye piyasası araçlarıyla tasarruflar başka yönlere de çekilebilir.

Ancak, ülkemiz gibi sermaye piyasası henüz tam anlamıyla gelişmediği yerlerde, pek fazla iyimser olmamak gerekir. Üstelik, mevzuatla getirilen zorluk ve karmaşıklıklar da, bu kötümserliği desteklemektedir.

Çalışmanın bazı bölümlerinde KZOB'nden büyük ümit bekleyen ifadeler rastlanabilir. Şurasını belirtmekte yarar vardır ki, bu ifadeler sermaye piyasası ve KZOB'nin bir an için, tam anlamıyla yerleştiği varsayılarak kullanılmıştır.

Sonuç olarak şunu söylemek gerekir. Her ne kadar ideal olarak KZOB'nin diğer sermaye piyasası araçlarıyla birlikte kullanılması yerinde ise de, bugün ülkemiz gerçeği bakımından, öncelikle temel araçlar olan hisse senedi ve tahviller iyice yerleştirilmeli, bundan sonra yeni sermaye piyasası araçları araştırılmalıdır. Böylelikle daha kolay ve sağlıklı bir gelişme göstereceği muhakkaktır.