

## TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMET KAVRAMININ YENİDEN DEĞERLENDİRİLMESİ

*Re-Evaluation of the Concept of Security in Turkish Law*

**Abdullah ALTINTAŞ\***

### Özet

Menkul kıymet, durağan olmayan ve değişken bir kavramdır. Kavramın anlamının ve dolayısıyla kapsamının değişimi hukuk düzeni, zaman veya bağlamdan kaynaklanabilmektedir. Gerek Türkiye'deki gerekse de Birleşik Krallık, ABD ve AB'deki menkul kıymetin tanımlanmasına ilişkin durum bu ifadeyi doğrulamaktadır. "Menkul kıymet" terimi ülkemizde mevzuatta ilk kez Cumhuriyet'in ilk yıllarında kullanılmış olsa da kanunî tanıma ilk kez 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kavuşmuş ve zaman içerisinde güncellenmiştir. Bu kanunî tanım, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu tarafından terk edilmiş ve tanımlamanın unsurlar üzerinden yapılmasından vazgeçilerek sayma yoluyla yapılması tercih edilmiştir. Gelgelelim, pek çok yazar unsurlara dayalı eski kanunî tanım ile menkul kıymeti açıklamaya devam etmektedir. Öğretideki bu yaklaşımın günümüzde geçerli olup olmadığının test edilmesi ile hem bu tanımların işlevleri açıklığa kavuşturulacak hem de menkul kıymetlerin mevcut durumdaki özellikleri ortaya konacaktır. Anılan unsurlar incelendiğinde, bunların birçoğunun belirli şekillerde mevcut durumda geçerliliklerini korudukları buna karşın belirli bazı unsurların menkul kıymetin ne olduğunu tarif etmek anlamında artık bir işlevinin kalmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Menkul kıymetler, sermaye piyasası araçları, kurumsal finansman, sermaye piyasası hukuku.

### Abstract

The concept of security is dynamic and variable. The meaning and the scope of the term can change depending on the legal system, time, or context. This statement is supported by the situation regarding the definition of securities in Turkey, as well as in the United Kingdom, the United States, and the European Union. Although the term "security" was first used in Turkish legislation during the early years of the Republic, it only received a legal definition with the Capital Markets Law No. 2499, which has since been updated over time. This legal definition was abandoned by the Capital Markets Law No. 6362, which opted for a descriptive approach by listing securities instead of defining them through their elements. Nevertheless, many authors continue to explain securities using the elements-based definition from the previous law. By testing whether this approach in the doctrine remains valid today, both the functions of these definitions will be clarified, and the current characteristics of securities will be revealed. Upon examining these elements, it becomes evident that while many of them remain valid in certain respects, some have lost their relevance in defining what constitutes a security today.

**Keywords:** Securities, capital market instruments, corporate finance, capital market law.

➤ *Bu makale Etik Kurul iznine tabi değildir/This article is not subject to Ethics Committee permission.*

➤ *Makale Geliş Tarihi/Article Received Date: 11.10.2024*

➤ *Yayın Kurulu Kabul Tarihi/Editorial Board Acceptance Date: 08.01.2025*

\* Ar. Gör. Dr., Ankara Sosyal Bilimler Üniversitesi Hukuk Fakültesi, [abdullah.altintas@asbu.edu.tr](mailto:abdullah.altintas@asbu.edu.tr), <https://orcid.org/0000-0002-1387-3746>.

## GİRİŞ

Menkul kıymetlerin ilk örnekleri yüzlerce yıl önce ortaya çıkmıştır.<sup>1</sup> Buna karşın bir kavram olarak menkul kıymetin muhteva ettiği anlam üzerinde anlaşılabilirliği değildir. Anlam farklılıklarının farklı hukuk düzenleri arasında ortaya çıkması son derece doğal olsa da bu farklılıkların bir hukuk düzeninde zaman içerisinde ortaya çıkması hatta aynı anda farklı bağlamlarda farklı anlamlara başvuruluyor olması da gözlenmektedir. Bu kapsamda, 2024 yılı sonu itibariyle Türk hukukunda menkul kıymet terimi ile kastedilen sermaye piyasası araçlarının ortak özelliklerinin ortaya konulması, bu kavramın kapsamının belirlenmesi için elzemdir. Menkul kıymet, Türk pozitif hukukunda kanunî tanımı olan bir kavramdır. Bu tanım 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) m. 3/1/o'da yer almakta olup nelerin menkul kıymet olup nelerin menkul kıymet olmadığını saymakla yetinmektedir.

Bu çalışma iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde menkul kıymet kavramının değişkenliği gözler önüne serilmektedir. Öncelikle Türk hukukunda zaman içerisinde yaşanan değişiklik ele alınmakta ve ikili bir ayrıma gidilerek SPKn yürürlüğe girmeden önceki dönemle yürürlüğe girdikten sonraki dönem arasında yaşanan anlam farklılığına dikkat çekilmektedir. SPKn öncesi dönemde, menkul kıymet örneklerinin ortaya çıkışı ve terim olarak menkul kıymetin kullanımı ile menkul kıymete ilişkin mevzuat ve doktrin tarafından formüle edilen tanımlar değerlendirilmektedir. İlk bölümde çeşitli hukuk düzenlerinde menkul kıymet teriminin ne şekilde anlamlandırıldığı ortaya konularak menkul kıymet kavramının anlamının değişkenliği vurgulanmaktadır.

İkinci bölümde ise 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda (eSPKn) ortaya konulan menkul kıymet tanımındaki unsurların günümüzdeki geçerliliği, SPKn m. 3/1/o'da ortaya konan menkul kıymet kavramı kapsamında değerlendirilmektedir. Dinamik, değişen ve gelişen bir kavram olsa da menkul kıymetin unsurlarını ortaya koyma çabası hâlâ önemlidir. Böylelikle hem menkul kıymetlerin ne olduğu daha iyi değerlendirilebilecek hem de geçmişteki tanımın günümüzde ne denli geçerli olduğu test edilecektir.

## A. MENKUL KIYMET KAVRAMININ DEĞİŞKENLİĞİ

### 1. Türkiye'de Menkul Kıymetlerin Ortaya Çıkışı ve Menkul Kıymet Kavramının Şekillenmesi

#### 1.1. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) Öncesi Dönemde Menkul Kıymet

Ülkemizde menkul kıymetler ilk defa 19. yüzyılda Osmanlı Devleti döneminde ortaya çıkmıştır.<sup>2</sup> Ancak, Fransızcadan gelen<sup>3</sup> menkul kıymet teriminin bir kavram

<sup>1</sup> Ranald C Michie, *The Global Securities Market: A History* (1st edn, Oxford University Press 2006) 17–18.

<sup>2</sup> Haydar Kazgan, *Galata Bankerleri* (Türk Ekonomi Bankası AŞ 1991) 25–26, 52–62; Haydar Kazgan, *Tarih Boyunca İstanbul Borsası* (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1995) 48–71; Haydar Kazgan, *Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Türk Bankacılık Tarihi* (Türkiye Bankalar Birliği 1997) 116–117; Tekin Memiş ve Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku* (5th edn, Seçkin Yayıncılık 2020) 22.

<sup>3</sup> Reha Poroy ve Turgut Suphi Erem, 'Hukukî Araştırma', *Sermaye Piyasası Etiüdü: Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler* (Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti 1964) 115.

olarak mevzuatta ilk kez kullanımı Cumhuriyet döneminde 1929 yılında 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile gerçekleşmiştir. Gelgelelim söz konusu kanunda menkul kıymet ifadesi kullanılmış olsa da kavramın tanımı yapılmayıp unsurları belirtilmediği gibi nelerin menkul kıymet olduğu ya da olmadığı da açıkça ifade edilmemiştir. Söz konusu kanun m. 1 şu şekildedir: “*Menkul kıymetler ve kambiyo borsaları Devlet, vilâyet ve belediyeler tarafından çıkarılan istikrazlar esham ve tahvillerile hazine bonolarının, Türk anonim şirketleri tarafından çıkarılan esham ve tahvillerin ve borsaya kabulüne Maliye Vekâletince müsaade edilen ecnebi esham ve tahvillerile nuket ve kambiyo borsalarının alınıp satıldığı yerlerdir.*” Buradaki “esham ve tahvil” ifadesinin “menkul kıymet” terimini karşılamak üzere kullanıldığı vurgulanmıştır.<sup>4</sup> Benzer şekilde, tanım yapılmamış olsa da söz konusu madde hükmünde sayılanların menkul kıymet olduğunun işaret edildiği ve nelerin menkul kıymet olduğunun açıklandığı, türlerinin sayıldığı belirtilmiştir.<sup>5</sup> Bu nedenle, menkul kıymet türlerinin ne olduğunun dolaylı ve üstü kapalı bir şekilde anılan hükümde ifadesini bulduğu söylenebilecektir. Ünal, o dönemde menkul kıymet kavramının tanımının yapılmayıp unsur ve özelliklerinin açıklanmamasının iki temel nedeni olduğunu söylemiştir. Bunlardan ilki o dönemde mevcut menkul kıymetlerin ve çeşitlerinin ekonomik anlamda yeterince önem görmemesi ve bu nedenle bu kavramın açıklanmasına ihtiyaç duyulmaması olarak belirtilmiştir. İkinci neden olarak ise kavramın, Anglo-Sakson hukukunda büyük önem taşımaya karşılık Türk hukuk sisteminin de içinde bulunduğu Kıta Avrupası hukuk sistemindeki öneminin görece az olması nedeniyle Türk hukuk doktrininin bu konuda gelişmemesi gösterilmiştir.<sup>6</sup>

1850 tarihli Kanunname-i Ticaret’tekine benzer şekilde 1926 tarihli 856 sayılı Ticaret Kanunu’nda ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda (eTTK) menkul kıymet kavramı kullanılmamıştır. Belirtmek gerekir ki anılan kanunlarda menkul kıymet kavramı kullanılmamış olsa da günümüzde menkul kıymet olarak değerlendirilen çeşitli kıymetlere ilişkin hükümler yer almıştır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’ndan (eSPKn) önceki dönemde kavram, çeşitli kanunlarda kullanılmış olsa da herhangi bir kanunî tanımı yapılmamıştır. Bu kanunlara örnek olarak mülga 2489 sayılı Kefalet Kanunu (RG 02.06.1934/2720), 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu’nun (RG 06.01.1961/10700) yürürlükten kaldırılan bazı hükümleri gösterilebilir. Bir

<sup>4</sup> Oğuz Kürşat Ünal, *Menkul Kıymetler* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1988) 16; Ali Paslı, ‘Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı’ içinde Ömer Teoman, Arslan Kaya ve Cenker Değirmenci (eds), *Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan*, vol II (Vedat Kitapçılık 2007) 1526.

<sup>5</sup> Zühtü Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1988) 39; Sevinç Akbulak ve Yavuz Akbulak, *Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler* (Beta Basım Yayım Dağıtım 2004) 20; Paslı (n 4) 1526; Buket Çatakoğlu, *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları* (1st edn, Seçkin Yayıncılık 2016) 37.

<sup>6</sup> Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 16–17.



kavram olarak menkul kıymet, mevzuatta ilk kez eSPKn ile tanıma kavuşmuştur. eSPKn'nın 30.07.1981 tarihli 17416 sayılı Resmî Gazete'de (RG) yayımlanan ilk hâlinde m. 3/b hükmü menkul kıymetleri "ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetler..." şeklinde tanımlamış ve "bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı..."nın da menkul kıymet hükümlerine tabi olacağını belirtmiştir. Bu ilk kanunî tarif doktrin tarafından eleştirilmiştir.<sup>7</sup> Nitekim, söz konusu ilk kanunî tanımın yayımlanmasından itibaren henüz bir yıl geçmeden Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), bir tebliğ (Seri: V, No: 1, RG 29.06.1982/17739(Mükerrer)) ile eSPKn'nın uygulanmasında kullanılmak üzere menkul kıymeti, "ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, orta ve uzun vâdeli yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, çok sayıda ve seri hâlinde çıkarılan, ibareleri aynı olan kıymetli evrak" şeklinde tanımlamış ve nelerin menkul kıymet olup nelerin olmadığına yönelik belirleme yapmıştır. Sonraki bir tebliğ (Seri: V, NO: 5, RG 13.12.1984/18604) ile de bu belirleme güncellenmiştir. eSPKn yürürlüğe girdikten kısa süre sonra SPK tarafından menkul kıymetin kanunî tanımından farklı ikincil düzenleme yapılması, kanunî tanımdaki eksikleri gidermeye çalışması bakımından doktrin tarafından olumlu karşılanmıştır. Ancak, kanun ile getirilen tanımın, SPK'nın bir tebliği ile genişletilmesi hukuk tekniği açısından eleştirilmiş ve SPK'nın kanun ile kendisine verilen yetkiyi aştığı vurgulanmıştır.<sup>8</sup>

1992'de 3794 sayılı Kanun m. 2 hükmüyle eSPKn'daki tanım değiştirilmiştir. Bu değişiklik sonrası eSPKn'da menkul kıymetler, "ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri hâlinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları" SPK tarafından belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır. Görüldüğü üzere bu tanım SPK tarafından tebliğ (Seri: V, No: 1, RG 29.06.1982/17739(Mükerrer)) ile getirilen tanımın neredeyse aynısıdır. Söz konusu kanunî tanımı değiştiren 3794 sayılı Kanun'daki ilgili madde gerekçesinde, öğreti ve pratikte menkul kıymet kavramına ilişkin genel kabul gören ilkeleri içeren bir tanım yapıldığının altı çizilmiştir.

Mevzuattaki tanımların yanında SPKn öncesindeki dönemde doktrinde yapılan tanımlar da önem taşımaktadır. Türk hukuk literatüründeki ilk tanımlardan birisine göre menkul kıymetler, "*borsada kote olsun veya olmasın sahip veya hâmiline, zilyeti olmadığı bir mal üzerinde bir hak veya tüzel kişilerden bir alacak temin eden senet*" olarak açıklanmıştır. Ünal tarafından söz konusu tanım, Tolun'a atfedilmiş ve isabetsiz olarak "Türk doktrinindeki ilk menkul kıymet tarifi" ve ilk

<sup>7</sup> ibid 20, 25, 26; Aytaç (n 5) 45; Paşlı (n 4) 1528; Oğuz Kürşat Ünal, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı* (Asil Yayın Dağıtım 2005) 36.

<sup>8</sup> Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 21; Fırat Öztan, *Kıymetli Evrak Hukuku* (2nd edn, Turhan Kitabevi 1997) 183; Ünal, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı* (n 7) 37–38; Paşlı (n 4) 1528.

tariflerden birisi olarak nitelendirilmiştir.<sup>9</sup> Söz konusu tanım Karayalçın tarafından özellikle mal üzerinde hak teminine ilişkin kısmı nedeniyle eleştirilmiş, yanlış ve eksik olarak değerlendirilmiştir. Karayalçın'a göre menkul kıymet, sahibine uzun vadeli irat getiren ve bir sermayeyi temsil eden kıymetli evraktır.<sup>10</sup> Yine eSPKn ile herhangi bir tanım getirilmeden önce kavram, "ortaklık ve alacaklılık sağlayarak, belirli bir meblâğı eşit parçalar hâlinde temsil eden ve kıymetli evrak grubuna dahil senetler" olarak tarif edilmiştir.<sup>11</sup>

eSPKn yürürlüğe girdikten sonra ancak henüz 3794 sayılı Kanunla menkul kıymet tanımı değiştirilmeden önce yapılan bir tanıma göre menkul kıymetler, "*kamu tüzel kişileri ya da anonim şirketler tarafından alacak veya ortaklık haklarını temsil etmek üzere, nakit veya ayın karşılığında, belli şekil şartlarını haiz olarak, standart meblağ ve standart tipte, çok sayıda ve orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri hâlinde ihraç edilen, devamlılık arz eden, dönemsel gelir sağlayan ve piyasada tedavül eden hukuken kıymetli evrak hükmünde belgelerdir*".<sup>12</sup> Aynı dönemde Tekinalp, menkul kıymetlerin kıymetli evrak olduğunun altını çizerek misli eşya niteliğinde olmak ve dönemsel ürün vererek devamlı nitelikte sermaye yatırımlarına hizmet etmek şeklinde iki unsuru barındırmaları gerektiğini belirtmiştir.<sup>13</sup> Bu dönemdeki bir başka tanıma göre menkul kıymetler, sermaye piyasasının işlemlerini ve ortaya çıkmasını sağlayan, para piyasasına hizmet etmeyen veya para piyasasında işlem görmeyen senetlerdir.<sup>14</sup>

## 1.2. SPKn Döneminde Tanım

SPKn m. 3/1/o, eSPKn'dan farklı olarak menkul kıymet kavramını unsurlarını ortaya koyarak tanımlamamış, yalnızca nelerin menkul kıymet olduğunu ve nelerin olmadığını vurgulamakla yetinmiştir. SPKn m. 3/1/o hükmüne göre menkul kıymetler; "*para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere*" "*paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları...*" ile "*borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları...*"dır.

SPKn ile menkul kıymet kavramına ilişkin farklı bir yaklaşım benimsenmiş olsa da öğreti, 3794 sayılı Kanunla değişik eSPKn m. 3/b'deki tanımı baz alarak menkul kıymet kavramını tanımlamaya devam etmiştir.<sup>15</sup> Ancak SPKn döneminde

<sup>9</sup> Osman Tolun, *Banka ve Borsa Hukuku* (Doğuş Matbaacılık 1959) 114; Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 27, 52.

<sup>10</sup> Yaşar Karayalçın, *Ticaret Hukuku: III. Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri)* (4th edn, Sevinç Matbaası 1970) 37.

<sup>11</sup> Poroy ve Erem (n 3) 115.

<sup>12</sup> Muharrem Karşı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler* (Ormen Pazarlama 1989) 245.

<sup>13</sup> Ünal Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları* (ES Yayınları 1982) 13–16.

<sup>14</sup> Hamdi Yasaman, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku* (1992) 17.

<sup>15</sup> Öğretideki bu tanımlar için bkz. Burak Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku* (4th edn, Adalet Yayınevi 2022) 130–133; Ali Bozer ve Celal Göle, *Kıymetli Evrak Hukuku* (10th edn, Banka ve Ti-



farklı tanımlar benimseyen yazarlar da mevcuttur. Örneğin, Tekinalp menkul kıymeti ana işlevi olan üç ögeye sahip kıymetli evrak olarak tanımlamaktadır. Bu üç ögeyi ise “misli eşya niteliğine sahip olma”, “yatırım aracı olarak kullanılma” ve “dönemsel ürün verme” olarak belirtmektedir.<sup>16</sup> Tekinalp’in tanımına “kitle hâlinde ihraç edilme” unsurunu da ekleyen bir yaklaşım da bulunmaktadır.<sup>17</sup>

## 2. Menkul Kıymet Kavramına İlişkin Diğer Hukuk Düzenlerinden Örnekler

### 2.1. Birleşik Krallık

SPKn m. 3/1-o hükmündekine benzer şekilde, Birleşik Krallık’ta menkul kıymetlere ilişkin mevzuatta benimsenen yaklaşım da menkul kıymetin unsurlarını ve özelliklerini saymamakta, nelerin menkul kıymet sayılacağını belirtmekle yetinmektedir. Finansal Yürütme Otoritesi (Financial Conduct Authority – FCA), Finansal Hizmetler Kanunu 2012 (Financial Services Act 2012) ile Birleşik Krallık’ta finansal piyasalara ilişkin düzenleyici kurumlardan biri olarak yetkilendirilmiştir. Finansal Hizmetler Kanunu 2000 (Financial Services Act 2000) değişik bölüm 138G’de belirtilen kural koyma yetkisi kapsamında FCA tarafından FCA El Kitabı (FCA Handbook) hazırlanmaktadır.<sup>18</sup>

Finansal Hizmetler Kanunu 2000 (Düzenlenen Faaliyetler) Emri 2001 (The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001) m. 3’teki menkul kıymet tanımı doğrultusunda, FCA El Kitabı’nın Terimler Sözlüğü (Glossary) bölümünde menkul kıymet kavramı tanımlanmıştır ve sayılan türdeki “yatırımların” menkul kıymet olduğu belirtilmiştir. Buna göre; pay, borçlanma aracı (debenture), alternatif borçlanma aracı (alternative debenture), varant (warrant), hükümet ve kamu menkul kıymeti (government and public security), belirli menkul kıymetleri temsil eden sertifika, birim (unit), paydaş emeklilik planı (stakeholder pension scheme), buraya kadar sayılan menkul kıymetlerdeki yatırımlardaki haklar veya menfaatler, kişisel emeklilik planı (personal pension scheme), güvence altına alınmış yararlar sağlayan emeklilik planı (pension scheme which provides safeguarded benefits) ve emisyon ödeneği (emission allowance) menkul kıymettir.

Buna karşın, yine FCA El Kitabı’ndaki tanımda Birleşik Krallık Kotasyon Kuralları (UK Listing Rules) bağlamında menkul kıymet teriminin resmî listeye (official list) alınmış veya alınabilir her şeyi kapsadığı belirtilmiştir.

Bir İngiliz mahkemesinin kararında menkul kıymet kavramının anlamının esnek

---

caret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2021) 521; Çatakoğlu (n 5) 79–88; Tekin Memiş ve Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku* (6th edn, Seçkin Yayıncılık 2022) 60; Hüseyin Ülgen ve diğerleri, *Kıymetli Evrak Hukuku* (14th edn, Vedat Kitapçılık 2021) 36.

<sup>16</sup> Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II* (14th edn, Vedat Kitapçılık 2019) para 1094.

<sup>17</sup> Bu yaklaşım için bkz. Enver Usca, ‘Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler’ içinde Kemal Şenocak (ed), *Şirketler Hukuku Şerhi: Türk Ticaret Kanunu*, vol 3 (Seçkin Yayıncılık 2023) 3188.

<sup>18</sup> Financial Conduct Authority, ‘Reader’s Guide: An Introduction to the Handbook’ 3 <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook-readers-guide>> accessed 15 October 2024.



olduğu hususunun tartışmasızlığı vurgulanmış;<sup>19</sup> bir başka kararda ise kavramın “rengini bağlamından aldığı” ifade edilmiştir.<sup>20</sup> Başkaca kararlarda ise menkul kıymetlerin “yatırımlar” ile eş anlamlı olduğu belirtilmiştir.<sup>21</sup>

## 2.2. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)

ABD’de sermaye piyasalarına ve bunların düzenlenmesine ilişkin hem federal hem de eyalet düzeyinde mevzuat bulunmaktadır. Menkul kıymet kavramı gerek federal mevzuatta gerekse de eyalet mevzuatlarında tanımlanmıştır. ABD’deki çeşitli menkul kıymet tanımları pek çok açıdan birbirine benzerlik gösterse de şu veya bu şekilde farklılıklar da ihtiva etmektedirler.

Eylül 2024 verilerine göre ABD eyaletlerinden gayrisafı yurt içi hasılları en yüksek olanları sırasıyla Kaliforniya ve Teksas’tır.<sup>22</sup> Kaliforniya Şirketler Kanunu (California Corporations Code) § 25019, Teksas Menkul Kıymetler Kanunu (Texas Securities Act) § 4001.068 menkul kıymet kavramını tanımlamaktadır. Ayrıca, ABD’de federal devletin yetkisinde olmayan konularda eyaletlerin kanunlarının yeknesaklaştırılması amacı kapsamında hazırlanan ve bizatihi bağlayıcı olmasa bile birçok eyaletin olduğu gibi yasalaştırdığı Yeknesak Ticaret Kanunu (Uniform Commercial Code) § 8-102 (a)(15) hükmünde de menkul kıymet kavramı tanımlanmıştır.

Menkul Kıymetler Kanunu 1933 (Securities Act of 1933) § 2 (a)(1) ve Menkul Kıymetler Borsası Kanunu 1934 (Securities Exchange Act of 1934) § 3 (a)(10) federal düzeyde menkul kıymet kavramını tanımlayan temel hükümlerdir. SCOTUS (Supreme Court of the United States - ABD Üçüncü Mahkemesi) esasen bu iki hükümü “hemen hemen özdeş” (virtually identical) olarak değerlendirmiştir.<sup>23</sup> Anılan iki hükümden, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu 1934’tekinin kapsamı görece daha dar<sup>24</sup> olsa da çeşitli diğer federal kanunlarda menkul kıymet terimi Menkul Kıymetler Borsası Kanunu 1934’teki anlamıyla kullanılmaktadır. Bu durum, örneğin Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Kanunu (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) § 2(15)(A) ve Sarbanes-Oxley Kanunu 2002 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) § 2(a)(14) hükümlerinde açıkça belirtilmektedir. Bu nedenle, ABD’deki kanunî menkul kıymet tanımlarından en öne çıkan örneğin, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu 1934 § 3 (a)(10) hükmündeki tanım olduğu söylenebilmektedir. Bu hükümde, nelerin menkul kıymet olduğu ve nelerin menkul kıymet olmadığı görece uzun bir şekilde sayma yöntemiyle belirtilmiştir.<sup>25</sup>

<sup>19</sup> *Re Scorer; Burt (or Burt) v Harrison* [1924] All ER Rep 330, 333.

<sup>20</sup> *Taylor Clark International Ltd v Lewis* [1997] STC 499, 517-518.

<sup>21</sup> Bu yönde bkz. *Re Rayner; Rayner v Rayner* [1904] 1 Ch 176, 189; *Re Douglas’ Will Trusts, Lloyds Bank Ltd v Nelson* [1959] 1 WLR 744, 749.

<sup>22</sup> Bureau of Economic Analysis, ‘GDP by State’ (*Bureau of Economic Analysis - U.S. Department of Commerce*) <<https://www.bea.gov/data/gdp/gdp-state>> accessed 30 November 2024.

<sup>23</sup> *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 335-336 (1967).

<sup>24</sup> Geoffrey Fuller, *The Law and Practice of International Capital Markets* (3rd edn, LexisNexis 2012) 7; Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 10–11.

<sup>25</sup> Söz konusu hükme ilişkin ayrıntılı Türkçe bilgi için bkz. Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 9–14..

### 2.3. Avrupa Birliği (AB)

Finansal Ürün Piyasaları Direktifi II’de (MiFID II - 2014/65/EU Direktifi) “devredilebilir menkul kıymetler” (transferable securities) kavramı benimsenmiş olup m. 4/1/44’te bu kavramın, ödeme araçları hariç sermaye piyasalarında işlem görebilen menkul kıymet türlerini ifade ettiği belirtilmiştir. Bu kapsamda olan menkul kıymetler ise örnekleme yoluyla sayılmıştır. Bu örnekler; i) şirket payları ve eşdeğerleri ile bunlara ait depo sertifikaları, ii) tahviller ve menkul kıymetleştirilmiş diğer borç türleri ile bunlara ait depo sertifikaları, iii) bu tür devredilebilir menkul kıymetleri alma veya satma hakkı veren veya devredilebilir menkul kıymetlere, para birimlerine, faiz oranlarına veya getirilere, emtialara veya diğer endekslere veya ölçütlere referansla belirlenen bir nakit ödemeye yol açan diğer menkul kıymetler şeklinde sıralanmıştır. Ancak, AB Hukukunda menkul kıymetlere ilişkin tutarlı bir tanım ve kavram kullanımı bulunmamaktadır. Nitekim, Devralma Direktifi (Takeover Directive - 2004/25/EC) m. 2/1/e’de olduğu gibi menkul kıymet kavramını farklı şekilde tanımlayan ve kullanan farklı AB Direktifleri de bulunmaktadır.<sup>26</sup>

### 2.4. Kavramın Değişkenliğinin Değerlendirilmesi

Açıklandığı üzere, menkul kıymet kavramının içeriği hukuk düzeninden hukuk düzenine farklılaşabildiği gibi aynı hukuk düzeninde de zamanla şekillenebilmektedir.<sup>27</sup> Hatta, Birleşik Krallık ve AB’de olduğu gibi aynı anda bile bağlamına göre değişebilen farklı kullanımlar gündeme gelebilmektedir. Anlamdaki bu farklılaşmanın gelecekte de devam etmesi muhtemel olduğundan, SPKn’da menkul kıymetin tanımı yapılmayarak tüketici olmayan bir şekilde nelerin menkul kıymet olduğunun ve nelerin olmadığına sayılması isabetli bir yaklaşım olarak değerlendirilmelidir.

## B. MENKUL KIYMETİN UNSURLARINA İLİŞKİN İNCELEME

### 1. Unsurlar Üzerinden İncelemenin Neden Tercih Edildiği

Her ne kadar eSPKn’daki menkul kıymet kavramının tanımlanması yöntemi SPKn tarafından benimsenmemişse de SPKn yürürlüğe girdikten sonra da öğreti, eSPKn’da menkul kıymete ilişkin belirtilen unsurlar üzerinden kavramı açıklamaya devam etmektedir. Günümüzde menkul kıymetin ne olduğu SPKn m. 3/1/o hükümündeki tanıma göre belirleneceğinden, bu tanıma göre menkul kıymet olduğuna şüphe bulunmayan paylar ve borçlanma araçları ile hükümde sayılan diğer menkul kıymetlerin mevcut özelliklerinden hareketle eSPKn’daki menkul kıymetin unsurlarının günümüzde geçerli olup olmadığına teste tabi tutulması, bu tanımdan ne derece istifade edilebileceğini ortaya koymak ve menkul kıymetlerin özelliklerinin neler olduğunu anlamak bakımından önemlidir.

<sup>26</sup> Christoph Kumpan, ‘Financial Instruments’, *Max Planck Encyclopedia of European Private Law* <[https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Financial\\_Instruments](https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Financial_Instruments)> accessed 20 November 2024.

<sup>27</sup> Benjamin Joanna, *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets* (Oxford University Press 2001) 4.



Belirtmek gerekir ki kavramın şu anki anlamı itibariyle 3794 sayılı Kanunla değişik eSPKn m. 3/b'deki tanım, birçok açıdan günümüzde de geçerliliğini korumaktadır. Ancak, özellikle tanımdaki bazı unsurların bu alanda yaşanan gelişmeler, mevcut mevzuat, uygulama ve literatür çerçevesinde yeniden değerlendirilmesi zaruridir. Nitekim, unsurlara dayalı, görece daha katı ve esnemez bir tanımlama yaklaşımı değişen ve gelişen bir kavram olarak menkul kıymetin yapısına uygun gözükmemektedir. Ancak, 2024 sonu itibariyle mevcut hukuki durum itibariyle menkul kıymetin adeta fotoğrafının çekilmesi de kavramın sınırlarının anlaşılması bakımından kıymetlidir.

## 2. Unsurların Ayırık Ayırık Değerlendirilmesi

### 2.1. Kıymetli Evrak Olma

SPKn m. 13/1'de "sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden" ihracının esas olduğu vurgulanmıştır. SPKn m. 3/1/ş hükmüne göre "sermaye piyasası aracı", menkul kıymeti de kapsayan bir kavram olduğundan menkul kıymetlerin kayden ihracının esas olduğu şüphesizdir. Türkiye'deki kaydi sistemin sistematiği, kıymetli evrakın senet unsurunun sağlanmasının önüne geçerek kayden ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının kıymetli evrak vasfı taşımalarını engellemektedir.<sup>28</sup> Bu nedenle kayden ihraç edilen menkul kıymetler kıymetli evrak vasfını taşımayacaktır.

SPKn m. 13/1'de kayden ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının neler olduğunu belirleme yetkisi ile sermaye piyasası araçlarının kripto varlık olarak ihraç edilmesine karar verme ve kripto varlık olarak ihraç durumunda sistemin işleyişine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi SPK'ya verilmiştir. Bu doğrultuda, SPKn m. 3/1/o kapsamındaki bir menkul kıymetin, SPK'nın yapacağı belirlemeler doğrultusunda kayden ihraç edilmemesi veya kripto varlık olarak ihraç edilmesi durumunda kıymetli evrakla ilişkin senet unsurunun sağlanması ve bir menkul kıymetin kıymetli evrak olarak ortaya çıkması da ihtimal dahilindedir.

Açıklanan nedenlerle, kıymetli evrak vasfını taşımak ya da taşımamak menkul kıymetin bir unsuru olarak değerlendirilemez. Bu nedenle, ülkemizde yapılmış olan gerek mevzuattaki gerekse de öğretilerdeki menkul kıymet tanımlarında altı çizilen "senet" ve "kıymetli evrak" olma unsurunun günümüzde geçerliliği bulunmamaktadır.

### 2.2. Ortaklık veya Alacaklılık Sağlama

eSPKn'nın gerek ilk hâlinde gerekse de 3794 sayılı Kanunla değişik hâlinde belirtilen unsurlardan bir tanesi menkul kıymetin ortaklık veya alacaklılık sağlama-sıdır. Bu şekilde, menkul kıymetin sahibinin menkul kıymetin barındırdığı ortaklık veya alacak hakkının sahibi olduğu vurgulanmakta, ayrıca menkul kıymetin sağla-yabileceği hakkın ancak ortaklık veya alacak hakkı niteliğinde bir hak olabileceği

<sup>28</sup> Abdullah Altıntaş, 'Borçlanma Aracı Sahiplerinin Hukuken Korunması' (Doktora Tezi, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi 2024) 34–36.



ortaya konulmaktadır.<sup>29</sup> Bu durum, menkul kıymet ihracının kurumsal finansmanın bir yöntemi olması bakımından da son derece doğaldır. Nitekim, menkul kıymetin borçlar hukuku karakterli alacak hakkı veya ortaklık hakkı dışında bir hak sağlaması düşünülemez. Aynı haklar gibi devredilebilir nitelikli bir hak bile olsa menkul kıymetler ile başka türlü bir hakkın sağlanması mümkün değildir.

Menkul kıymetin sağladığı hakkın niteliğine göre “alacak senetleri” ve “ortaklık senetleri” şeklinde sınıflandırmalar geçmişte yapılmıştır.<sup>30</sup> İşlevsel olabilse de bu sınıflandırma iki bakımdan eleştiriye açıktır. İlk olarak, finansal piyasalardaki gelişen ve dönüşen ihtiyaçları karşılayabilmek için farklı menkul kıymetler ortaya çıkabilmektedir. Her ne kadar salt alacak hakkı sağlayan ve salt ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetler açısından bir sorun gözükme de paya dönüştürülebilir tahvil gibi “hibrit” olarak nitelendirilebilecek ve özellikle ihtiyaçlara göre ortaya çıkan, salt ortaklık ya da salt alacak hakkı sağlamayan yeni menkul kıymetler açısından söz konusu ayırmadaki sınırlar silikleşmeye başlamıştır. Bahsi geçen sınıflandırmada eleştiriye açık olan diğer nokta ise bu ayırmda kullanılan ve yukarıda açıklandığı üzere günümüzde geçerliliği olmayan “senet” ifadesidir. Anılan nedenlerle, pratik olarak önemli bir etki yaratmasa da menkul kıymetin sağladığı hakka göre “salt alacaklılık sağlayan menkul kıymet”, “salt ortaklık sağlayan menkul kıymet” ve “karma nitelikte hak sağlayan menkul kıymet” şeklinde üçlü bir ayırım günümüz şartlarında daha isabetli olacaktır.

### 2.3. Belirli Bir Meblağı Temsil Etme

Menkul kıymetin belirli bir meblağı temsil etmesinin akla getirdiği ilk husus, menkul kıymetin itibari bir değer taşımasıdır. İtibari değer (itibari kıymet), en basit ifadeyle üzerinde yazılı olan veya kaydi sistemde belirtilen değerini ifade eder. Buna göre, menkul kıymetin itibari değer taşıması yeterli olup farklı tertiplerdeki menkul kıymetlerin itibari değerlerinin farklı olması mümkündür.<sup>31</sup> İtibari değer menkul kıymetin ihraç değeri olabileceği gibi bir menkul kıymet, itibari değerinden farklı bir değerle de ihraç edilebilir.<sup>32</sup>

İtibari değer taşımayan menkul kıymet olup olamayacağı ise literatürde tartışılmıştır. Bir görüş, menkul kıymetin belirli bir miktarı temsil etmesinden anlaşılması gerekenin zorunlu olarak itibari değer taşıması olduğunu savunmuş ve itibari değeri olmayan menkul kıymet olamayacağını iddia etmiştir.<sup>33</sup> Diğer görüş ise belirli bir meblağı temsil etme unsurunun mutlak olarak anlaşılmaması gerektiğini belirterek, hesap-

<sup>29</sup> Paslı (n 4) 1529–1530.

<sup>30</sup> ibid 1530–1531.

<sup>31</sup> Aytaç (n 5) 47; Akbulak ve Akbulak (n 5) 22; Paslı (n 4) 1531.

<sup>32</sup> Aksi yönde bkz. Burak Adıgüzel, ‘Sermaye Piyasasında Yeni Bir Menkul Kıymet: Kira Sertifikası (Sukuk)’ (2010) 5 Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 29, 37.

<sup>33</sup> Aytaç (n 5) 47; Karlı (n 12) 249; Öztan (n 8) 185–186; Asuman Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1998) 73.

lanabilir (belirlenebilir) bir maddi değer bulunmasının bu unsuru sağlayacağını savunmaktadır.<sup>34</sup> Bu unsur ile esas olan hususun yatırımcıların yatırımlarını ve muhtemel getirisini temsil etme kabiliyeti<sup>35</sup> olduğu göz önünde bulundurulduğunda, bu unsurun itibari değer taşımak olarak anlaşılması isabetlidir. Bu anlamda örneğin, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1) m. 14/1, Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.2) m. 16/5, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3) m. 15/1, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) m. 15/1 hükümlerinden anlaşıldığı üzere yatırım fonu katılma paylarının itibari değeri bulunmamaktadır. Dolayısıyla bunların itibari değer taşımadıklarından hareketle belirli bir meblağı temsil etmedikleri söylenemez. Nitekim her bir yatırım fonu katılma payının değeri hesaplanabilir niteliktedir ve belirli bir miktarı temsil etmektedir. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1) m. 14/2, Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.2) m. 16/2, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3) m. 15/1, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) m. 15/1 hükümlerinden anlaşıldığı üzere yatırım fonu katılma payının birim değeri, yatırım fonunun toplam değerinin toplam katılma payı sayısına bölünmesi yöntemiyle hesaplanmaktadır.

Bu noktada, itibari değerden yoksun olsa bile bir menkul kıymetin belirli bir meblağı temsil etme unsurunu sağlayabilmesi mümkündür, yeter ki menkul kıymetin temsil ettiği değer hesaplanabilir olsun. Borçlanma Araçları Tebliği m. 12/1’de, satışı yapılacak borçlanma araçlarına ilişkin kurul ücretinin bunların “varsa nominal değeri” üzerinden hesaplanacağı belirtilmiştir. Bu hükümden, SPKn m. 3/1/o dolayısıyla menkul kıymet olduğu konusunda şüphe olmayan borçlanma araçları açısından itibari değer bulunmasının bir zorunluluk olmadığı anlaşılmaktadır. SPKn m. 130/3, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2) m. 18/1, Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1) m. 19/1, Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-61/B.1) m. 29/1, Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (III-59.1) m. 28/1, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1) m. 29/1 hükümlerinden de benzer sonuçlara ulaşılabilmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymetlerin belirlenebilir bir maddi değerinin bulunması gerekli ve yeterli kabul edilmelidir.

#### 2.4. Yatırım Aracı Olarak Kullanılma

Menkul kıymetlerin yatırım aracı olarak kullanılmasından anlaşılması gereken, sahiplerinin bunlardan kazanç elde etmeyi hedeflemesine elverişli araçlar olmasıdır. Bu unsuru değerlendirirken bunlara sahip olanların bizatihi yatırım amaçlarının varlığı değil, sahip olanların böylesi amaçları olursa söz konusu kıymetlerin bu amaca elverişli olması şeklinde değerlendirmek gerekir.<sup>36</sup> Bizatihi amaçların

<sup>34</sup> Paslı (n 4) 1532; Damla Gülseren Songur, “‘Sermaye Piyasası Aracı’ Kavramı’ içinde Süleyman Başterzi (ed), *Prof. Dr. Sarper Sözek’e Armağan*, vol III (Beta 2011) 2927; Çatakoğlu (n 5) 80.

<sup>35</sup> Paslı (n 4) 1532.

<sup>36</sup> ibid 1536.



denetlenmesinin mümkün olmadığından hareketle bu unsurun hukukî bir değer taşımadığı<sup>37</sup> savunulamaz. Zira, açıklandığı üzere bu unsuru elverişlilik kapsamında değerlendirmek gerekmektedir.

Yatırım aracı olarak kullanılma unsuru, menkul kıymetleri ihraç edenler açısından değerlendirildiğinde, ihraççıların fon sağlama amaçlarına hizmet etmeyi de içinde barındırmaktadır.<sup>38</sup> Nitekim, bir yatırım kararı alan şirketin buna ilişkin alacağı finansman kararında yapacağı değerlendirme sonucunda tercih edebileceği seçeneklerden bir tanesi de menkul kıymet ihracıdır. Bu anlamda ihraççının fon sağlamasına hiçbir şekilde hizmet etmeyen ancak tasarruf sahiplerinin yatırım amacıyla kullanılmasına izin veren finansal enstrümanlar menkul kıymet olarak nitelendirilemez.<sup>39</sup> Bu nedendir ki SPKn m. 3/1/ş hükmünde sermaye piyasası aracı olduğu belirtilmekle beraber türev araçlar, menkul kıymet kavramının dışında tutulmuşlardır.

Yatırım aracı olma unsurunun para piyasası araçlarının menkul kıymet sayılmasının önüne geçmek için ortaya konulduğu belirtilmektedir.<sup>40</sup> Bununla birlikte, menkul kıymetin unsurları içerisinde en fazla belirsizlik barındıran ve değişken olan unsurun yatırım aracı olarak kullanılma unsuru olduğu dile getirilmiştir.<sup>41</sup> Bu unsur, zaman zaman “orta ve uzun vadeli yatırım aracı” olmak<sup>42</sup> şeklinde açıklanmış olsa da gerek vadelerin sınıflandırılması açısından kesinliğin olmaması gerekse de genel olarak kısa vadeli olarak değerlendirilen menkul kıymetlerin de bulunabilmesi nedeniyle söz konusu unsura ilişkin vade uzunluğuna dayalı bir sınıflandırmaya gerek duyulmamaktadır.<sup>43</sup> Bu noktada, yatırımın vadesinin uzunluğunun değil yatırımın devamlı nitelikte olmasının esas olduğu vurgulanmaktadır.<sup>44</sup>

## 2.5. Dönemsel Gelir Getirme

Dönemsel gelir getirme unsuru esasen iki temel ögeye ayrılarak incelenmelidir. Bu öğelerden ilki gelir getirme, diğeri ise bu gelir getirmenin dönemsel olmasıdır. Menkul kıymetlerin yatırım aracı olarak kullanılması unsurunda açıklandığı üzere menkul kıymetler, sahiplerinin kazanç sağlamasına elverişli olmalıdır. Bu anlamda yatırımcıların kazançları esasen iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi

<sup>37</sup> Korkut Özkorkut, *Türk Hukukunda Depo Sertifikaları* (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 2003) 55.

<sup>38</sup> Pashlı (n 4) 1533; Songur (n 34) 2928.

<sup>39</sup> Pashlı (n 4) 1533–1534; Songur (n 34) 2928.

<sup>40</sup> Aytaç (n 5) 47; Öztan (n 8) 186; Turanboy (n 33) 73; Özkorkut (n 37) 55; Burçak Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2004) 67; Pashlı (n 4) 1533–1534; Adıgüzel (n 32) 38; Songur (n 34) 2927; Çatakoğlu (n 5) 81.

<sup>41</sup> Aytaç (n 5) 47; Öztan (n 8) 186; Tekinalp (n 13) 16; Ömer Teoman, *Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri* (İstanbul Üniversitesi Kitabevi 1978) 170–171; Turanboy (n 33) 74; Songur (n 34) 2927.

<sup>42</sup> Aytaç (n 5) 47; Akbulak ve Akbulak (n 5) 23.

<sup>43</sup> Çatakoğlu (n 5) 82.

<sup>44</sup> Tekinalp (n 13) 13–16; Turanboy (n 33) 74; Ayşe Sumer, *Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat* (3rd edn, Alfa 2002) 18; Pashlı (n 4) 1536; Songur (n 34) 2929; Çatakoğlu (n 5) 82.

bizatihi menkul kıymete sahip olmak dolayısıyla elde edilen kazançtır. Gelir getirme unsuru ile ifade edilen esasen bu kazanç şeklindedir. Söz konusu gelir, menkul kıymetlerin sağladıkları semere (ürün) olup faiz, kâr payı, yeni pay edinme hakkı gibi farklı formlarda olabilir.<sup>45</sup>

İkinci tür kazanç ise menkul kıymetlerin ikincil piyasada alınıp satılması faaliyeti sonucu elde edilen kazançtır. Bu kazancın ortaya çıkabilmesi için ikincil piyasa fiyatının oluşmaması ya da aktif bir ikincil piyasanın olmaması herhangi bir engel teşkil etmemektedir. Aktif bir ikincil piyasa olmadan ya da ikincil piyasa fiyatı oluşmadan da açıklanan şekilde kazanç elde edilebilir, yeter ki menkul kıymet alındığından daha yüksek bir meblağa satılabilir. Buradaki kazanç, menkul kıymetin satıldığı fiyatın alındığı fiyattan fazla olması dolayısıyla ortaya çıkan pozitif farktan ibarettir. Finansal araçların genel özelliği olduğu üzere, gelecekte gerçekleşmesi beklenen olaylar fiyat üzerinde bugünden etki yaratmaktadır. Bu kapsamda, tarafların gelecek projeksiyonundaki farklılıklar dolayısıyla bir tarafın gelecekte fiyatının düşeceği düşüncesiyle elden çıkartmak istediği bir finansal aracı, bir başkası gelecekte değerlendirileceği beklentisiyle almak isteyebilecektir. Beklentilerde yaşanan farklılıklar nedeniyle herhangi bir anda alım ve satım faaliyetleri ile kazanç elde etmek mümkün olabilmektedir. Açıklanan kazanç, yatırım amacına uygun olarak kazanç elde etmeyi sağlıyor olsa da dönemsel gelir getirme unsuru kapsamında “gelir” olarak değerlendirilmemektedir.<sup>46</sup> Belirtmek gerekir ki yazarlar buradaki kazancı, ihraç fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki fark şeklinde açıklamış olsalar da buradaki kazanç esasen söz konusu açıklamalardakinden daha geniş bir anlam taşımaktadır. Buradaki kazancın hesaplanması bakımından ihraç fiyatı bir referans noktası teşkil etmemektedir. İster birincil piyasadan ister ikincil piyasadan edinilmiş olsun, temel olan menkul kıymetin maliyetinden daha yüksek bir miktar karşılığında elden çıkartılmasıdır.

Dönemsel gelir getirme unsurunun ikinci ögesi olan, gelir getirmenin “dönemsel” olmasından anlaşılması gereken, gelirin oluşması için belirli bir süre geçmesi gerektiğidir.<sup>47</sup> “Dönemsel” ifadesinin periyodik olarak ya da düzenli gelir getirme şeklinde değerlendirilmesi, günümüzdeki birçok menkul kıymetin menkul kıymet niteliklerini ortadan kaldırabilme potansiyeli taşımaktadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki buradaki “belirli bir süre” tabirinin muhteviyatı son derece muğlaktır ve dolayısıyla geniş anlamda anlaşılmalıdır.

<sup>45</sup> Tekinalp (n 13) 16; Aytaç (n 5) 47; Öztan (n 8) 186; Turanboy (n 33) 74; Reha Tanör, *Türk Sermaye Piyasası*, vol II (1st edn, Beta Basım Yayım Dağıtım 2000) 82; Sumer (n 44) 18; Özkorkut (n 37) 56; Akbulak ve Akbulak (n 5) 23; Yıldız Destanoğlu (n 40) 68; Paslı (n 4) 1536; Tolga Ayoğlu, *Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri* (Vedat Kitapçılık 2008) 31; Adıgüzel (n 32) 39; Songur (n 34) 2929.

<sup>46</sup> Paslı (n 4) 1537; Songur (n 34) 2929.

<sup>47</sup> Yıldız Destanoğlu (n 40) 68; Paslı (n 4) 1538; Adıgüzel (n 32) 39; Songur (n 34) 2929–2930; Çatakoğlu (n 5) 83–84.



Söz konusu gelir düzenli olan ya da olmayan aralıklarda birden çok defada ortaya çıkabileceği gibi bir kere elde edilecek şekilde de ortaya çıkabilir. Özellikle belirli vadesi olan menkul kıymetlerde vade sonunda tek seferde gelir elde edilmesi olağandır. Ayrıca bu ögeyi, açıklanan şekliyle gelirin her durumda ortaya çıkması gerektiği yönünde değerlendirmemek gerekmektedir. Nitekim açıklanan gelir, bazı durumlarda ortaya hiç çıkmayabilecektir. Örneğin, bir anonim şirketin sermaye arttırımı ile halka arz edilen payını edinen yatırımcı, pay sahibi olduğu dönemde şirketin hiç kâr elde etmemesi ve nihayetinde iflas etmesi nedeniyle herhangi bir gelir elde edememiş olabilir. Söz konusu pay, mevcut olduğu süre boyunca hiçbir şekilde gelir getirmemiş olsa bile menkul kıymet niteliğini kaybetmeyecektir. Nitekim, esas olan dönemsel gelir getirme olanağının mevcut olması, belirtilen kıymetin dönemsel gelir getirmeye elverişli olmasıdır.<sup>48</sup>

## 2.6. Misli Nitelikte Olma

“Misli” kelimesi, “benzer ve mahiyet yönünden aynı olan şey” olarak tanımlanmaktadır.<sup>49</sup> Bu kelimenin farklı şekilde günümüz alfabesine çevrilerek “misil” olarak kullanımı da mevcuttur. Bu kullanımın da eş, benzer gibi anlamlara geldiği belirtilmiştir.<sup>50</sup> Misli (misli) kelimesi ise misl kelimesinden türetilmiş bir hukuk terimi olup esasen birbirinin yerine geçebilen, eş özelliklere sahip, aynı türden şeyleri ifade etmek için kullanılmaktadır.<sup>51</sup> Menkul kıymetin bir unsuru olarak misli nitelikte olma ise, herhangi bir menkul kıymet yerine aynı cinsten başka bir menkul kıymetin ikame edilebilmesi demektir.<sup>52</sup>

Misli olma niteliği, esasen eşya hukukunda yerleşmiş bir sınıflandırma ölçütüdür.<sup>53</sup> Buna göre; ölçme, tartma veya sayma ile belirli hâle getirilen, benzerlerinden ayırt edilen eşya misli olarak değerlendirilirken; bu şekilde belirli hale getirilemeyen ve ferden belirlenmesi gereken eşya ise misli olmayan (gayri misli) eşya olarak değerlendirilmiştir. Misli bir eşyanın yerini aynı cinsten olmak kaydıyla bir başkası alabilirken gayri misli eşyanın yerini bir başkasının alması mümkün değildir.<sup>54</sup> Para, çekirdek kahve, kereste,

<sup>48</sup> Paslı (n 4) 1538; Songur (n 34) 2930.

<sup>49</sup> ‘Misli’, *TDV İslâm Ansiklopedisi* (TDV İslâm Araştırmaları Merkezi 2020) 187 <<https://islaman-siklopedisi.org.tr/misli>> accessed 24 January 2023.

<sup>50</sup> Türk Dil Kurumu, ‘Misil, -Sli’ (*Türk Dil Kurumu Sözlükleri*) <<https://sozluk.gov.tr/>> accessed 24 January 2023; ‘Misil’ (*Luggat Osmanlıca Türkçe Sözlük*) <<https://www.luggat.com/misil/1/1>> accessed 24 January 2023.

<sup>51</sup> Hasan Hacak, ‘Misli’, *TDV İslâm Ansiklopedisi* (TDV İslâm Araştırmaları Merkezi 2020) 187 187; ‘Misli’ (*Luggat Osmanlıca Türkçe Sözlük*) <<https://www.luggat.com/misil/1/1>> accessed 24 January 2023; Turanboy (n 33) 74; Çatakoğlu (n 5) 85.

<sup>52</sup> Aytaç (n 5) 48; Tanör (n 45) 82; Özkorkut (n 37) 56; Yıldız Destanoğlu (n 40) 69; Ayoğlu (n 45) 31; Songur (n 34) 2930; Adıgüzel (n 32) 39–40; Çatakoğlu (n 5) 85.

<sup>53</sup> Ülkemizde mevzuatta ilk defa Mecelle-i Ahkâm-ı Adliye m. 145’te misli eşya, “çarşı ve pazarda mu’teddün bih yani, bahanın ihtilafını mücib bir tefâvütsüz misli bulunan şey” olarak tanımlanmıştır. Misli olmayan eşyayı belirtmek içinse m. 146’da “kıyemî” terimi kullanılmıştır.

<sup>54</sup> M Kemal Oğuzman, Özer Seliçi ve Saibe Oktay Özdemir, *Eşya Hukuku* (23rd edn, Filiz Kitabevi 2021) paras 53–54; Ahmet M Kılıçoğlu, *Eşya Hukuku* (Turhan Kitabevi 2021) para 1246;



keçi sütü misli eşyaya; arsa ve heykel gibi eşyalar da gayri misli eşyaya örnek olarak verilebilir. Para ve çekirdek kahvenin yerini aynı cinsten ve kaliteden bir başkası alabilirken arsa için böyle bir durum söz konusu değildir. Emtia piyasalarında işlem gören mallar, esasen bu nitelikleri sayesinde standart hale getirilmiştir. Söz konusu piyasalarda işlem gören alüminyum, bakır, altın gibi metaller; yulaf, mısır, buğday gibi tahıllar ile şeker, kahve, kakao gibi ürünler misli nitelik taşımaktadır.

Misli ya da gayri misli eşya nitelikleri eşyaya ilişkin objektif niteliklerdir. Eşyanın bir hukuki ilişkiye konu edilmesi dolayısıyla bu nitelikleri değişmeyecektir. Bu nedenle, örneğin bir sözleşme ilişkisinde tarafların misli bir eşyaya gayri misli nitelik kazandırması mümkün değildir.<sup>55</sup>

Her çeşidiyle menkul kıymetler de aynı şekilde misli nitelik taşımaktadır. Her ne kadar misli nitelikte olmak eşya hukukunda sıkça kullanılan bir ölçüt olsa da eşya hukuku dışında da söz konusu niteliğin gözlenmesi mümkündür. Dolayısıyla, misli nitelikte olma, bir eşyanın varlığını çağırırsa da menkul kıymetler gibi misli nitelikte olup eşya olmayan örnekler de bulunmaktadır. Bu nedenle, örneğin bir anonim şirket tarafından ihraç edilen aynı tertipteki iki tahvil arasında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Bir başka örnek olarak, menkul kıymetler saklama veya ödünç sözleşmelerine konu olduklarında esasen aynı cinsten herhangi bir menkul kıymetin iade edilmesinin mümkün olması gösterilebilir.

Bir ihraççı tarafından ihraç edilen, sadece hukuki unsurları ile değil; vadesi, sağladığı haklar gibi unsurları da aynı olan, aynı hukuki temele dayanan ve aynı hukuki ilişkiden kaynaklanan, aynı içerikteki bütün menkul kıymetler birbiri yerine ikame edilebilir. Örneğin, bir anonim şirketin çıkarttığı, vadesi 1.1.2027 olan tahvil ile vadesi 1.6.2025 olan tahvil; ihraççıları, faiz oranları, itibari değerleri, sağladıkları diğer haklar aynı olsa bile birbirinin ikamesi olamaz. Ancak, söz konusu anonim şirketin ihraç ettiği, içeriği her şeyiyle aynı olan 10.000 adet tahvilin her biri bir başkasının ikamesi olabilir. Misli eşyada olduğu gibi, menkul kıymetlerin belirli hâle getirilmesi de sayma ile mümkün olacaktır.<sup>56</sup> Bu durumda, 40 adet tahvile sahip olan kişinin 10.000 adet içerisinden hangi 40 taneye sahip olduğunun hukuken ya da ekonomik açıdan bir önemi bulunmayacaktır. Açıklanan misli olma niteliği; menkul kıymetlerin toplu olarak saklanmalarını ve idare edilmelerini, borsada işlem görmelerini, tek bir hukuki işleme aynı anda çok sayıda menkul kıymetin konu olmasını sağlayarak menkul kıymet işlemlerine kaynaklık etmekte ve menkul kıymetlerin vazgeçilmez ve temel bir unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.<sup>57</sup>

Halûk Nami Nomer ve Mehmet Serkan Ergüne, *Eşya Hukuku* (7th edn, On İki Levha Yayıncılık 2019) paras 50–51; A Lâle Sirmen, *Eşya Hukuku* (6th edn, Yetkin Yayınları 2018) 12–13; Sanem Aksoy Dursun, *Eşya Kavramı* (On İki Levha Yayıncılık 2012) 38–40.

<sup>55</sup> Öztan (n 8) 187; Oğuzman, Seliçi ve Oktay Özdemir (n 54) para 55.

<sup>56</sup> Tekinalp (n 13) 14; Aytaç (n 5) 48; Turanboy (n 33) 74; Adıgüzel (n 32) 40.

<sup>57</sup> Tekinalp (n 13) 15; Aytaç (n 5) 48; Öztan (n 8) 187; Turanboy (n 33) 75; Özkorkut (n 37) 56; Paslı (n 4) 1540; Songur (n 34) 2930; Adıgüzel (n 32) 40.



ISIN (International Securities Identification Number – Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Kodu) kodu, bir menkul kıymetin bir başka menkul kıymete ikame olup olamayacağını tespit etmeyi kolaylaştıran bir uygulamadır. Çok benzer özellikler taşıyabilirler bile birbirine ikame olamayan menkul kıymetler, ISIN kodu sayesinde birbirinden kolaylıkla ayırt edilebilmektedir. Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde menkul kıymetlere ilişkin tutulan kayıtların tamamında ISIN kodu bulunmaktadır.

Misli olma niteliği bakımından, aynı ISIN koduna sahip olan menkul kıymetler birbirinin ikamesi olabilirken, farklı ISIN koduna sahip menkul kıymetler için ise böyle bir durum söz konusu değildir. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2) m. 4/1/e’de ISIN kodu, “sermaye piyasası araçlarına tahsis edilen uluslararası standartlarda tanımlama numarası” olarak tanımlanmıştır. Aynı tebliğ m. 5/10’da ise aynı ihraççı tarafından ihraç edilmiş, vade bitiş tarihi aynı olan ancak faiz veya iskonto oranı, kullanılan ihraç tavanı veya vadesinin süresi farklı olan sermaye piyasası araçları için aynı ISIN kodunun kullanılmayacağı vurgulanmıştır. BASK Tebliği m. 3/1/j’de tebliğdeki “tertip” terimi ile ifade edilenin aynı ISIN kodu altında ihraç edilen borçlanma araçları olduğu belirtilmiştir.

Kaydi sistemin kullanılmaya başlanması neticesinde menkul kıymetlerin kâğıda (varakaya) bağlanma ve özellikle de misli nitelikte olma özelliklerinin ortadan kalktığı ifade edilmiştir.<sup>58</sup> Menkul kıymetlerin kayden ihracı esas olduğundan, söz konusu görüşün benimsenmesi hâlinde menkul kıymetlerin misli nitelik taşımadıkları sonucu ortaya çıkacaktır. Ancak, kayden ihraçları esas olan menkul kıymetlerin, nitelikleri gereği aynı ISIN kodunu taşıyan, çok sayıda eşdeğer birim parçadan oluşan, bir kitle (yığın) şeklinde ihraç edilme özellikleri göz önüne alındığında, bu yığını meydana getiren ve homojen nitelikteki her bir birimin birbirinin ikamesi olacağına ve bu yığın içerisinde yapılacak herhangi bir belirli hâle getirme faaliyetinin sayma (ölçme) yoluyla olacağına şüphe yoktur. Açıklanan nedenle kaydi sistem, menkul kıymetlerin misli niteliğini değiştirmemektedir.

## 2.7. Seri Hâlinde Çıkarılma

Seri hâlinde çıkarılmanın, menkul kıymetlerin misli nitelikte olmasının doğal bir sonucu olduğu belirtilmektedir.<sup>59</sup> Seri hâlinde çıkarılma unsurundan temel olarak iki husus anlaşılmaktadır. Bunlardan ilki çok sayıda (kitle hâlinde) çıkarılmayı ifade etmektedir. eSPKn 3794 sayılı Kanun ile değişmeden önceki dönemde SPK’nın tebliğler ile yaptığı tanım ve doktrinde bu unsur “çok sayıda ve seri halde çıkarılmak” şeklinde ifade edilmiştir.<sup>60</sup> Esasen, seri halde çıkarılmanın çok sayıda çıkar-

<sup>58</sup> Asuman Turanboy, ‘6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları’ içinde İsmail Kırcı ve diğerleri (eds), *Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan* (1st edn, On İki Levha Yayıncılık 2019) 1290.

<sup>59</sup> Öztan (n 8) 187; Akbulak ve Akbulak (n 5) 24; Paslı (n 4) 1540; Ayoğlu (n 45) 31; Adıgüzel (n 32) 40; Songur (n 34) 2930; Mücahit Ünal, ‘Anonim Şirketlerde Menkul Kıymetler’ içinde Sami Karahan (ed), *Şirketler Hukuku* (Mimosa Yayınları 2012) 670; Çatakoğlu (n 5) 86.

<sup>60</sup> Öztan (n 8) 187.

rılmayı da içinde barındırdığı belirtilmiştir.<sup>61</sup> Nitekim, tek tek çıkarılan kıymetlerin sermaye piyasasına uygun araçlar olamayacağı, bu nedenle menkul kıymetlerin seri hâlinde çıkarılmasının önemi vurgulanmıştır.<sup>62</sup> Seri hâlinde çıkarılmadan anlaşılan ikinci husus ise menkul kıymetlerin birbirini takip eden (müteselsil) şekilde numaralandırılması, seri numaraları taşıması gerekliliğidir.<sup>63</sup> Her iki anlamıyla da seri hâlinde çıkarılma menkul kıymetlerin unsuru olarak değerlendirilmemelidir.

Çok sayıda çıkarılmak özelliği esasen tek tek çıkarılan senetlerin zıt anlamlısını ifade etmek amacıyla kullanılmıştır.<sup>64</sup> Tek tek çıkarılan senet ile özünde kastedilenin bir adet olarak çıkartılan senet değil; dayandıkları hukuki ilişkiler, nominal değerleri, lehtarları, vadeleri, düzenlenme tarihi vb. gibi unsurları aynı olsa bile hukuken birbirinden bağımsız olan senetler olduğu açıktır. Dolayısıyla, tek tek çıkarılan senet ile çok sayıda çıkarılan senet arasındaki temel fark çıkarılan senet adedi değil, senetlerin misli nitelik taşıyıp taşımadıklarıdır.

Peki, birden çok adet çıkarılmayan bir menkul kıymet söz konusu olabilir mi? Tabii olarak, bir sermaye piyasası aracı türü olarak menkul kıymetlerin kitle hâlinde çıkarılmaları beklenmektedir ve esasen hemen her zaman çok sayıda ihraçları gerçekleşmektedir. Gelgelelim, gerekli bütün yasal şartları sağlayan ancak birden çok adet ihraç edilmemiş olan bir menkul kıymetin olabileceği de kabul edilmelidir. Bu görüş esasen azınlıktadır. Aynı yönde olmakla beraber farklı kanunî düzenlemelerin yürürlükte olduğu dönemlerde farklı gerekçeler sunan görüşler bulunmaktadır.<sup>65</sup>

Her ne kadar sermaye piyasası açısından çok sayıda yatırımcıya ulaşabilmek, tedavül yeteneği gibi hususlar önem arz etse de bu durumların bizatihi gerçekleşmesi gerekmemektedir. Örneğin, bir tertipte bin adet tahvil ihraç eden bir anonim şirketin bütün tahvillerini birincil piyasada elde eden ve vade sonuna kadar elinde tutan bir yatırımcı olması durumunda söz konusu tahvilin çok sayıda çıkarılmasının esasen bir önemi kalmamaktadır. Zira ne geniş yatırımcı kitlesine ulaşılması ne de ikincil piyasada söz konusu tahvillerin tedavülü gerçekleşmektedir. Aynı örnekte, bin adet tahvil yerine birim nominal değeri bin katı olan tek bir tahvilin mümkün olduğu ve yine aynı yatırımcı tarafından vade sonuna kadar elde tutulacağı durumda sırf çok sayıda çıkarılmadığı gerekçesiyle menkul kıymetten söz edilemeyeceği savunulamaz. Her iki örnekte de tahvillerin işlevleri anlamında bir fark bulunmamaktadır. Sermaye piyasasına araç olmanın ve fonların arz edenlerden talep edenlere aktarılmasını sağlamanın şartı olarak çok sayıda çıkarılmak, menkul kıymetin zorunlu

<sup>61</sup> Adıgüzel (n 32) 40.

<sup>62</sup> Aytaç (n 5) 48; Öztan (n 8) 187; Tanör (n 45) 83; Paslı (n 4) 1542; Akbulak ve Akbulak (n 5) 24; Songur (n 34) 2930.

<sup>63</sup> Aytaç (n 5) 75; Yıldız Destanoğlu (n 40) 70; Çatakoğlu (n 5) 86; Adıgüzel (n 32) 40.

<sup>64</sup> Paslı (n 4) 1541; Songur (n 34) 2931.

<sup>65</sup> Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 20; Akbulak ve Akbulak (n 5) 24.



unsuru olarak görülmektedir.<sup>66</sup> Öte yandan, bin katı nominal değerdeki tek tahvil örneğinde de bu hususlar sağlanmaktadır. Birim nominal değerinin ne kadar büyük ya da küçük olacağı en nihayetinde ihraççının karar vereceği bir husustur. Birim nominal değer küçüldükçe daha fazla yatırımcıya hitap edilebileceği açıktır. Birim nominal değer küçüldükçe hem daha küçük miktarlarda yatırım yapmak isteyen yatırımcıların talepleri oluşmakta hem de birden çok adet birim menkul kıymete sahip olanların yatırımlarını ikincil piyasada yönetmeleri kolaylaşmaktadır. Birim nominal değer artması ya da azalması birim menkul kıymet miktar adedinin de doğal olarak değişmesi sonucunu doğuracaktır. Bu nedenle, yatırımcı talepleri ve hitap edilen yatırımcı profili göz önünde bulundurularak belirlenecek adet miktarı ihraççının takdirinde olup zorunlu bir unsur olarak değerlendirilemez. Tüm tertibi temsil eden tek bir menkul kıymetin ihracı ekonomik olarak pek akla yatkın olmasa da hukuken menkul kıymet sayılmaya engel olmayacaktır. Bu anlamda, hukuken bir engel olmadığı sürece ülkemizdeki uygulamada da kolaylık sağlaması bakımından nominal değer 1 TL olacak şekilde ihraç gerçekleştirilmesi olağandır.

Çok sayıda çıkarılmanın bir unsur olarak kabul edilmesini zorunlu kılan bir kanun hükmü tespit edilmemiştir. Sırf çok sayıda çıkarılmamak nedeniyle menkul kıymet vasfının bulunmayacağı sonucu, ne SPKn m. 3/1/o hükmü ile ne de 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) ikinci kitabının dördüncü kısmının “Menkul Kıymetler” başlıklı yedinci bölümü ile uyumludur. Burada önemli olan ihraççı tarafından tercih edilen menkul kıymet ihracının istendiği takdirde birden çok sayıda olacak şekilde yapılabilecek olması gerektiğidir. Bu durum da nihayetinde misli nitelikte olma özelliğiyle bir ve aynıdır.

Diğer anlamıyla seri hâlinde çıkarılmanın da menkul kıymetin bir unsuru olarak değerlendirilemeyeceği sonucuna varılacaktır. Nitekim; aynı anda düzenlenen, aynı hukuki ilişkiden doğan, düzenleyeni, lehdarı, vadesi ve diğer tüm unsurları aynı olan TTK m. 776 vd. hükümlerindeki anlamıyla birden çok bononun seri hâlinde çıkarıldığı söylenemeyecektir. Nitekim bu bonoların her biri birbirinden bağımsızdır ve misli nitelikte değillerdir. Söz konusu bonolara birbirini takip eden seri numaralarının verilmesi de bu durumda herhangi bir değişiklik yaratmayacaktır.<sup>67</sup> Ayrıca, aynı tertip içerisindeki kaydi menkul kıymetlerin her birine Merkezi Kaydi Sistem üzerinde ayrı bir seri numarası verilmemektedir. SPKn ya da SPK tarafından hazırlanan ikincil düzenlemelerde de bu konuda bir hüküm bulunmamaktadır. Yalnızca Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından hazırlanan “Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi”nde menkul kıymetlere ilişkin kayıtların tutulması kapsamında bu konuya değinilmiştir. Buna göre, menkul kıymetin tanımında yer almayıp bilgi ve raporlama amaçlı “ek bilgi” tanımıyla tutulacak kayıtlar arasında “kıymet özellik bilgileri” bulunmaktadır. Kıymet özel-

<sup>66</sup> Pashı (n 4) 1542–1543; Songur (n 34) 2930–2931.

<sup>67</sup> Pashı (n 4) 1541.

lik bilgilerinin neler olduğu açıklanmamış, sadece örnekleme yoluyla sayılmıştır ve seri numarası da bu bilgilerden birisi olarak belirtilmiştir.<sup>68</sup> Ancak belirtilen bu seri numarasının, yalnızca sonradan kaydıleştirilen menkul kıymetlerde daha önce senede bağlı oldukları sırada bulunan seri numarası olduğu anlaşılmaktadır. Eğer seri numarası kullanılmak suretiyle ulaşılmak istenen hedef, hak kullanımı gibi durumlar dolayısıyla misli nitelikteki çok sayıdaki menkul kıymet arasından her bir birim menkul kıymetin ayırt edilebilir olması ise, özellikle kaydi sistemde bunun sağlanması seri numarası belirtilmeksizin, ihraca ilişkin log kayıtları ve sistemde gerçekleşen tüm hareketlerin kaydının tutulması sayesinde sağlanabilir niteliktedir. Açıklanan nedenlerle seri numarası taşımak, kayden ihraçlarının esas olması nedeniyle menkul kıymetlerin unsuru olarak değerlendirilemeyecektir.

## 2.8. İbarelerinin Aynı Olması

Aynı tertipteki, birbirinin ikamesi olabilecek menkul kıymetlerin aynı ibareleri (ifadeleri) taşıması gerektiği belirtilmektedir.<sup>69</sup> Burada ibare ile kastedilenin kâğıttan senetler şeklindeki geleneksel biçimli menkul kıymetler açısından senet üzerindeki yazılı ifadeler olduğu açıktır. Menkul kıymetteki ifadelerin tamamının aynı olmasına ise gerek bulunmamaktadır. Lehdar/hamil ismi veya seri numarasının farklı olabileceği belirtilmiştir.<sup>70</sup> İbarelerinin aynı olması unsurunun kaydi sistemdeki kayıtlar açısından da geçerli olduğunu söylemek mümkündür. Bu anlamda, MKK nezdinde menkul kıymetlere ilişkin tutulan kayıtlardaki bilgileri kâğıttan senetler üzerindeki yazıların karşılığı olarak değerlendirmek yanlış olmayacaktır. Dolayısıyla, ibarelerinin aynı olması unsurunu kaydi menkul kıymetler açısından “menkul kıymet tanımları”<sup>71</sup> içerisinde yer alan bilgilerin aynı olması şeklinde değerlendirmek gerekmektedir. Şüphesiz, MKK kayıtlarında yer alacak menkul kıymetlere ilişkin bilgilerden tamamının aynı olması beklenemeyecektir. Ancak bir tertipteki menkul kıymetlerin aynı ISIN kodu ve aynı CFI kodu taşıyacağı açıktır.<sup>72</sup> Kayıtlarda bunlar dışındaki bazı bilgilerin de aynı olması gerekirken diğer bazı bilgiler farklılık gösterebilecektir. Bu kapsamda; farklılaşması durumunda farklı ISIN kodu kullanılmasını gerektiren bilgilerin (örneğin ihraççı) aynı olması gerektiği, farklılaşması durumunda farklı ISIN kodu kullanılmasını gerektirmeyen bilgilerin ise aynı olup olmamasının önemsiz olduğu söylenebilecektir.

<sup>68</sup> Merkezi Kayıt Kuruluşu, ‘Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi’ 116 <[https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-02/Is\\_ve\\_Bilisim\\_Uygulama\\_Ilke\\_ve\\_Kurallari\\_Yonergesi\\_16022023.pdf](https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-02/Is_ve_Bilisim_Uygulama_Ilke_ve_Kurallari_Yonergesi_16022023.pdf)>.

<sup>69</sup> Aytaç (n 5) 49; Öztan (n 8) 187–188; Turanboy (n 33) 75; Özkorkut (n 37) 57; Yıldız Destanoğlu (n 40) 70; Pashı (n 4) 1543; Ayoğlu (n 45) 31; Çatakoğlu (n 5) 87–88.

<sup>70</sup> Akbulak ve Akbulak (n 5) 24–25; Pashı (n 4) 1543; Songur (n 34) 2932.

<sup>71</sup> Menkul kıymet tanımlarına ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Merkezi Kayıt Kuruluşu (n 68) 114–116.

<sup>72</sup> ibid 114.

## 2.9. Şartlarının SPK Tarafından Belirlenmiş Olması

eSPKn m. 3/b’de şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olması menkul kıymetin unsurlarından biri olarak sayılmıştır. Bu unsur, bu bölümde ele alınan diğer unsurlardan ayrılmaktadır. Nitekim, menkul kıymete ilişkin eSPKn’deki diğer unsurlardan farklı olarak, 3794 sayılı Kanun ile eSPKn’deki menkul kıymet tanımına bu unsur getirilmeden önce ne mevzuatta ne de doktrinde böylesi bir unsurun bahsi geçmemektedir.<sup>73</sup> Şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olması unsuru, kanunî tanıma eklendikten sonra da bu unsura ilişkin tartışmalar ortaya çıkmıştır.<sup>74</sup> Şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olmasını menkul kıymetin bir unsuru olarak değerlendirmeyen bir yaklaşım<sup>75</sup> olduğu gibi bunun aksi<sup>76</sup> de savunulmuştur.

Niteliği itibarıyla bu unsur, menkul kıymetlerin işlevine ve içkin özelliklerine ilişkin olmayıp mevzuat ile getirilmiş ek bir unsurdur. Dolayısıyla, açıkça kanunda belirtilmedikçe böylesi bir unsurun varlığını kabul etmek, menkul kıymet tanımını gereğinden fazla sınırlandıracaktır. Değişen ihtiyaç ve gelişmeler dikkate alınarak unsurlara dayalı menkul kıymet tanımı yapmak yerine örneksene yöntemi ile menkul kıymeti ortaya koyan SPKn m. 3/1/o hükmü böylesi bir sınırlandırmaya müsaade etmemektedir. Bu nedenle, Çatakoğlu’nun belirttiğinin<sup>77</sup> aksine, bir menkul kıymetin varlığından bahsedebilmek için söz konusu menkul kıymetin şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olması şart değildir.

SPK’nın menkul kıymetin şartlarını belirlemeye yetkili olması, “şartlarının SPK tarafından belirlenmesi” unsurundan bahsedilebilmesinin ön koşuludur. SPK’nın böylesi bir yetkisi olmaksızın bu unsurun mevcut olması düşünülemez. SPKn m. 3/1/ş’de menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olduğu, SPKn m. 2/1’de ise sermaye piyasası araçları (bu araçların ihracı, ihraççıları ve halka arz edenleri dahil; halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları hariç) ile SPK’nın, SPKn hükümlerine tabi olduğu açıkça hükme bağlanmıştır. SPKn m. 128/1/e’de “sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek” SPK’nın görev, yetki ve sorumlulukları arasında sayılmıştır. Anılan hükümler birlikte değerlendirildiğinde, SPKn tarafından bir menkul kıymetin şartlarının düzenlenebilmesi için öncelikle söz konusu kıymetin bir menkul kıymet olduğunun kabulü gerekmektedir. Ancak, bir menkul kıymetten bahsedebilmek için şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olması unsuru aranacak olursa ortaya anlaşılması güç ve uygulanamaz bir durum çıkmaktadır. Bu durumda, bir yandan SPK tarafından

<sup>73</sup> Tekinalp (n 13) 14–16; Aytaç (n 5) 46–49; Ünal, *Menkul Kıymet* (n 4) 17–22; Yasaman (n 14) 23.

<sup>74</sup> Paslı (n 4) 1544.

<sup>75</sup> Öztan (n 8) 185–188; Turanboy (n 33) 71–76; Tanör (n 45) 82–83; Ayoğlu (n 45) 30–31; Ünal, ‘Anonim Şirketlerde Menkul Kıymetler’ (n 59).

<sup>76</sup> Yıldız Destanoğlu (n 40) 71; Paslı (n 4) 1544; Songur (n 34) 2932.

<sup>77</sup> Çatakoğlu (n 5) 88.



şartlarının belirlenebilmesi için bir değer in menkul kıymet vasfını taşıması gerekirken diğer yandan bir değer in menkul kıymet vasfını taşıyabilmesi için de şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olması gerekecektir.

SPK'nın ilgili usul ve esasları belirleme yetkisi, bir değer in ancak menkul kıymet ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmesi sonrasında söz konusu olacaktır. SPK'nın menkul kıymetlere ilişkin usul ve esasları düzenleme görev ve yetkisi, menkul kıymet olmanın ön koşulu veya unsuru değil ancak ve ancak bir sonucudur. eSPKn dönemindeki menkul kıymet tanımında, şartlarının SPK tarafından belirlenmesi menkul kıymetin unsurlarından biri olarak sayılmıştır. Buna karşın SPKn'da böylesi bir düzenleme olmaması nedeniyle, menkul kıymetler açısından böylesi bir unsurun mevcut durumda kabulüne de herhangi bir dayanak bulunmamaktadır.

## SONUÇ

Menkul kıymet, çok farklı çeşitlerde tanımlanabilen bir kavramdır. Türkiye'de menkul kıymetin zaman içerisinde çeşitli şekillerde tanımlanmasının yanı sıra Birleşik Krallık, ABD ve AB'de menkul kıymete yüklenen muhtelif anlamların ortaya konulmasıyla bu durum net bir şekilde sergilenmiştir. Birleşik Krallık'ta, ABD'de ve AB'de kavramın bağlamına göre değişen şekillerde farklı manalarda kullanıldığı örnekleriyle açıklanmıştır.

Doktrin tarafından hâlen başvurulmakta olan, eSPKn'daki 3794 sayılı Kanun'la değişik menkul kıymet tanımındaki ortaklık veya alacaklılık sağlama, belirli bir meblağı temsil etme, yatırım aracı olarak kullanılma, dönemsel gelir getirme, misli nitelikte olma ve ibarelerinin aynı olması unsurları geçerliliğini korumaktadır. Ortaklık veya alacaklılık sağlaması bakımından, kurumsal finansmanın bir aracı olarak menkul kıymetler salt ortaklık sağlayan, salt alacaklılık sağlayan veya karma nitelikte hak sağlayan olmak üzere üç grup altında değerlendirilebilir. Belirli bir meblağı temsil etme unsuru, itibari değer taşımak şeklinde anlaşılmalıdır. Menkul kıymetin temsil ettiği değer in hesaplanabilir olması söz konusu unsurun sağlanması için gerekli ve yeterlidir. Yatırım aracı olarak kullanılma unsuru, ihraççının fon sağlamasına ve yatırımcının kazanç elde etmesine elverişli olmak şeklinde anlaşılmalıdır. Dönemsel gelir getirme unsuru, her durumda gelirin ortaya çıkması gerekliliğini doğurmadığı gibi unsorda geçen "dönemsel" ibaresinin de belirli bir sürenin geçmesi şeklinde değerlendirilmesi gerekir. Misli nitelikte olma ise aynı tertipteki bir menkul kıymet yerine bir başkasının ikame edilebilmesini ifade etmektedir. Menkul kıymetlerin ibarelerinin aynı olması ise aynı tertipteki kıymetli evrak şeklindeki menkul kıymetlerin senet vasfı taşıyan vasıta üzerinde aynı ifadeleri içermesi, MKK nezdinde kayden ihraç edilen menkul kıymetlerin ise menkul kıymet tanımlarının aynı olması şeklinde değerlendirilmelidir.

Buna karşın; kıymetli evrak olma, seri hâlinde çıkarılma ve şartlarının SPK tarafından belirlenmiş olması unsurlarının menkul kıymeti tanımlamak konusunda bir



işlevi bulunmamaktadır. Menkul kıymetin kıymetli evrak şeklinde ortaya çıkması mümkün olduğu kadar kayden ihraç edilen menkul kıymetlerde olduğu gibi kıymetli evrak vasfı taşımaksızın da bir menkul kıymetin varlık kazanması mümkündür. Ne çok sayıda çıkarılma ne de seri numarası taşıma gerekliliğinden bahsedilemeyeceğinden seri hâlinde çıkarılma unsurunun da geçerliliği bulunmamaktadır. Şartlarının SPK tarafından belirlenmesi unsuru da menkul kıymetin içkin özelliklerine ilişkin olmayıp mevzuat ile aranan ek bir unsur olduğundan ve SPKn m. 3/1/o hükmü dolayısıyla böylesi bir unsurdan söz edilemeyeceğinden geçerliliğini korumamaktadır. Bu üç unsurun mevcut olmaması nedeniyle öğretide hâlâ sıkça başvurulan eSPKn'daki menkul kıymet tanımının günümüzde geçerliliğini yitirdiği açıktır.

### KAYNAKÇA

Adıgüzel B, 'Sermaye Piyasasında Yeni Bir Menkul Kıymet: Kira Sertifikası (Sukuk)' (2010) 5 Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 29

Adıgüzel B, *Sermaye Piyasası Hukuku* (4th edn, Adalet Yayınevi 2022)

Akbulak S ve Akbulak Y, *Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler* (Beta Basım Yayım Dağıtım 2004)

Aksoy Dursun S, *Eşya Kavramı* (On İki Levha Yayıncılık 2012)

Altıntaş A, 'Borçlanma Aracı Sahiplerinin Hukuken Korunması' (Doktora Tezi, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi 2024)

Ayoğlu T, *Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri* (Vedat Kitapçılık 2008)

Aytaç Z, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1988)

Bozer A ve Göle C, *Kıymetli Evrak Hukuku* (10th edn, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2021)

Bureau of Economic Analysis, 'GDP by State' (*Bureau of Economic Analysis - U.S. Department of Commerce*) <<https://www.bea.gov/data/gdp/gdp-state>> accessed 30 November 2024

Çatakoğlu B, *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları* (1st edn, Seçkin Yayıncılık 2016)

Financial Conduct Authority, 'Reader's Guide: An Introduction to the Handbook' <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook-readers-guide>> accessed 15 October 2024

Fuller G, *The Law and Practice of International Capital Markets* (3rd edn, LexisNexis 2012)

Hacac H, 'Misli', *TDV İslâm Ansiklopedisi* (TDV İslâm Araştırmaları Merkezi 2020) 187

Joanna B, *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets* (Oxford University Press 2001)

Karayalçın Y, *Ticaret Hukuku: III. Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri)* (4th edn, Sevinç Matbaası 1970)

Karslı M, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler* (Ormen Pazarlama 1989)

Kazgan H, *Galata Bankerleri* (Türk Ekonomi Bankası AŞ 1991)

Kazgan H, *Tarih Boyunca İstanbul Borsası* (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1995)

Kazgan H, *Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Türk Bankacılık Tarihi* (Türkiye Bankalar Birliği 1997)

Kılıçoğlu AM, *Eşya Hukuku* (Turhan Kitabevi 2021)

Kumpan C, 'Financial Instruments', *Max Planck Encyclopedia of European Private Law* <[https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Financial\\_Instruments](https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Financial_Instruments)> accessed 20 November 2024

Memiş T ve Turan G, *Sermaye Piyasası Hukuku* (5th edn, Seçkin Yayıncılık 2020)

Memiş T ve Turan G, *Sermaye Piyasası Hukuku* (6th edn, Seçkin Yayıncılık 2022)

Merkezi Kayıt Kuruluşu, 'Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi' <[https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-02/Is\\_ve\\_Bilisim\\_Uygulama\\_Ilke\\_ve\\_Kurallari\\_Yonergesi\\_16022023.pdf](https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-02/Is_ve_Bilisim_Uygulama_Ilke_ve_Kurallari_Yonergesi_16022023.pdf)>

Michie RC, *The Global Securities Market: A History* (1st edn, Oxford University Press 2006)

'Misil' (*Luggat Osmanlıca Türkçe Sözlük*) <<https://www.luggat.com/misil/1/1>> accessed 24 January 2023

'Misl', *TDV İslâm Ansiklopedisi* (TDV İslâm Araştırmaları Merkezi 2020) 187 <<https://islamansiklopedisi.org.tr/misl>> accessed 24 January 2023

'Misli' (*Luggat Osmanlıca Türkçe Sözlük*) <<https://www.luggat.com/misil/1/1>> accessed 24 January 2023

Nomer HN ve Ergüne MS, *Eşya Hukuku* (7th edn, On İki Levha Yayıncılık 2019)

Oğuzman MK, Seliçi Ö ve Oktay Özdemir S, *Eşya Hukuku* (23rd edn, Filiz Kitabevi 2021)

Özkorkut K, *Türk Hukukunda Depo Sertifikaları* (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 2003)

Öztan F, *Kıymetli Evrak Hukuku* (2nd edn, Turhan Kitabevi 1997)

Paslı A, 'Türk Hukukunda "Menkul Kıymet" Kavramı' içinde Ömer Teoman, Arslan Kaya ve Cenker Değirmenci (eds), *Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan*, vol II (Vedat Kitapçılık 2007)

Poroy R ve Erem TS, 'Hukukî Araştırma', *Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler* (Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti 1964)



Poroy R, Tekinalp Ü ve Çamoğlu E, *Ortaklıklar Hukuku II* (14th edn, Vedat Kitapçılık 2019)

Sirmen AL, *Eşya Hukuku* (6th edn, Yetkin Yayınları 2018)

Songur DG, “Sermaye Piyasası Aracı” Kavramı’ içinde Süleyman Başterzi (ed), *Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan*, vol III (Beta 2011)

Sumer A, *Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat* (3rd edn, Alfa 2002)

Tanör R, *Türk Sermaye Piyasası*, vol II (1st edn, Beta Basım Yayım Dağıtım 2000)

Tekinalp Ü, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları* (ES Yayınları 1982)

Teoman Ö, *Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri* (İstanbul Üniversitesi Kitabevi 1978)

Tolun O, *Banka ve Borsa Hukuku* (Doğuş Matbaacılık 1959)

Turanboy A, *Varakasız Kıymetli Evrak* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1998)

Turanboy A, ‘6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları’ içinde İsmail Kırca ve diğerleri (eds), *Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan* (1st edn, On İki Levha Yayıncılık 2019)

Türk Dil Kurumu, ‘Misil, -Sli’ (*Türk Dil Kurumu Sözlükleri*) <<https://sozluk.gov.tr/>> accessed 24 January 2023

Ülgen H ve diğerleri, *Kıymetli Evrak Hukuku* (14th edn, Vedat Kitapçılık 2021)

Ünal M, ‘Anonim Şirketlerde Menkul Kıymetler’ içinde Sami Karahan (ed), *Şirketler Hukuku* (Mimoza Yayınları 2012)

Ünal OK, *Menkul Kıymetler* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1988)

Ünal OK, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı* (Asil Yayın Dağıtım 2005)

Usca E, ‘Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değişirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler’ içinde Kemal Şenocak (ed), *Şirketler Hukuku Şerhi: Türk Ticaret Kanunu*, vol 3 (Seçkin Yayıncılık 2023)

Yasaman H, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku* (1992)

Yıldız Destanoğlu B, *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2004)