

**TÜRKİYE'DE MADEN FİRMALARINA FİNANSAL  
DESTEK SAĞLAMAK AMACIYLA BORSAYA  
KATILIM SÜRECİNE İLİŞKİN ÖNERİLER**

**SUGGESTIONS ON STOCK EXCHANGE LISTING  
PROCESS OF MINING COMPANIES  
FOR FUND RAISING IN TURKEY**

**ÖMÜR BURAK BİRKAN**

**PROF. DR. BAHTİYAR ÜNVER**  
**Tez Danışmanı**

Hacettepe Üniversitesi  
Lisansüstü Eğitim – Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin  
Maden Mühendisliği Anabilim Dalı İçin Öngördüğü

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

olarak hazırlanmıştır.

2019



**TÜRKİYE'DE MADEN FİRMALARINA FİNANSAL  
DESTEK SAĞLAMAK AMACIYLA BORSAYA  
KATILIM SÜRECİNE İLİŞKİN ÖNERİLER**

**SUGGESTIONS ON STOCK EXCHANGE LISTING  
PROCESS OF MINING COMPANIES  
FOR FUND RAISING IN TURKEY**

**ÖMÜR BURAK BİRKAN**

**PROF. DR. BAHTİYAR ÜNVER**

**Tez Danışmanı**

Hacettepe Üniversitesi

Lisansüstü Eğitim – Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin

Maden Mühendisliği Anabilim Dalı İçin Öngördüğü

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

olarak hazırlanmıştır.

2019

Ömür Burak Birkan'ın hazırladığı "Türkiye'de Maden Firmalarına Finansal Destek Sağlamak Amacıyla Borsaya Katılım Sürecine İlişkin Öneriler" adlı bu çalışma aşağıdaki jüri tarafından **MADEN MÜHENDİSLİĞİ ANABİLİM DALI'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. A. Erhan TERCAN  
Başkan



Prof. Dr. Bahtiyar ÜNVER  
Danışman



Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ERKAYAOĞLU  
Üye



Dr. Öğr. Üyesi Onur GÖLBAŞI  
Üye



Dr. Öğr. Üyesi Fırat ATALAY  
Üye



Bu tez Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü tarafından **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak .... / .... / 2019'da onaylanmıştır.

Prof. Dr. Menemşe GÜMÜŞDERELİOĞLU  
Fen Bilimleri Enstitüsü Müdürü

## ETİK

Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada,

- tez içindeki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda ilgili eserlere bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu,
- atıfta bulunduğum eserlerin tümünü kaynak olarak gösterdiğimi,
- kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı
- ve bu tezin herhangi bir bölümünü bu üniversitede veya başka bir üniversitede başka bir tez çalışması olarak sunmadığımı

beyan ederim.

24.06/2019



ÖMÜR BURAK BİRKAN

## YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin/raporumun tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanması zorunlu metinlerin yazılı izin alarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan “*Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge*” kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi/H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir.
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren .... ay ertelenmiştir.
- Tezim ile ilgili gizlilik kararı verilmiştir.

24.06.2019

 (İmza)

ÖĞRENCİNİN ADI-SOYADI

ÖMÜR BURAK BIRKAU

## ÖZET

# TÜRKİYE'DE MADEN FİRMALARINA FİNANSAL DESTEK SAĞLAMAK AMACIYLA BORSAYA KATILIM SÜRECİNE İLİŞKİN ÖNERİLER

**Ömür Burak BİRKAN**

**Yüksek Lisans, Maden Mühendisliği Bölümü**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Bahtiyar ÜNVER**

**2019, 69 sayfa**

Dünyada madencilik faaliyetleri büyük sermaye gerektiren, yatırılan sermayenin geri dönüşü açısından büyük riskler taşıyan bir sektördür. Faaliyetlerine devam eden irili ufaklı birçok uluslararası maden firması, geri dönüşü uzun zaman alan yatırımlar için kendi öz sermayelerini riske atarak kullanmak yerine, riski dağıtan alternatif bir yöntem olan şirkete ortak alma sistemini uygulamaktadırlar.

Şirketlere ortak alma yöntemi, günümüz ekonomi koşullarında dünyada geçerli en ucuz finansman kaynağı olarak ortaya çıkmaktadır. Uygulama, şirket hisselerinin bir ya da birkaç ortağa satılması veya şirket hisselerinin halka açılması şeklinde de yapılabilir. Çok sayıda maden firması sermaye gereksinimlerini hisselerinin bir kısmını halka arz yolu ile satış yaparak karşılayıp, faaliyetlerini daha kurumsal bir şekilde sürdürmektedir.

Bu çalışmada, maden şirketlerinin halka açılması değerlendirilmiş, konuya örnek olması açısından dünyadaki önemli borsalardan biri olan Toronto borsası incelenmiştir. Toronto borsası, işlem gören firmaların %37'sinin madencilikle

uğraşan firmalardan oluşan ve dünyada maden borsası olarak bilinip tanınan bir borsadır.

Toronto Borsaları gibi madencilik sektörüne hitap eden benzer borsalarda maden firmalarının listelenebilmesi için önemli kriterlerden biri maden varlığı raporlama standardıdır. Çeşitli ülkelerin borsalarında, ulusal maden varlığı raporlama standart uygulaması istendiği gibi farklı maden varlığı raporlama standart uygulamalarının da kabul gördüğü bilinmektedir. Ülkemizin maden varlık raporlama standardı olan UMREK uygulamaları da 2018 yılında hayata geçmiştir. Böylelikle yurtiçi ve yurtdışı firmaların da ülkemiz borsasında listelenebilmesini yaygınlaştırmak için gerekli adımlarından biri gerçekleşmiş olmaktadır.

Tez çalışmasında ülkemizde madencilik firmalarına yönelik, gelecek yıllarda sektörünün güçlenmesine katkı sağlayabilecek, irili ufaklı özellikle ufak ve orta ölçekli maden firmalarının Borsa İstanbul (BİST) da veya BİST 100'e bağlı bir alt pazarda yer alabilmesi yönünde bir değerlendirme yapılmıştır. Ayrıca, bir firmanın Toronto borsasına listelenme şartları da örnek olması açısından yol gösterici olarak ortaya konmuştur. Verilmiş örneklerle olası Türk Maden Borsası'nın da nasıl teşekkül edebileceği, hakkında bilgi verilmiş ve bir model önerisi sunulmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Toronto borsası, Maden borsası, UMREK, BİST Girişimciler Pazarı, Madencilikte Finans, Maden Firmalarının Borsada Listelenmesi



## **ABSTRACT**

# **SUGGESTIONS ON STOCK EXCHANGE LISTING PROCESS OF MINING COMPANIES FOR FUND RAISING IN TURKEY**

**Burak Birkan**

**Master Thesis, Department of Mining Engineering**

**Supervisor: Prof. Dr. Bahtiyar ÜNVER**

**2019, 69 pages**

Mining activities a sector that requires large capital and have a big risk related to the retron of the invested capital worldwide. Lots of large and small scale international companies continue their operations by applying new joints to the company as an alternative method in order to distribure the risks for long term investments instead of using their own equity.

The method of having joint to the companies is the cheapest financing way worldwide, nowadays. This application can also be realized by selling company shares to one or more partners as public shares. So, many mining companies running the activites to meet their capital requirements by selling some portion of their shares through the public offering in a more certain manner.

The evaluation of public offering of the mining firms and Toronto Stock Exchange which is one of the most important stock exchange in World, has been analyzed in this study. Toronto Stock Exchange is a stock exchange where 37% of the listing companies are mining firms and defined as a mining stock exchange in the World.

Mine asset reporting standard is one of the important criteria for listing mining companies at Toronto stock or similar exchanges. It is known that, different mine asset reporting standard applications are accepted in the stock exchanges of various countries together with their own national mine asset reporting standard application. UMREK, which is the mine asset reporting standard of Turkey, has been valid in 2018. So, one of the necessary steps have been realized in order to list the domestic and foreign companies in the stock exchange of our country.

An evaluation as been made for mining companies which may contribute to the strengthening of the sector in our country by participating at Borsa Istanbul (BIST) or a sub-market of BIST100 for large and small particularly small and medium scale companies within next years, in this thesis. The terms of listing a firm to Toronto Stock Exchange has been taken as a guidance. A brief information is given about how the possible Turkish Mining Exchange can be formed and the model proposal is presented with the given examples.

**Keywords:** Toronto Stock Exchange, Mining Stock Exchange, UMREK, BIST Venture Market, Finance on Mining, Stock Exchange Listing of Mining Companies

## TEŞEKKÜR

Yüksek Lisans tez çalışmam sırasında bilgi, destek ve deneyimlerinden yararlandığım;

- Hocam Prof. Dr. Bahtiyar ÜNVER'e
- Babam Maden Y. Mühendisi Saim BİRKAN'a
- Maden Y. Mühendisi Necati YILDIZ'a
- Hocam Prof. Dr. A. Erhan TERCAN'a
- Dr. Öğr. Üyesi Fırat ATALAY'a
- Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ERKAYAOĞLU'na
- Dr. Öğr. Üyesi Onur GÖLBAŞI'na
- Tekstil Yatırım, Borsa İşlemleri Bölüm Yönetmeni Nil SAVAŐAL'a
- Maden Y. Mühendisi Erden YÜKSEL'e
- İktisatçı Merter DİNÇER'e

Sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

# İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	i
ABSTRACT .....	iii
TEŞEKKÜR.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
ÇİZELGELER.....	x
ŞEKİLLER.....	xi
KISALTMALAR .....	xii
1. GİRİŞ .....	1
1.1. Tezin Amacı.....	2
1.2. Tez Çalışmasında İzlenen Yöntem.....	2
1.3. Tez Çalışmasının İçeriği .....	3
2. MADENCİLİK VE BORSA.....	5
2.1. Dünya Borsa Tarihçesi .....	5
2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası BİST .....	6
2.3. Uluslararası Maden Varlığı Raporlama (MVR) Standartları .....	7
2.3.1. CRIRSCO - Uluslararası Mineral Rezervleri Raporlama Komitesi (Committee For Mineral Reserves International Reporting Standards) .....	7
2.3.2. SAMREC ve SAMVAL Kodları.....	11
2.3.3. JORC Kodu (Australian Joint Ore Reserves Committee) .	12
2.3.4. Ulusal Belge 43-101 (NI 43-101) .....	12
2.3.4.1. NI 43-101'in Amacı .....	14
2.3.4.2. Yetkin Kişi (Qualified Person – QP veya Competant Person - CP).....	15

2.3.4.3. Kanada'da 2007-2014 Yılları Arası Düzenlenen Teknik Raporlar .....	16
2.3.4.4. NI 43-101'in JORC Kodu ile Karşılaştırılması .....	17
2.3.5. UMREK (Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Kodu).....	18
2.3.5.1. YERMAM (Yerbilimleri, Maden ve Metalürji Profesyonelleri Birliği) .....	19
3. KANADA (TORONTO) BORSALARI (TMX Group Inc.) .....	20
3.1. Toronto (Kanada) Borsası (TSX ve TSXV).....	20
3.2. Toronto Borsaları Tarihçesi (TMX Group Inc.).....	20
3.3. Toronto Borsaları'nın Önemi.....	21
3.3.1. Sermaye Erişimi için Küresel Pazar.....	22
3.4. Toronto Borsasına Maden Sektörü Açısından Bakış .....	24
3.4.1. 2017-18-19 Yılı Madencilik Borsa Piyasasına Bakış.....	24
3.4.2. TSX ve TSXV Borsalarının Maden Firmalarına Güçlü Likidite Sağlaması Açısından Rekabet Ettiği Borsalarla Karşılaştırması .....	25
3.4.3. TSX ve TSXV Borsalarında Hisse Senedi Bazında Bulunan Temel Sektörler.....	26
3.4.4. Dünyadaki Maden Firmaları Ağırlıklı Olarak TSX/TSXV'de Listelenmektedir .....	28
3.4.5. Dünyadaki Çeşitli Borsalardan Madencilğe Sağlanan Sermaye ve TSX/TSXV Borsaları .....	29
3.4.6. TSX/TSXV Borsalarında Finansman Artışı Sağlanmış ilk 10 Firma.....	29
3.4.7. TSX/TSXV Borsalarında Listelenen Maden Firmalarının Emtia Alanları, Sahalar ve Yerleri .....	30
3.4.8. Tüm Dünyada TSX ve TSXV'ye Kayıtlı Maden Firmaları..	32

3.4.9. Güney Amerika Kıtasının TSX ve TSXV Borsaları Açısından Değerlendirmesi .....	33
4. TORONTO BORSALARINDA .....	34
(TSX veya TSXV) LİSTELENME YOLLARI .....	34
4.1. TSX veya TSXV Borsasında Halka Arz Yöntemleri .....	35
4.1.1. Klasik Halka Arz Yöntemi (Initial Public Offering - IPO) ....	35
4.1.1.1. Tanıtım Dosyası Hazırlanması .....	36
4.1.2. Doğrudan Listelenme Yöntemi (Direct Listing – Çifte Listelenme) .....	36
4.1.2.1. Çifte Listelenmenin Faydaları .....	37
4.1.2.2. Çifte Listelenmenin Benzer Borsalarla Karşılaştırılması .....	37
4.1.3. Devir Alma Yöntemi (Reverse Take-Over - RTO).....	38
4.1.4. CPC Programı (Capital Pool Company Program - CPC) ..	39
4.1.5. TSX'e Geçiş / Terfi (Graduation to Toronto Stock Exchange).....	41
4.1.5.1. Üst Borsaya Terfi Etmenin Faydaları .....	42
4.1.5.2. Üst Borsaya Terfinin Kolaylığı.....	42
4.1.6. Özel Amaçlı Kurulmuş Satın Alma Şirketi Yöntemi (Special Purpose Acquisition Corporation - SPAC).....	44
4.1.7. Listelenme Adımları .....	45
4.1.8. TSX ve TSXV'de Listelenme Başvuru Ücretleri ve Aidatlar .....	47
4.1.9. Maden Sektörünün TSX ve TSXV'de Listelenme Kriterleri Özeti .....	48
5. BORSADA LİSTELENMENİN AVANTAJLARI VE TÜRKİYE İÇİN MODEL ÖNERİSİ .....	50
5.1. TSX ve TSXV'de Listelenmenin Avantajları .....	50
5.1.1 Neden TSXV Borsasında Listelenmeli? .....	50

5.1.2. Neden TSX ve TSXV Borsaların da Listelenmeli? .....	51
5.2. Genel Anlamda Borsalarda Listelenmenin Avantajları .....	52
5.3. Borsa İstanbul'da Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) .....	53
5.3.1. GİP'te Aranılan Şartlar.....	53
5.3.2. İşlem Görme Şartları ve İşlem Kayıt Süreci .....	53
5.3.3. GİP'te İşlem Görecek Payların Saklanması, Alım-Satımı ve Takas İşlemleri .....	54
5.3.4. GİP'te İşlem Görmenin Şirkete Faydaları .....	55
5.3.5. GİP'te Halka Arz Gerçekleştiren Şirketler .....	56
5.4. Türkiye için Maden Firmalarının Borsada Listelenebilmesi İçin Uygulanabilecek Model Önerisi .....	58
6. SONUÇLAR VE ÖNERİLER .....	61
KAYNAKLAR.....	66
ÖZGEÇMİŞ .....	69

## ÇİZELGELER

<b>Çizelge 2.1.</b> BİST’de listelenen Türk maden firmaları.....	7
<b>Çizelge 3.1.</b> TSX ve TSXV’nin maden sektörü açısından rekabet ettiği borsalarla karşılaştırması.....	24
<b>Çizelge 3.2.</b> Toronto Borsalarının (TSX/TSXV) 2019 Nisan ayı madencilik alanı aktiviteleri.....	25
<b>Çizelge 3.3.</b> 2018 yılı TSX/TSXV’de maden sektöründe finans artışı sağlayan ilk 10 firma.....	30
<b>Çizelge 4.1.</b> TSX’in ASX (Australian Securities Exchange) ve AIM (Alternative Investment Market – Londra) ile karşılaştırılması.....	38
<b>Çizelge 4.2.</b> Üst borsaya terfi.....	43
<b>Çizelge 4.3.</b> TSX listelenme ücret tarifesi.....	47
<b>Çizelge 4.4.</b> TSXV listelenme ücret tarifesi.....	47
<b>Çizelge 4.5.</b> Teknik listelenme gereklilikleri.....	48
<b>Çizelge 4.6.</b> Maden arama ve maden üretici firmalar için listelenme koşulları özeti ve diğer detaylar.....	48
<b>Çizelge 5.1.</b> 2019 yılı KOSGEB destekleri.....	56
<b>Çizelge 5.2.</b> Halka arzdan elde edilen kaynağın olumlu etkisiyle faaliyetlerini geliştiren ve büyüyen 5 şirket.....	58



## ŞEKİLLER

<b>Şekil 2.1.</b> NI 43-101 teknik akım şeması.....	15
<b>Şekil 2.2.</b> Yetkin Kişi'nin nitelikleri.....	16
<b>Şekil 2.3.</b> 2007-2014 yılları arası düzenlenen teknik raporlar.....	16
<b>Şekil 3.1.</b> 1999–2010 yılları arası TSX ve TSXV'ye ait toplam işlem hacimleri.	22
<b>Şekil 3.2.</b> TSX/TSXV ile ASX ve AIM borsalarının maden firmaları üzerinden gerçekleşen işlem değerleri/hacimleri.....	26
<b>Şekil 3.3.</b> 31.12.2015 verilerine göre sektör bazında TSX ve TSXV'de katılımcı sayısı.....	27
<b>Şekil 3.4.</b> 15.01.2016 verilerine göre proje bazında madencilik şirket sayısı ...	27
<b>Şekil 3.5.</b> TSX/TSXV, ASX ve LSE/AIM listelenen maden firmaları adedi ve öz sermaye artırım değerleri karşılaştırması.....	28
<b>Şekil 3.6.</b> Küresel madencilğe borsa aracılığı ile sağlanan finansman artışı ...	29
<b>Şekil 3.7.</b> 2017 yıl sonu itibariyle TSX/TSXV borsalarında listelenen maden firmalarının uğraşı (emtia yelpazesi) alanları ve bölgeleri.....	30
<b>Şekil 3.8.</b> Emtia yelpazesi olarak TSX ve TSXV dökümü, Aralık 2010.....	31
<b>Şekil 3.9.</b> Tüm dünyada TSX ve TSXV'ye kayıtlı maden firmaları.....	32
<b>Şekil 3.10.</b> Güney Amerika ve Latin ülkeleri bazında TSX ve TSXV borsalarında listelenen maden firmaları.....	33
<b>Şekil 4.1.</b> Topluca halka arz (listelenme) yöntemleri.....	35
<b>Şekil 4.2.</b> Çifte listelenmenin faydaları.....	37
<b>Şekil 4.3.</b> İşlem yapabilme yeterliliğinin anatomisi.....	40
<b>Şekil 4.4.</b> Ocak 2000 – Aralık 2015 yılları arası TSXV'den TSX'e terfi.....	44
<b>Şekil 5.1.</b> BIST Girişimciler Pazarı model önerisi.....	58

## KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIM	Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından işletilen “Alternatif Yatırım Piyasası” (Alternative Investment Market)
AMEX	Amerika Menkul Kıymetler Borsası (American Stock Exchange)
ASX	Avusturalya Menkul Kıymetler Borsası (Australian Securities Exchange)
BDT	Bağımsız Devletler Topluluğu
BIST	Borsa İstanbul
C\$	Kanada Doları
CIM	Kanada Maden, Metalurji ve Petrol Enstitüsü (Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum)
CP	Yetkin Kişi
CPR	Yetkin Kişi Raporu (Competant Person’s Report)
CPC	Sermaye Havuz Şirketi (Capital Pool Company)
CRIRSCO	Uluslararası Mineral Rezervleri Raporlama Komitesi (Committee For Mineral Reserves International Reporting Standards)
FTSE	Londra Borsa Endeksi (Financial Times Stock Exchange)
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
HKEx	Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)
IG7	Endüstri Kılavuzu 7 (Industry Guide 7)
JORC	Avustralya Maden Varlık Raporu Standardı
JSE	Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (Johannesburg Stock Exchange)
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri Geliştirme Birliği
LSE	London Stock Exchange (Londra Menkul Kıymetler Borsası)
MVR	Maden Varlık Raporlama
NI 43-101	Kanada Maden Varlık Raporu Standardı
NYSE	New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange)
PERC	Avrupa mineral rezerv ve kaynak raporlama komitesi (Pan European Reserves and Resources Reporting Committee)
QP	Yetkin Kişi
QPRs	Yetkin kişi raporu (Qualified Person's Report)
SAMREC & SAMVAL	Güney Afrika Maden Varlık Raporu Standardı
SEDAR	Elektronik Belge Analiz ve Erişim Sistemi (System for Electronic Document Analysis and Retrieval)
SHSE	Şangay Borsası (Shanghai Stock Exchange)
SPAC	Özel Amaçla Kurulmuş Satın Alma Firması (Special Purpose Acquisition Corporation)
SPK	Sermaye Piyasa Kurulu
SZSE	Şenzen Borsası (Shenzhen Stock Exchange)
TMX	Toronto Menkul Kıymetler ve Montreal Türev Borsalarının Tümü (Toronto Stock Exchange and Montreal Derivatives Exchange)
TSX	Toronto Menkul Kıymetler Borsası (Toronto Stock Exchange)
TSXV	TSX Girişimciler Borsası (TSX Venture Exchange)
\$	Amerikan Doları (United States Dolar)
UMREK	Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Kodu
YERMAM	Yerbilimleri, Maden ve Metalürji Profesyonelleri Birliği
YK	Yetkin Kişi

# 1. GİRİŞ

Ekonomiye sağladığı katkı nedeniyle önem arz eden madencilik sektörü, özellikle de imalat sanayi için ön koşul bir güç konumundadır. Madencilik faaliyetleri; bir maden varlığının aranması, ortaya çıkarılması, işletilmesi, zenginleştirilmesi, kullanılabilirliğine yönelik tüm teknolojik özelliklerinin belirlenmesini kapsar. Bunun yanında, madenin olduğu bölgede gerçekleşmiş jeolojik olayların, etkili oldukları alanların, kayaç türlerinin, geometrisinin çözümlenmesini gerektiği gibi, oluşumun üç boyutlu olarak tanımlanması ve teknolojik değerlendirme için gerekli örneklerin elde edilmesi amacıyla yapılan sondaj vb. çalışmalar ile elde edilen örnekler üzerinde yapılan teknolojik araştırmaları da gerektirmektedir. Özetle, madencilik faaliyetleri arama süreci ile başlayan, verilerin yorumlanması ve değerlendirmesi ile birlikte, madenin üretilmesi sonrada kullanılması süreciyle devam eden çok uzun ve maliyetli bir süreçtir.

Madencilik sektörü, büyük sermaye gerektiren riskli sektörlerin başında gelmektedir. Günümüzde küreselleşen dünyada da rekabete açıktır. Türkiye madencilik sektörü, rekabet etmek zorunda olduğu yabancı madencilik sektörlerine göre dezavantajlara sahiptir. Bunlardan en önemlisi sektörün zayıf tarafı olan finansal kaynak yetersizliğidir. Özellikle ufak ve orta ölçekli maden firmalarının yaşadığı finansal zorluklar sebebiyle işlerini geliştirememeye hatta saha terki, iptali ya da iflas gibi durumlar söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla maden arama ve geliştirme, sonrasında üretim süreciyle devam edecek riskli, sermaye ve bilgi birikimi gerektiren işlerde finansman kolaylığı sağlayacak özel uygulamalar gerekmektedir.

Bu anlamda, şirketlerin büyüme veya mevcut faaliyetlerini yürütme amaçlı finansman ihtiyaçlarını karşılayacak dört temel kaynak olduğu söylenebilir:

- 1) Mevcut ortakların sermaye getirmesi,
- 2) Her türlü banka kredisi,
- 3) Çeşitli teşvikler,
- 4) Şirkete yeni ortak almak anlamına gelen borsada halka açılmaktır.

## **1.1. Tezin Amacı**

Değişen dünyada borsa, bireyler ve şirketler için önemli bir yatırım aracıdır. Aynı zamanda borsada listelenmiş veya listelenecek firmalar için de arama ve işletme faaliyetlerinde kullanılmak üzere bir kaynaktır.

Ülkemize son yıllarda maden sektörüne çok sayıda yabancı yatırımcı geldiği ve bunların neredeyse tamamının kendi ülkelerindeki borsalarda listelendikleri görülmektedir. Bunun yanında, madencilikle uğraşan büyük ve orta ölçekli firmaların, Toronto borsalarında halka açılması yönünde ya da ülkemizde yeni kurulacak maden borsasında yer alma eğiliminde oldukları söz konusudur.

Bu çalışmanın yapıldığı süreçte Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı yetkililerince BİST bünyesinde bir maden borsası ile ilgili görüşmelerin olduğu ve bazı yasal düzenlemelerin de yapılmakta olduğu bilinmektedir. Yeni Maden Kanunu çalışmaları, UMREK, Madencilik Akreditasyon Komitesi Kanun Tasarıları ve Yetkilendirilmiş Tüzel Kişilik Yönetmeliği gibi düzenlemeler böyle bir çalışmanın önemli ipuçlarıdır.

Bu çalışmada Türkiye’de yeni açılması düşünülen maden borsası için, yıllardan bu yana maden borsası olarak öne çıkan Toronto borsalarının katılımcılarına ve yatırımcılarına sağladığı faydalar, menkul kıymetler yönetim tarzı, borsa alt yapısı ve formatları incelenmiştir. Çalışmayla bürokratlara, borsa açıldığında muhtemel iştirakçilere ve borsadaki madencilik şirketlerine yatırımda bulunacak halka, ülkemizde de kurulabilecek sağlam temellere oturtulmuş, uluslararası geçerliliği olan bir maden borsası hakkında yol gösterilmesi amaçlanmıştır.

## **1.2. Tez Çalışmasında İzlenen Yöntem**

Özellikle altın, gümüş, bakır, uranyum, nikel, kurşun, çinko gibi metal madenciliğinde çok yüksek maliyetlere sahip olan madencilik sektörü, bu zamanın dünyasında artık borsa ile anılarak ayrılmaz bir bütün olmuşlardır.

Türkiye borsası olan Borsa İstanbul yani BİST’in maden firmalarına uluslararası düzeyde yeterli olanak sağlayamadığı için maden borsası olarak dünya genelinde yaygın olmamaktadır. Maden rezervleri açısından en zengin ülkeler arasında yer alan Kanada’da kurulu bulunan Toronto Borsaları madencilik ve mevzuatı açısından da örnek bir borsa konumundadır.

Katılımcılarının %37'si maden firması olan Toronto Borsaları sektöre yön verici olması açısından incelemeye değer bulunmuştur. Böylelikle Toronto borsalarının, maden firmalarına sağladığı kaynak ve sermaye akışı ile birlikte, kazandırdığı itibar ve uluslararası bir firma olma yönündeki faydaları benzeri borsalarla karşılaştırılarak görülmüştür. Bu karşılaştırma sırasında diğer maden rezervleri açısından zengin olan ülkelerin kendi ritmine, yapısına ve mevzuatına uygun şekilde hazırladığı maden varlığı raporlama standartları uyguladığı gerçeği de ortaya çıkmaktadır.

Belirli kuralları olan Toronto Borsaların da maden firmalarının, borsada hangi yöntemlerle listelenecekleri ve farklı adımları ile birlikte listelenme esnasında nasıl kolaylıklar sağlandığı da görülmüştür. NI 43-101 maden varlığı raporlama standardına göre incelenen maden firmaları, tüm dünya genelinde de kabul görmektedir.

Toronto borsalarında listelenmek için uygulanan benzer yöntemler kullanılarak, maden firmalarımıza ve ülkemize de sermaye katkısı sağlanmasına yönelik önerilerde bulunulması bu tezin ana hedefi olmaktadır. Ülkemiz borsası olan BİST'de henüz mevcut olmayan bir model önerisi yapılarak, irili ufaklı yurtdışı maden kuruluşlarının da borsamızda yer almasının önünü açmakta diğer bir hedefimizdir.

### **1.3. Tez Çalışmasının İçeriği**

Tezin ikinci bölümünde, madencilik ve borsa konularıyla ilgili ve özellikle maden sektörüne de hitap eden çeşitli borsalarda ihtiyaç duyulan "Maden Varlığı Raporlama Standartları" hakkında ön bilgiler verilmiştir.

Üçüncü bölümde, katılımcılarının çoğunun maden firmaları olduğu, maden sektöründe önde gelen Toronto borsaları, sermaye, finans katkıları, listelenen firmaları ve faaliyet alanları ile birlikte incelenmiştir.

Tezin dördüncü bölümünde, firmaların Toronto borsalarında listelenmesinin çeşitli yolları, listelenme kriterleri, atılacak adımlar, borsada listelenme ücretleri, daha kapsamlı bir üst borsaya geçişin nasıl olacağı anlatılmıştır.

Beşinci bölümde, Toronto borsalarında listelenmenin avantajları, genel anlamda halka açılmanın faydaları, hatta ufak ve orta ölçekli firmaların da borsalarda

listelenmek suretiyle kurumsallaşma imkanları sağlayacağı değerlendirilmiştir. Bunun yanında, Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) ve Türkiye için bir yeni bir maden borsası olarak “BİST Girişimciler Pazarı” modeli önerilmiştir.

Altıncı bölümde ise, tüm bu incelemeler ve değerlendirmelerin ışığı altında ülkemiz madencilik sektörünün, borsa sistemine katılımı ile ilgili sonuçlardan, önerilerden ve geleceğinden bahsedilmiştir.

## 2. MADENCİLİK VE BORSA

Borsa; belli kurallara göre organize olmuş, malları arz edenlerle bu malları talep edenlerin buluşturulduğu piyasaya verilen isimdir. Örneğin; borsada, hisse senetleri, borçlar gibi menkul kıymetler olarak bilinen değerli evraklar ile dövizler, metaller ve diğer hammaddeler alınıp satılabilmektedir [1].

Borsa arz talep şeklinde komisyoncunun aracılık yapmasıyla piyasa koşulları ile birlikte işlemekte ve fiyatların resmi olarak belirlenmesiyle dengelenmektedir. Alınıp satılan malların fiyatlarının ya da kurlarının belirlenmesi arz ve talebe göre düzenlenmektedir. Her borsanın kendine özgü kuralları ve standartları bulunmaktadır.

İthal ve tarımsal ürünlerin ticaretine yönelik ticari mal borsaları ilk borsa türlerinden olmaktadır. Daha sonradan paslanmayan değerli maden ya da kahve gibi bazı ürünlerin ticaretinde uzmanlaşmış ürün borsaları ve özel borsalar ortaya çıkmıştır [1].

### 2.1. Dünya Borsa Tarihçesi

Borsaların başlangıç tarihi çok eski olup bunlar pazar ve panayırlara dayanmaktadır. İlk borsaların temeli kıymetli madenlerin alım satımı ile atılmış ve bu meslek sarraflık şeklinde gelişmiştir. Zamanla kıymetli madenlerin alım satımı, aracılardan da devreye girmesiyle genişlemiş, kredi belgeleri ile ticari senetlerin alınıp satıldığı bir piyasaya dönüşmüştür.

Avrupa'da ilk borsa 1487 yılında Belçika'nın Anvers şehrinde kurulmuştur. 16. yüzyılda bunun yerini Amsterdam Borsası almıştır. Yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da ve bunu takiben diğer Fransız şehirlerinde borsaların kurulduğu görülmektedir. Menkul değerlerin alınıp satıldığı bir piyasa Londra'da mevcut ise de, bunun başlangıç tarihi kesin olarak saptanamamıştır. Ancak, 1770 yılında bu tür menkul değerlerin alınıp satıldığı bir kahvehanenin üstüne menkul kıymetler borsası anlamına gelen "The Stock Exchange" levhası asılmış, buraya giriş ücrete tabi tutulmuş ve ilk borsa doğmuştur [2].

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın temeli 1801 yılında atılmış ve bina 1802 yılının başlarında çalışmaya başlamıştır. Fakat Londra Menkul Kıymetler Borsasının yasal kuruluşu 1875 yılında olmuştur. 1945 yılında borsanın denetim



organı olan konsey kurulmuş ve bu konseye 36 üye atanmıştır. Konsey üyeleri, borsaya kayıtlı üyeler arasından 5 yıl için seçilmiştir. İngiltere'nin büyük şehirlerinde aynı şekilde menkul kıymetler borsaları mevcuttur.

New York Menkul Kıymetler Borsası, New York'un iş merkezi Wall Street üzerinde kurulmuş olup, dünyanın en büyük menkul kıymetler borsalarından biridir [2].

New Borsası 1817 yılında kurulmuş olsa da, başlangıcı 1792 yılında Wall Street'de imzalanan anlaşmaya kadar dayanmaktadır. Amerika ve Kanada'da mevcut diğer menkul kıymetler borsalarının benzeri olup, gönüllü olarak kurulmuş ve üyelerin meydana getirdiği şirketleşmemiş bir kuruluştur. Ancak daha sonraki yıllarda borsa yönetimi, üye olmayan ve maaşlı, tam gün esasına göre çalışan bir başkanın idaresine bırakılmıştır. Yönetim kurallarını kendi belirlemekle beraber, 1934 yılından beri SEC'in (Menkul Kıymetler Borsası Komisyonu - Securities Exchange Commission) denetimine tabi bulunmaktadır. New York Menkul Kıymetler Borsasının gerçek kişilerden oluşan 1375 üyesi bulunmaktadır. Üyeler yatırım bankalarını ve tüzel kişiler olan diğer kuruluşları borsada temsil edebilmektedir [2].

## **2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası BİST**

BİST hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985 günü kurulmuş, 3 Ocak 1986 yılında faaliyete başlamıştır.

BİST, 9 kişiden oluşan yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir. Yönetim kurulunun dört üyesi, yatırım bankaları, ticari bankalar ve aracı kurumlar olmak üzere borsa üyelerini oluşturan üç ayrı kategorideki aracı kuruluşları temsilen seçilmektedir.

Özerk ve mesleki bir kamu kurumu olarak BİST yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi yasal düzenlemelerini yapabilme avantajına sahiptir. Yapılan alım satım işlemlerinden oransal olarak alınan borsa payı, kotasyon ücretleri ve mevzuatta gösterilen diğer kalemler gelirlerini oluşturmaktadır [3].

Çizelge 2.1.'de BİST'te bulunan Türk Maden firmaları listesine yer verilmiştir. Çimento, toprak, soda, porselen ve demir çelik sanayi Borsada madencilik sektörü dışında tutulmuş, bu nedenle Çizelge 2.1.'de yer almamıştır.

**Çizelge 2.1.** BİST'de listelenen Türk maden firmaları [4].

Sıra	Kısa ifadesi	Firma	Listelendiği Tarih
1	PRKME	Park Elektrik Madencilik	24.10.1997
2	IPEKE	İpek Doğal Enerji Kaynakları	27.06.2000
3	KOZAA	Koza Anadolu Metal	05.03.2003
4	KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	12.02.2010
5	ODAS <sup>1</sup>	Odaş Elektrik Üretim Sanayi A.Ş.	14.05.2013
6	AVOD <sup>1</sup>	A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri A.Ş.	30.11.2011

<sup>1</sup> BİST'te maden sektörü ana başlığı altında yer almamakla birlikte, bünyesinde maden sektörünü de bulunduran firmalara örnektir.

### **2.3. Uluslararası Maden Varlığı Raporlama (MVR) Standartları**

Her borsanın kendine özgü kuralları ve standartları vardır. Özellikle madencilik sektöründe faaliyet gösteren firmaların uluslararası borsalarda teknik ya da veri olarak aynı dili konuşabilmeleri ve maden projeleri için bilgilendirme standartları ya da eşdeğeri bir belgeye bağlı kalınarak hazırlanmış maden sahalarının “teknik raporu” gerekmektedir. Bu raporlar madenin borsadaki değerinin belirlenmesi için kullanılan en önemli teknik içerikli veri olmaktadır. Teknik raporlar maden arama sonuçlarını, kaynak ve rezerv bilgilerinin nitelik ve niceliklerini belirlemekte ve sınıflandırmaktadır. Bundan sonra maden arama sonuçları, maden kaynak ve rezervleri maden varlığı olarak adlandırılacaktır. MVR standartlarının 3 temel özelliği şeffaflık, kapsamlılık/somutluk ve uzmanlık olup amacı kamunun, uluslararası standartlara uygun olarak hazırlanmış teknik raporu ve içeriğindeki güvenilir bilgiye kolay ulaşımını sağlamaktır [14].

#### **2.3.1. CRIRSCO - Uluslararası Mineral Rezervleri Raporlama Komitesi (Committee For Mineral Reserves International Reporting Standards)**

Güney Afrika, Sun City'de 1994 yılında düzenlenen 15. Madencilik ve Metalurji Kuruluşları Konseyinde CMMI, aşağıdaki ülkelerin temsilcilikleriyle birlikte Maden Tanımları Çalışma Grubu, Mineral Definitions Working Group kurulmuştur.

- Avustralya [Australasian Institute of Mining and Metallurgy (AusIMM)],
- Kanada [Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum (CIM)],
- Güney Afrika [South African Institute of Mining and Metallurgy (SAIMM)],
- İngiltere [Institution of Mining and Metallurgy (IMM)] ve
- Amerika Birleşik Devletleri [Society for Mining, Metallurgy and Exploration (SME)].

Kurulan maden kaynak ve rezerv çalışma grubu daha sonra CRIRSCO ismini almış ve 2002 yılında ilk yöneticileri ile birlikte resmi olarak göreve başlamıştır.

CRIRSCO üyeleri ülkeleri ile birlikte maden raporlama kodlarını, standartlarını ve ilkelerini geliştirmekten sorumlu uluslararası raporlama örgütüdür. Üye ülkelerinin borsalarında listelenen maden şirketlerinin toplam değeri, küresel madencilik sektöründe belirtilen sermayenin önemli bir kısmını oluşturmaktadır [5].

Kurucu üyelerinin desteğine de dayanarak, ulusal seviyede düzenleme ve disiplin gözetimi sağlamak üzere, yasal yetkisi olmayan uluslararası bir danışma organı niteliği taşımaktadır. Bu organizasyonun amacı, üye ülkeleriyle beraber maden arama sonuçları, kaynakları ve rezervlerinin ulusal ve/veya uluslararası raporlama standartlarının sürekli gelişimine teşvikte bulunmakta ve güvenin kazanılmasına katkıda bulunulmasını sağlamaktır. CRIRSCO çatısı altındaki MVR standartları yer altı kaynaklarının ortak bir dilde ve formatta, şeffaflıkta sadece maden ve mineraller için kullanılmaktadır. Böylelikle 2012 yılı itibarıyla üyesi olan ülkelerin rapor standartlarına 15 temel tanımlama getirmiştir. Bunlar [6];

- Kamu raporları (Public Reports)
- Yetkin Kişi (Qualified/Competent Person)
- Dönüştürücü Faktörler (Modifying Factors)
- Arama Faaliyeti Hedefi (Exploration Target)
- Arama Faaliyet Sonuçları (Exploration Results)
- Maden Kaynağı (Mineral Resource)

- Çıkarsanan Maden Kaynağı (Inferred Mineral Resource)
- Gösterilen Kaynak (Indicated Mineral Resource)
- Ölçülmüş Maden Kaynağı (Measured Mineral Resource)
- Maden Rezervi (Mineral Reserve)
- Muhtemel Maden Rezervi (Probable Mineral Reserve)
- Görünür Maden Rezervi (Proved Mineral Reserve)
- Kavramsal Çalışma (Scoping Study)
- Ön Fizibilite Çalışması (Pre-Feasibility Study)
- Fizibilite Çalışması (Feasibility Study)

CRIRSCO'nun üye sayısı ülkemizin de katılımıyla 13'e ulaşmıştır. Bunlar [7];

- 1) JORC (Avustralya – JORC Kodu),  
2012 yılında son sürümü yayınlanmıştır.
- 2) CIM (Kanada – NI 43-101),  
2011 yılında son sürümü yayınlanmıştır.
- 3) SAMCODES (Güney Afrika – SAMREC Kodu),  
2016 yılında son sürümü yayınlanmıştır.
- 4) PERC (Avrupa Birliği – PERC Kodu),  
Avrupa borsalarında veya piyasalarında yer alacak firmalar için maden arama sonuçları, maden kaynak ve rezervleri komite raporunu standarttır. 2017 yılında son sürümü yayınlanmıştır.
- 5) SME (ABD – IG7, SME Kılavuzu),  
ABD maden arama sonuçları, maden kaynak ve maden rezervleri raporlama kılavuzudur. ABD Mineral Standardı; 1992 yılında hazırlanmış ve son güncellemesi 2017 yılında yapılmış olup SME, Amerika Maden, Metalurji ve Maden Arama (Society for Mining, Metallurgy and Exploration) kurumu organizasyonuna üyeler için tavsiye edilmektedir.
- 6) COMISION MINERA (Şili – Sertifikasyon Kodu),  
2003 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve son sürümü 2013 yılında yayınlanmıştır.
- 7) OERN (Rusya – NAEN Kodu),

2011 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve NAEN'nin son sürümü 2011 yılında yayınlamıştır. Ancak büyük uluslararası borsalarda veya piyasalarda uygunluk görmemektedir.

- 8) KOMBERS / KCMI (Endonezya – KCMI Kodu),  
2016 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve KCMI'nin son sürümü 2017 yılında yayınlanmıştır.
- 9) CBRR (Brezilya – CBRR Kodu),  
2015 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve CBRR'in son sürümü 2016 yılında yayınlanmıştır.
- 10) KAZRC (Kazakistan),  
2016 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve KAZRC'in son sürümü 2016 yılında yayınlanmıştır.
- 11) MPIGM (Moğolistan – MRC Kodu),  
2011 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve MRC'nin son sürümü 2014 yılında yayınlanmıştır.
- 12) CCRR (Kolombiya – CCRR Kodu) ve  
2018 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve CCRR'nin son sürümü 2018 yılında yayınlanmıştır.
- 13) UMREK (Türkiye) dir.  
2018 yılında CRIRSCO'ya üye olmuş ve UMREK'in son sürümü 2018 yılında yayınlanmıştır [5], [7].

Dünya genelinde maden sermaye piyasaları tarafından kabul gören MVR standartlarını incelediğimizde [8];

- 1) Avustralya: JORC, NI43-101/CIM, PERC, SAMREC
- 2) Kanada: NI43-101/CIM, Şili Sertifikasyon Kodu, IG7, JORC, PERC, SAMREC, NAEN
- 3) Şili: Şili Sertifikasyon Kodu
- 4) Avrupa borsaları: Tüm CRIRSCO kodları
- 5) Hong Kong: JORC, NI43-101/CIM, PERC
- 6) Johannesburg: SAMREC
- 7) New York: IG7

8) Singapur: NI43-101, JORC, PERC olduğu gör÷lmektedir [8].

Bu bağlamda, maden sektöründe dünyada kabul görmüş ve diğer CRIRSCO üyesi ÷lkelerin maden varlık raporu standartlarının hazırlanmasına temel olmuş 3 ana MVR ve ÷lkemiz MVR standardından bahsedilmelidir:

- SAMREC & SAMVAL Kodları
- JORC Kodu
- NI 43-101 Ulusal Belge
- UMREK

### **2.3.2. SAMREC ve SAMVAL Kodları**

Güney Afrika Mineral endüstrisine yön veren SAMREC ve SAMVAL kodları tüm boyutlu (parça) mineralizasyon veya ekonomik cevherleşmeyi, kömür ve elmas gibi bazı cevherleri rapor etmek için uygulanmaktadır. Bu kodlar petrol, gaz veya suya uygulanmamaktadır. SAMREC kodunun ilk uygulama koşulları 2000 yılında yayınlanmış olup, JSE (Johannesburg Stock Exchange – Johannesburg menkul kıymetler borsası) tarafından aynı yıl borsaya listelenme koşulları olarak öngör÷lmüştür. Son güncellemesi ise 2016 yılında yapılan SAMREC kodu, maden projeleri ve yatakları için, arama sonuçları, maden kaynakları ve rezervlerinin kamuya raporlanması için gereken özel yönergeleri içermektedir.

SAMREC kodu;

- 1) Arama sonuçlarının, maden kaynaklarının ve maden rezervlerinin raporlanması için minimum standartları,
- 2) Projeleri teşvik ederek, o proje ile ilgili yapılan açıklamalara güvenilirlik sağlar ve benzer projelerle karşılaştırmaya yardımcı olmayı,
- 3) Rehberlik yaparak profesyonellere yardımcı olmayı ve
- 4) Beyanlara yasal dayanak yaparak Yetkin Kişiyeye yardımcı olmayı ve böylece Kamu Raporuna güvenilirlik sağlamayı amaçlar [9].

Bunun yanında, Güney Afrika Kodu olan SAMREC/SAMVAL maden rezerv ve kaynaklarını raporlamak (SAMREC) için asgari standartlar, halka, yatırımcılarına ve onların tavsiyede bulunacağı muhtemel yatırımcılara bir çeşit rapor olarak aktarılması esnasında, Güney Afrika kodlu maden varlıklarının

(SAMVAL) değerlendirilmesi için minimum standartlar, tavsiyeler ve rehberlik olanakları sunmaktadır.

Taslağının hazırlaması sırasında, Venmyn maden firması Genel Müdürü Andy Clay ve diğer üst düzey personeller destekte bulunmuş ve halen de desteklerine devam etmektedirler [9].

### **2.3.3. JORC Kodu (Australian Joint Ore Reserves Committee)**

İlk olarak 1989 yılında yayınlanmış olup, son sürümü ise 2012 yılında yayınlanmıştır. Maden arama sonuçları, maden kaynakları ve cevher rezervlerinin Avustralya – Asya kodu raporlanması olan JORC kodu; yatırımcılar ve onların danışmanlarına, kabul edilebilir raporlanabilir sonuçları ve tahminleri güvenilir bir kanaat oluşturmak üzere, gerekli olan tüm bilgileri aktarmak için kamusal raporlama adına asgari standartlar sağlamaktadır. Bunun yanında [10];

- Jeolojik güven ve ekonomik / teknik değerlendirmelere göre tonaj / tenör tahminleri sınıflandırılması için zorunlu bir sistem sağlamaktadır.
- Yetkin kişi tarafından üstlenilen çalışmaların halka açık raporlar halinde sunulmasını gerektirmektedir. Yetkin kişi olmak için en az 5 yıllık mesleki tecrübe ve Avustralya Maden ve Metalürji Enstitüsüne veya Avustralya Yerbilimcileri Enstitüsüne veya onaylanmış bir meslek örgütüne üye olması istenmektedir.
- Maden arama sonuçları, maden kaynakları ve cevher rezervleri hakkında raporlar hazırlanırken dikkat edilmesi gereken yön verici kapsamlı kılavuzlar sunmaktadır.

JORC kodunun ana prensipleri ise;

- Şeffaflık; bilgilerin açık ve net sunumu,
- Önem derecesi; tüm bilgilerin makul ölçülerde verilmesi ve beklenmesi,
- Yetkinlik; Halka sunulacak raporların Yetkin Kişinin çalışmasına dayanarak üstlenilmesidir [10].

### **2.3.4. Ulusal Belge 43-101 (NI 43-101)**

Kanada'da maden özellikleri ile ilgili bilgilerin kamuya açıklanması için kullanılan bir sistemidir. NI 43-101 halka arz olacak şirketlerinin Kanada Menkul Değerler

Yöneticileri tarafından, borsalarda üzerinde mineral projeleri hakkında bilimsel ve teknik bilgilerin nasıl denetlendiği ile ilgili özenle hazırlanmış bir kılavuzdur.

Başka bir deyişle, NI 43-101 Kanada içinde maden projeleri açıklanmasına ilişkin standartlar üzerine ulusal bir araçtır. Bu belge; Kanada'da bulunan borsalara, sahibi olunan maden sahasının mineral özelliklerini veya arama etüt çalışmaları ile ilgili bilgilerin raporlanması ve görüntülenmesi için kurallar ve ilkelerle kodlanmış bir kümedir. Bu kılavuz aynı zamanda borsada işlem gören yabancı sahipli maden varlıklarının, Kanada Menkul Değerler yönetimi tarafından denetlenen serbest hisse alım satım (OTC – over the counter) ve türevlerini de kapsamaktadır [11].

Maden kaynak ve rezervlerin raporlanması veya maden arama etüt raporlarının basın açıklamaları, web siteleri, sunumları ve sözlü söyleşiler NI 43-101 belgesi kapsamındadır. Ulusal belgede rapor hazırlanmakla görevli “Yetkin kişi” şöyle tanımlanmaktadır:

- Maden arama, maden geliştirme ve üretim veya maden projesinin değerlendirilmesi veya bunların herhangi birinin bileşimi içerisinde faaliyet gösteren en az beş yıllık deneyime sahip bir mühendis ya da yerbilimci olması,
- İlgili mineral projesi ve teknik raporu konusunda deneyim sahibi, bağlı bulunduğu meslek birliğinde iyi ilişkiler kurmuş güvenilir biri olarak ve yabancı bir dernekte de aynı ölçülerde tanınması, o örgütün bünyesinde kabul görülmüş bir kişilik olması aranılan özelliklerdendir.

NI 43-101 metal madenleri, kıymetli metalleri ve kömür gibi katı enerji ham maddelerinin yanı sıra yığın mineralleri, boyutlandırılmış taşları, değerli taşları ve mineral kumlarını içermektedir. NI 43-101 Avustralya Menkul Kıymetler Borsası (ASX) üzerindeki maden arama raporlarının yayımlanmasını düzenleyen “Ortak Cevher Rezervleri Komitesi Kodu” olan “JORC Kodu” ile genel hatlarıyla karşılaştırılabilmek mümkündür. Bu kod aynı zamanda Güney Afrika kodu olan “Maden kaynakları ve Maden rezervleri” raporlamasında kullanılan SAMREC ile de genel hatlarıyla benzerlik taşımaktadır. NI 43-101 maden arama etüt raporlarının sunum şekli açısından daha kuralcı olması sebebiyle uygulamada diğer kodlarla tamamen uyumlu olmasa da, teknik



raporların içeriği ve mineral sınıflandırılmasının korunması açısından da bir birlerine benzer çok tarafları vardır [11].

#### **2.3.4.1. NI 43-101'in Amacı**

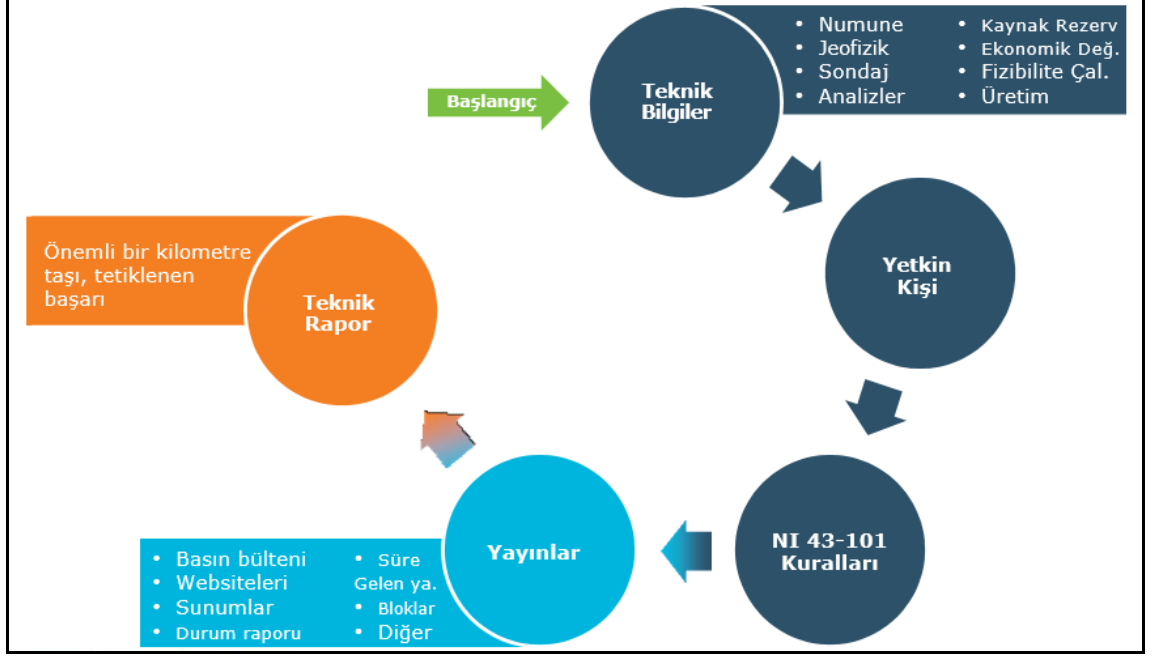
NI 43-101 Kanada'da bir kanun olduğu için amacı maden özellikleri ile ilgili yanıltıcı, hatalı veya doğruyu yansıtmayan bilgilerin borsada yayınlanmadan ve yatırımcılara ulaşmadan önce Kanada Menkul Kıymetler Otoritesi tarafından denetlenmesini sağlamaktır.

NI 43-101, yatırımcıları asılsız maden projeleri açıklamalarından korumak adına borsada yaşanmış olan Bre-X skandalından sonra oluşturulmuştur.

Endonezya'daki Busang sahasında (Bre-X'in) altın rezervi 200 milyon ons (6,200 t), bir başka deyişle o gün için tüm dünya altın rezervlerinin %8'ine sahip olduğu iddia edilmiştir. Ancak gerçekte ortada hiçbir altın varlığı yoktur ve gerçeği yansıtmayan bu açıklama bilerek yapılmıştır. Karot örnekleri ilgisiz başka yerlerden alınmış ve üstüne altın serpiştirilmişti. Daha sonra bağımsız bir laboratuvar bu karotların üzerine kuyumcudan alınan altının tozlarının saçıldığını belirlemiştir. Sonuçta 1997 yılında, Bre-X çökmüş, hisseleri işe yaramaz hale gelmiş ve Kanada tarihinin en büyük hisse senedi skandalı yaşanmıştı [11], [12]. Kodlanmış raporlama düzenine ihtiyaç duyulması, bilerek yanıltmaya yönelik yanlış bilgilendirmeyi daha zor hale getirmiştir. Projeler bilimsel ve profesyonel bir şekilde değerlendirildiği için de yatırımcılara güven vermektedir. Ancak titizlikle ve profesyonelce değerlendirilen maden rezervlerinin yanı sıra NI 43-101, JORC ya da SAMREC ve SAMVAL veya uyumlu CPR (Competent Person Report) veya QPR (Qualified Person Report) raporları olsa bile bunun mutlak iyi bir yatırım olduğu anlamına gelmemektedir.

Raporlarda kullanılan teknik ifadeler ve jeolojik özet, metalürjik ve ekonomik bilgileri içeren karmaşık teknik bir raporun yayınlanması, aslında tam ya da doğru bir şekilde içerik ve önem açısından yatırımcı tarafından anlaşılmayabileceği için önemli bir avantaj olmayabilmektedir. Bu şekilde NI 43-101 yatırımcı tarafından rapordaki bazı bilgileri yanlış anlaşılıp yanlış yorumlanabileceğinden dolayı küçük yatırımcılar açısından doğru bir uygulama olmayabilmektedir.

Şekil 2.1.'de NI 43-101'in işleme sistemine ait teknik akım şeması görülmektedir;

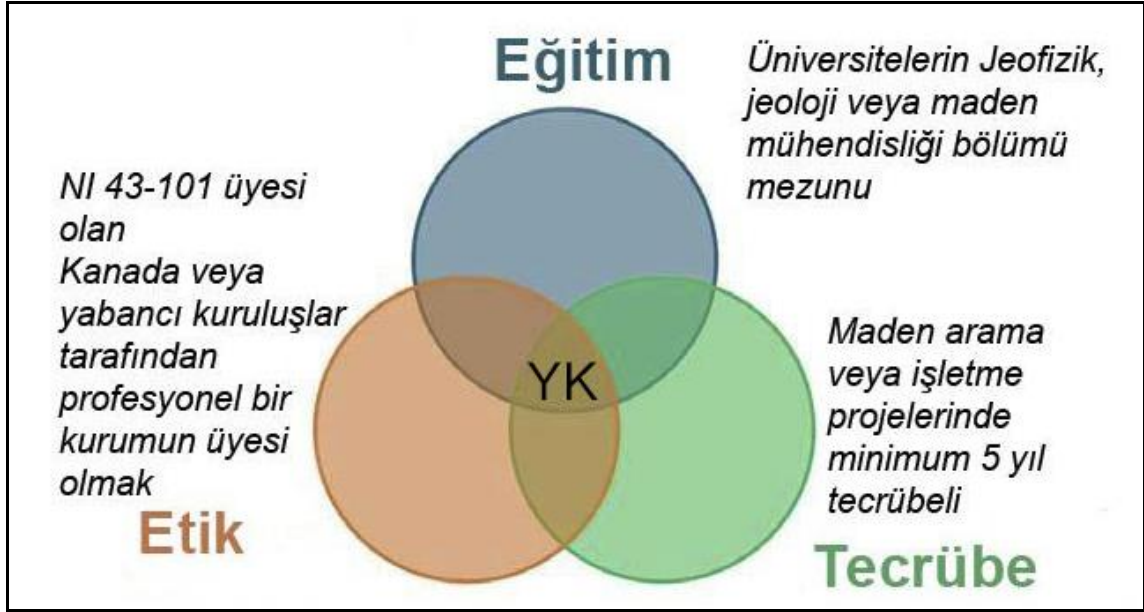


**Şekil 2.1.** NI 43-101 teknik akım şeması [13].

Şekilden görüldüğü gibi teknik raporlama sisteminin düzgün ve doğru işlemesi için görev alacak Yetkin Kişi'nin önemi de ortaya çıkmaktadır.

#### **2.3.4.2. Yetkin Kişi (Qualified Person – QP veya Competant Person - CP)**

Yetkin Kişi MVR standartlarına göre hazırlanacak teknik raporun yazarıdır. Konusu ile ilgili eğitimi almış nitelikli, dürüst, şeffaf, deneyimli, sertifika sahibi mesleğinde saygın bir profesyoneldir. Hazırladığı teknik rapor ile piyasaya güven sağlayarak, yatırımcıların bilinçli bir şekilde yatırım kararı vermesini sağlamaktadır. Genellikle bu kişinin, teknik raporun yazarı olarak görülmesi gerekmemektedir. Ancak bu rapora da kefil olması istenebilmektedir. Bu kefil durumu bir nevi profesyonel etik meselesi olup yasal risk taşımaktadır. Yanıltıcı ifadelerle rapor hazırlayan kişi ya da kişiler ülkelerin yasal yaptırımları karşısında sorumlu tutulmaktadır. Şekil 2.2.'de Yetkin Kişinin sahip olması gerekli nitelikler ve duruşu tanımlanmıştır [13].

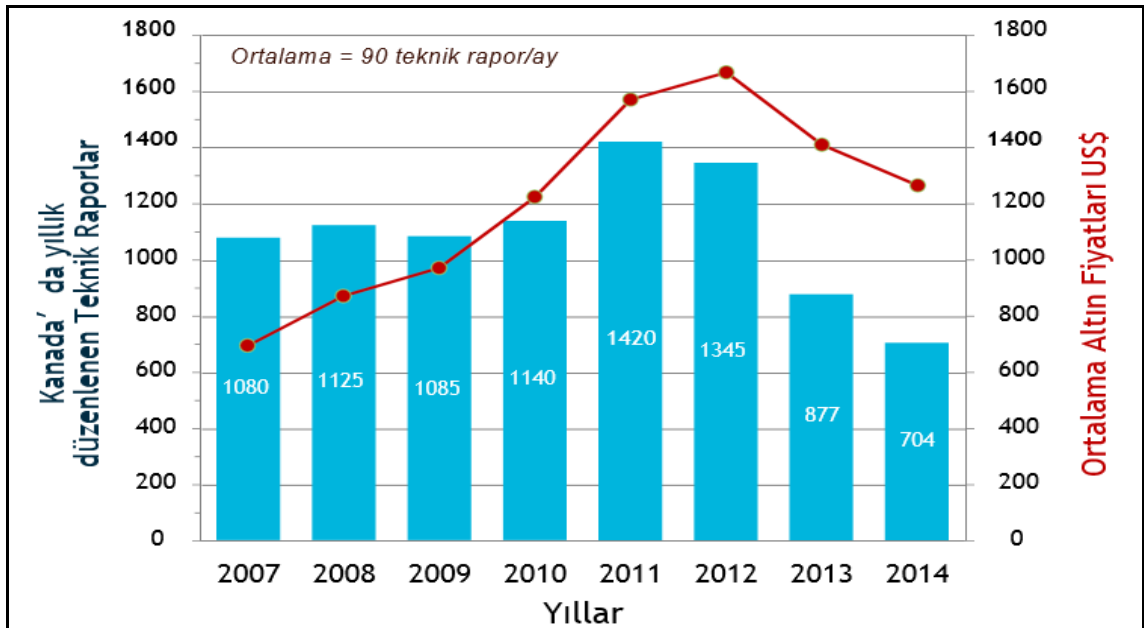


**Şekil 2.2.** Yetkin Kişi'nin nitelikleri [13].

Yetkin kişi, hazırladığı teknik rapor ile ilgili eğitimi almış, konusunda en az 5 yıllık tecrübeli ve etik değerlere sahip bir mühendis olmalıdır. Buna kısaca İngilizce olarak “3E” ilkesi de diyebiliriz (Education, Experience & Ethics).

### 2.3.4.3. Kanada’da 2007-2014 Yılları Arası Düzenlenen Teknik Raporlar

Şekil 2.3.’de Kanada’da 2007-2014 yılları arası altın fiyatlarının artışı ve düşüşü ile doğru orantılı olarak yıllık bazda Yetkin Kişiler tarafından hazırlanan teknik raporların grafiği bulunmaktadır [13].



**Şekil 2.3.** 2007-2014 yılları arası düzenlenen teknik raporlar [13].

Şekil 2.3.'den görüldüğü üzere altın fiyatlarının onz bazında artmasıyla birlikte düzenlenen teknik raporlar artmış, düşmesi ile de teknik rapor sayısı azalmıştır. 2007-2014 yılları arası ay bazında ortalama 90 adet teknik rapor düzenlenmiştir. Buradan da anlaşılacağı gibi altın fiyatları, hem altın madenciliğinde hem de diğer metal madenlerin de önemli etkinliğe sahip ve bir anlamda da madenciliğe yapılan yatırımlar için gösterge niteliğinde olmaktadır.

#### **2.3.4.4. NI 43-101'in JORC Kodu ile Karşılaştırılması**

NI 43-101, menkul değerler açıklamasında kanunlaşmış standart iken, JORC standardı, öncelikle bir maden kaynağının durumunu bildirmek amacıyla kullanılan bir koddur. NI 43-101, eşdeğeri olan JORC Koduna göre piyasaya daha önemli ölçüde teknik açıklama vermektedir. JORC kodu (Joint Ore Reserve Committee) Ortak Cevher Rezerv Komitesi sözcüğünden türetilmiş olan profesyonel endüstri kuruluşları aracılığıyla bağımsız maden sanayi tarafından biçimlendirilmiştir. NI 43-101 kodu ise CIM (Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum) tarafından hazırlanmış ve Kanada Menkul Kıymetler Otoriteleri tarafından geliştirilmiştir. JORC kodunun NI 43-101 ile aynı olan bölümleri Avustralya Menkul Kıymetler ve yatırım komisyonu tarafından hazırlanmıştır ve sanayi kuruluşları ile ilişkili değildir.

NI 43-101 adı altında rezerv bildirimi esnasında tüm gerekli teknik bilgiler ile maden rezervinin bazı jeolojik parametrelerin tam olarak açıklandığı bir raporla birlikte sunulmaktadır. Bu özellikleri ile de JORC kodundan bir adım daha öteye geçmiş olmaktadır [11], [13].

Bu konuyu biraz daha açmak gerekirse; JORC kodu teknik profesyonellerin Ortak Rezerv Raporlama Komitesi çatısı altında bir araya gelip yazılmış olmasına karşın, NI 43-101 Kanada Menkul Kıymetler Otoritesi tarafından ağırlıklı avukatların bulunduğu bir grup tarafından oluşturulmuştur. Bu yüzden NI 43-101, daha çok teknik bilgilerin kamuya nasıl anlatılacağı, basına veya teknik raporlarda hangi bilgilerin bulunması gerekliliği konularına odaklanmıştır.

Örneğin, NI 43-101 teknik raporda analitik veriler açıklanırken mutlaka aşağıdaki 6 noktanın da içermesini talep etmektedir;

- 1) Numunelerin cinsi ve yerlerini,

- 2) Sondaj deliklerinin yerleri, açılırları, doğrultusu ve numunelerin alındığı derinliklerini,
- 3) İlgili analitik verilerin eşliğinde, maden zonunun bilinene en yakın genişliğinin özetini,
- 4) Önem arz eden en yüksek ile en düşük tenör sonuçlarını,
- 5) Raporun ilgili kısmının doğruluğunu veya güvenirliliğini etkileyebilecek her türlü sondaj, numune, geri kazanım veya diğer faktörleri,
- 6) Uygulanmış analitik veya test prosedürleri şeklini, numune büyüklüğünü, kullanılan tüm analitik veya test laboratuvarının adı, yeri ve laboratuvar ile başvuran kişi arasındaki ilişkisini.

JORC'un lisansı ise daha yumuşaktır. Bu standart NI 43-101'de de olduğu gibi kontrol edilecek tüm benzer yönleri taşımaktadır. JORC raporun son kısmında varılan sonucu ve etkilerini Yetkin Kişinin sorumluluğuna bırakmaktadır. Ancak NI 43-101 "bu bilgiyi de içermelidir" diye şart koşturmaktadır. Bir başka deyişle, JORC'a göre hazırlanan ve kamuya açıklanacak teknik raporda, ticari hassas bilgiler ASX listelenme koşulu olarak istenmediği için Yetkin Kişi tarafından ticari bir sır olarak nitelenerek saklanabilir. NI 43-101 teknik raporlarında ise böyle bir seçenek yoktur [45].

Bu yüzden, JORC zaman zaman kilit noktaların bir özeti olan ticari yönden hassas bilgilerin ve bazı durumlarda da zararlı bilgilerin kamuoyunun bilgisi dışında kalmasına neden olabilmektedir.

### **2.3.5. UMREK (Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Kodu)**

2018 yılında CRIRSCO'ya üye olan ülkemizin uluslararası mineral standardı ve ilk versiyonudur. UMREK Kodu yatırımcıların ve hissedarların yeterli derecede bilgilendirilmesi amacıyla ülkemizdeki Maden Arama Sonuçlarının, Maden Kaynaklarının ve Maden Rezervlerinin açık, güvenilir ve şeffaf bir şekilde raporlanması için asgari standartları, önerileri, yasal gereklilikleri ve uygulama esaslarını belirlemektedir [14].

UMREK Kodunun temeli şeffaflık, kapsamlılık/somutluluk ve yetkinlik ilkeleri kullanılarak oluşturulmuştur. Buna göre;

- Şeffaflık ilkesi; Piyasa Raporu okuyucusuna yeterli bilgilerin sağlanmasını şart koşmaktadır. Bilgiler açık ve okuyucuya uygun anlaşılabilir bir şekilde hazırlanmalı, bilgi eksikliği ve ihmaller nedeniyle okuyucuyu yanlış yönlendirmemelidir.
- Kapsamlılık/ somutluluk ilkesi gereğince Piyasa Raporu, tüm ilgili bilgileri içermelidir. Bu bilgilere ulaşılması, yatırımcılar ve uzman danışmanlar tarafından gerekli olduğundan, söz konusu bilgilerin Piyasa Raporunda bulunması raporlanan Arama Sonuçları, Maden Kaynakları veya Maden Rezervleri ile ilgili uygun ve tutarlı bir yargı yapılabilmesi için önemlidir. Bu bilgilerin sağlanamadığı durumlarda, bunların neden yer almadığına ilişkin açıklamaya raporda yer verilmelidir.
- Yetkinlik ilkesi, Piyasa Raporu hazırlayan Yetkin Kişilerin konularında uzman olması, sorumluluk taşıyacaklarının bilincinde olması, yetkinliklerinin ve tecrübelerinin üyesi olduğu Tanınmış Bir Profesyonel Kuruluş tarafından desteklenmesi ve bu kuruluşun etik kurallarına tabi, vasıflı ve deneyimli kişi/kişilerden olması gerektiğini belirtmektedir [14].

#### **2.3.5.1. YERMAM (Yerbilimleri, Maden ve Metalürji Profesyonelleri Birliği)**

Ülkemizde 04.12.2017 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ile kurulan YERMAM, yerbilimleri, madencilik ve metalürji alanında faaliyet gösteren yurtiçi ve dışı profesyonelleri bir araya getirme, üyeler arasında, ekonomik ve teknik alanda ve UMREK ile işbirliğini sağlama amacındadır.

Ülkemizin MVR kodu olan UMREK'in, CRIRSCO'ya üye olmasıyla birlikte, şu aşamada bağımsız uzmanların profesyonel bir organizasyonu olarak gözükken ve sertifika verilecek Yetkin Kişilere küresel jeoloji ve maden topluluklarına adaptasyonunu sağlanmak ise bir diğer amacı olarak gözükmektedir [15].

### **3. KANADA (TORONTO) BORSALARI (TMX Group Inc.)**

Dünya borsalarında öz sermaye artışı olarak 4. Sırada bulunan ve aynı zamanda madencilik sektöründe öncü durumda olan Toronto Borsaları incelenmiştir. Toronto borsaları, ulusal tatil ve hafta sonları dışında Türkiye saati ile 16.30 açılmakta olup 23.00'de kapanmakta, bu nedenle izlenmesi açısından ülkemiz için uygun bir zaman dilimindedir.

#### **3.1. Toronto (Kanada) Borsası (TSX ve TSXV)**

TMX grubu olarak adlandırılan Kanada-Toronto Borsası; esas itibariyle üst düzey sermaye piyasası "Toronto Stock Exchange (TSX)" ve girişimciler sermaye piyasası olarak bilinen "TSX Venture" ı (TSXV) özünde bulundurmakta ve idaresini yapmaktadır. Aynı zamanda Kanadalı girişimciler borsası olarak bilinen TSXV'nin bünyesinde bulunan "Montreal Exchange", "Natural Gas Exchange" ve "Boston Options Exchange"i de içinde barındırmaktadır.

TMX grubunun merkezi Toronto'da olup, Kanada genelinde Montreal, Calgary ve Vancouver'da, Birleşik Devletler'de Amerika piyasası için anahtar konumda olan New York, Houston, Boston ve Chicago'da aynı zamanda Londra, Pekin ve Sidney'de de işlem yapan ofisleri bulunmaktadır [16].

#### **3.2. Toronto Borsaları Tarihçesi (TMX Group Inc.)**

Toronto Borsaları (TMX önceki adıyla TSE) piyasa sermayelendirmesi açısından dünya çapında yedinci, Kuzey Amerika'da ise üçüncü olan Kanada'nın en büyük borsasıdır.

"Toronto Stock Exchange (TSE)"in resmi olarak temelleri 25 Ekim 1861 yıllarında atılmış olup, 1878 yılında Ontario yasama meclisinin onayı ile tüzel kişilik kazanmıştır. Sürekli olarak gelişmekte olan piyasa 1934 yılında önemli rakibi olan "Standard Stock and Mining Exchange" ile birleşmiş ve ismini yine Toronto Stock Exchange (TSE) olarak korumuştur. 1977 yılında bilgisayar yardımlı ticaret sistemine geçmiştir.

1999 yılında Kanada'da diğer bir borsa olan "Montreal Borsası" türevlerin ticaret (türev borsası) sorumluluğunu üstlenmiştir. Bu borsanın yanı sıra "Toronto Stock Exchange"de listelenemeyecek kadar ufak olan hisse senetleri işlemlerini

gerçekleştirmek için “Vancouver” ve “Alberta” Borsaları birleşerek, çoğu maden arama firmaları olan “Canadian Venture Exchange (Kanadalı Girişimciler Borsası - CDNX)” oluşturulmuştur. Bu borsa 31 Temmuz 2001 yılında “TSX Venture Exchange” (TSXV) olarak anılmaya başlanmıştır. Yine 2001 yılında “TSX Venture Exchange (TSXV)” “Toronto Stock Exchange (TSE)” tarafından satın alınmış ve 2002 yılında TSXV ve bir çeşit temsilcisi olarak görülen TSE borsaları artık “TSX Group” olmuşlardır. Bu isimle (TSX Group) birlikte, Kanada Borsası için 123 yıllık TSE isminin kullanımı son bulmuştur.

10 Aralık 2007 yılında “Montreal Borsası” 1,31 milyar Kanada Dolarına (C\$) “TSX Group” tarafından satın alınmış, devir işlemleri 2008 yılına kadar devam etmiştir. “TSX Group” hissedarlarıyla yapılan toplantı sonucunda 2008 yılından itibaren Kanada Borsası artık “TMX Group Inc.” olarak anılmaya başlanmıştır [16].

### **3.3. Toronto Borsaları'nın Önemi**

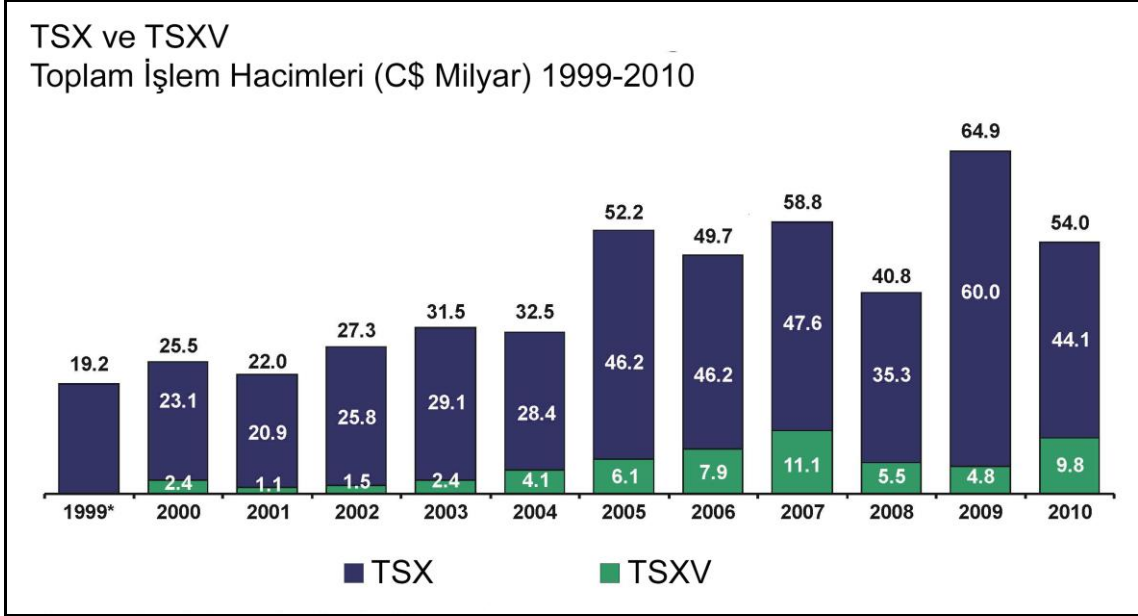
Toronto Borsaları'nı önemli kılan temel etkenler olarak;

- Ülkenin güçlü mevzuat ve ekonomik verilere sahip olmasını,
- Güçlü borsa ve hisse senedi anlayışına sahip olmasını,
- G20 ülkeleri arasında 2018-2022 yılları arasında iş yapılabilecek en iyi 2. ülke konumunda olmasını,
- G7 ülkeleri arasında gayri safi yurtiçi hasılaya oranla en düşük borca sahip olmasını,
- Dünyaca takdir edilen güçlü bir banka sistemine sahip olmasını,
- Dünya borsalarında yeni katılımcı firma açısından 2009 - 2017 yılları arası ya lider ya da ikinci sırada olmasını,
- Maden firmaları açısından en yüksek katılımcı sayısına sahip olmasını ve
- Dinamik bir Pazar olmasını sayabiliriz [17], [18].



### 3.3.1. Sermaye Erişimi için Küresel Pazar

29 Kasım 1999 yılı itibariyle TSXV borsası da işlemlerine başlamıştır. Şekil 3.1'de 1999 – 2010 yılları arası milyar C\$ bazında yıllar içersin de ki TSX borsası mavi ve TSXV borsası yeşil renkte olmak üzere toplam finansal hacimler bir örnek olması açısından gösterilmiştir.



**Şekil 3.1.** 1999 – 2010 yılları arası TSX ve TSXV'ye ait toplam işlem hacimleri [19].

Alt borsa olarak tabir edebileceğimiz daha çok ufak ve orta ölçekli firmaların bulunduğu TSXV, kurulduğu yıldan itibaren artan işlem hacmi ve üst seviye borsa olarak bilinen TSX'le birlikte Toronto Borsalarının toplam işlem hacminde hatırı sayılır destek sağlamıştır.

2017 yılında TSX/TSXV rakibi olduğu diğer bir maden borsası olarak bilinen ASX'e göre %36 oranında daha fazla öz sermaye artışı ile diğer borsalar içinde 4. sırada bulunmuştur. İlk 5 borsa şöyledir;

1. Çin ve Hong Kong Borsaları (HKSE, SHANGHAI SE, SHENZEN SE)
2. ABD Borsaları (NYSE, NASDAQ)
3. Birleşik Krallık Borsaları (LSE/AIM)
4. Kanada Borsaları (TSX/TSXV)
5. Avustralya Borsası (ASX)

2017 Aralık ayı verilerine göre TSX/TSXV borsalarında;

- 3154 katılımcı,
- 296 yeni halka açılan firma,
- Toplam 55 milyar \$'lık öz sermaye artışı,
- TSX borsasının 2 milyar \$'lık ortalama piyasa değeri,
- TSX borsasından 74 milyon \$'lık, ortalama finans desteği,
- TSXV borsasının 31 milyon \$'lık ortalama piyasa değeri,
- TSXV borsasından 4 milyon \$'lık ortalama finans desteği sağlanmıştır [20].

Dünyanın büyük yatırım firmaları da TSX borsasında yer alarak ve işlem görmektedir. Bu firmalar;

- 1) Bank of America Merrill Lynch
- 2) Barcalys Capital
- 3) Cantor Fitzgerald
- 4) Citi Group
- 5) Credit Suisse
- 6) Goldman Sachs
- 7) HSBC
- 8) Instinet
- 9) J.P. Morgan
- 10) Macquaire Capital Markets
- 11) Morgan Stanley
- 12) Pictet Group
- 13) Raymond James
- 14) Societe Generale
- 15) UBS

TSX ve TSXV borsalarındaki günlük ticaretin %40'ı Kanada dışından gerçekleşmekte ve katılımcı firmaların da %25'inin merkez ofisleri Kanada dışındadır [20].

### 3.4. Toronto Borsasına Maden Sektörü Açısından Bakış

Toronto Borsaları (TSX ve TSXV), ağırlığını maden sektörü yönünde şekillendirmiş, güçlü, etkin ve güvenilir maden varlığı raporlama standartına da sahip olduğu için de yatırımcısı ve listelenmiş firmalar açısından dünyanın en güvenilir maden borsasından biri konumundadır. Aşağıda maden sektörü açısından Toronto borsasının daha detaylı incelemeleri bulunmaktadır.

#### 3.4.1. 2017-18-19 Yılı Madencilik Borsa Piyasasına Bakış

Çizelge 3.1'de dünyada maden firmalarının yer aldığı ve bu açıdan daha çok takip edilen borsaların 2017 yılı için firma adedi, yeni katılımcılar ve piyasa değerleri bazında karşılaştırması gösterilmiştir.

**Çizelge 3.1.** TSX ve TSXV'nin maden sektörü açısından rekabet ettiği borsalarla karşılaştırması [21];

	TSX	TSXV	TSX&TSXV	LSE	AIM	ASX	JSE	HKEx	NYSE/AMEX
Listelenen maden firma sayısı	224	987	1,211	32	117	616	22	46	100
Piyasa sermaye değeri (C\$ Milyar)	290.9	22.9	313.8	587.0	8.7	445.8	51.1	84.5	964.7
Yeni katılımcı firma sayısı	7	48	55	1	8	34	2	1	3
Hisse sermaye artışı (C\$ Milyar)	5.2	3.2	8.5	0.2	0.7	5.4	1.4	4.4	3.2
Finansman firma adedi	194	1,219	1,413	7	115	606	3	15	19

TSX ve TSXV borsalarının rekabet ettiği maden borsaları arasında sayabileceğimiz piyasalar Londra, Avustralya, New York, Hong Kong, Johannesburg (Güney Afrika) borsalarıdır.

Çizelge 3.1.'de görüldüğü gibi 2017 yılı verilerine göre TSX ve TSXV borsalarında 1211 adet maden firması bulunmaktadır. Diğer önemli bir borsa olan ASX'de de 616 adet maden firması listelenmiş durumdadır.

Çizelge 3.2.'de Nisan 2019 yılına ait Toronto Borsalarındaki maden sektörü aktiviteleri bazı sayısal ve hacimsel bazda verileri görülmektedir.

**Çizelge 3.2.** Toronto Borsalarının (TSX/TSXV) 2019 Nisan ayı madencilik alanı aktiviteleri [22].

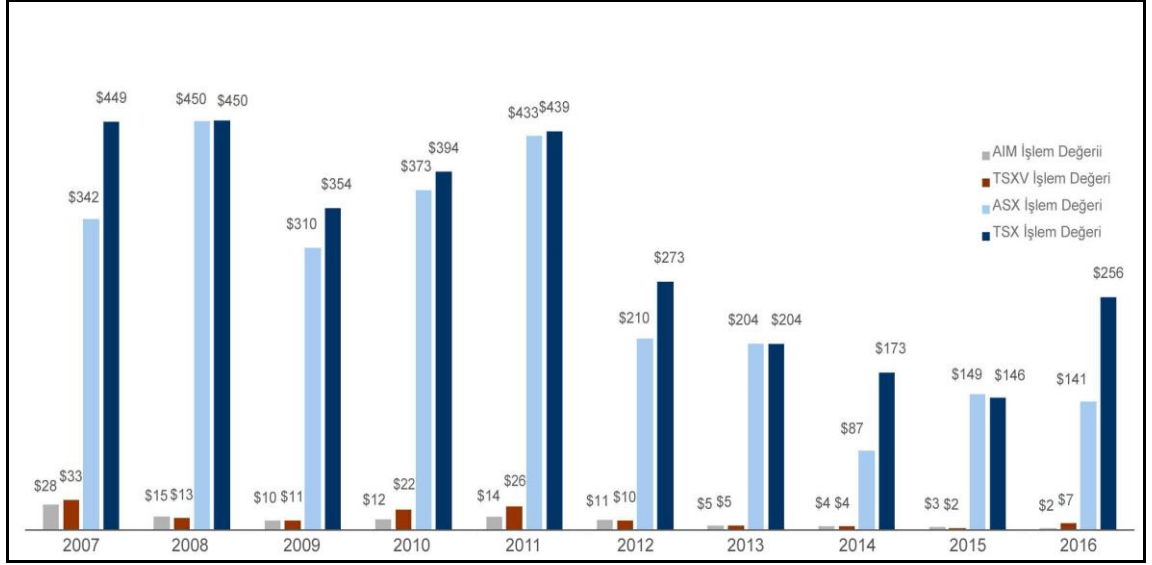
<b>Nisan 2019</b>	<b>TSXV</b>	<b>TSX</b>	<b>TSXV and TSX</b>
Listelenen Firma Adedi	955	214	1,169
Firmaların Piyasa Değeri (C\$)	17.954.674.107	294.270.040.191	312.224.714.298
Yeni Katılımcılar	4	1	5
Hisse Sermaye Artışı (C\$)	567.543.832	283.631.652	851.175.484
Finansman firmalar	308	45	353
İşlem hacmi	6.752.008.069	7.588.283.272	14.340.291.341
İşlem tutarı (C\$)	1.571.732.726	61.034.956.275	62.606.689.001
İşlem adedi	906.689	13.429.303	14.335.992

Çizelge 3.2.'de Maden sektörü açısından TSX/TSXV borsalarının sadece 2019 Nisan ayına ait bazı sayısal veriler görülmektedir. Listelenen maden firması sayısı TSXV'de 955, katılımcısı genelde maden üretim firmaları olan ve hacim olarak daha üst bir borsa olan TSX'de 214 olmak üzere toplam 1169'dur. Madencilik alanında toplam 62,6 milyar C\$ işlem tutarı gerçekleşmiştir. Maden firmaların piyasa değerleri ise 312 milyar C\$'nin üzerindedir. Girişimci borsası olarak tanınan TSXV'de daha çok ufak ölçekli maden arama firmaları bulunmakta ve bu firmaların 2019 Nisan ayı piyasa değeri 18 milyar C\$ olup, borsada yapılan işlem değerleri 1,6 Milyar C\$'dir. TSX ve TSXV toplam yapılan işlem adedi ise 14,3 milyondur [22].

Sermayesi 50 milyon ABD \$ altında olan firmalar TSXV'de, diğerleri ise TSX'de listelenmektedirler. Bunun yanında sermayesi 1 milyar ABD \$ üstünde olan firmalar ise %20'nin üzerinde TSX'de bulunmaktadır. Firma büyüklüğü ve sermaye artıça TSX daha çok tercih edilen borsa olmaktadır. Maden sektörünün önde gelen üretici firmaları da TSX'de listelenmektedir.

#### **3.4.2. TSX ve TSXV Borsalarının Maden Firmalarına Güçlü Likidite Sağlaması Açısından Rekabet Ettiği Borsalarla Karşılaştırması**

Şekil 3.2.'de Maden sektörü açısından TSX/TSXV borsalarının rekabet ettiği önemli borsalardan olan ASX (Avustralya Borsası – Australian Stock Exchange) ve AIM (Londra Borsası – Alternative Investment Market) maden sektörü bazında işlem değerleri açısından 2007-2016 yılları arası karşılaştırması görülmektedir.



Değerler C\$ milyardır.

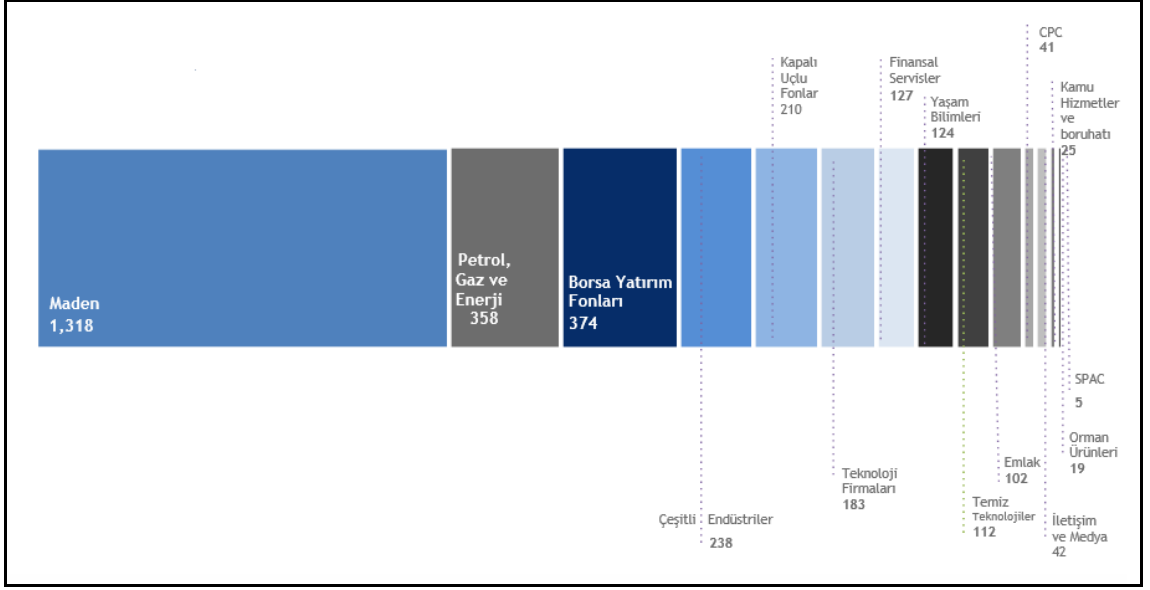
**Şekil 3.2.** TSX/TSXV ile ASX ve AIM borsalarının maden firmaları üzerinden gerçekleşen işlem değerleri/hacimleri [23].

Şekilden görüldüğü gibi yıllar içinde TSX borsası işlem değerleri ve hacimleri açısından sürekli lider konumda bulunmaktadır. TSX borsasında listelenen firmalar çoğunlukla üretim faaliyetlerinde bulunan ya da kısa bir süre içersin de üretime geçecek olanlardır.

Şekil 3.2. de dikkat çeken diğer bir husus ise, yıllar içersin de özellikle altın fiyatları ile orantılı maden sektörünün borsa işlem hacimlerinde değişiklik seyretmesidir. 2011-2012 yıllarında rekor seviyelere ulaşan altın ve metal fiyatları, 2012 yılından sonra düşüşe başlamış ve 2015 yılı sonunda altın 1050 \$/onz, bakır ise 4500 \$/ton seviyelerine inmiştir. 2016 yılı ortaları ile birlikte altın 1350 \$/onz ve 2016 yıl sonuna doğru Bakır fiyatları ise 6000 \$/ton, 2017 yılında ise 7000 \$/ton seviyelerine ulaşmıştır. Bu fiyat artışlarının ya da düşüşlerinin işlem hacimlerinde ne kadar etkili olduğu da şekilden açıkça anlaşılmaktadır.

### 3.4.3. TSX ve TSXV Borsalarında Hisse Senedi Bazında Bulunan Temel Sektörler

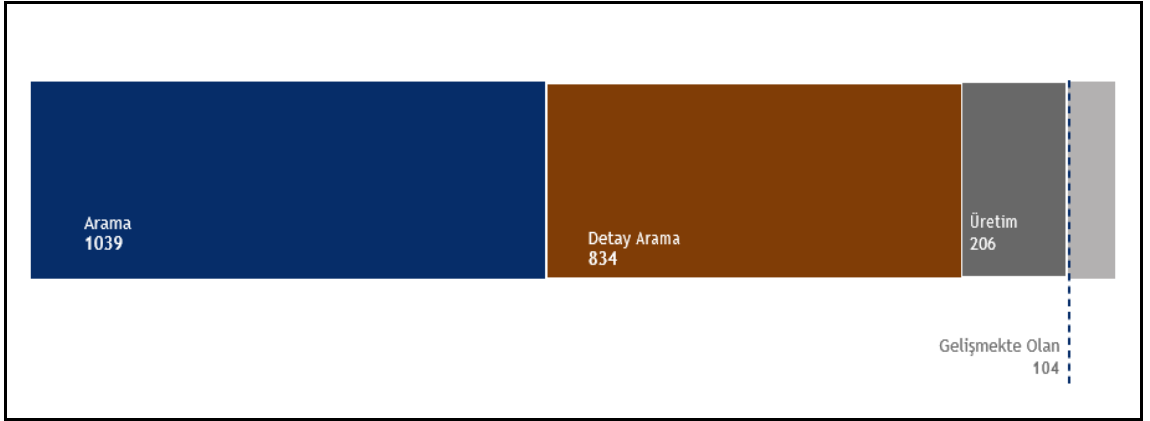
2015-16 yılı verilerine göre TSX ve TSXV borsalarında toplam 3278 adet kayıtlı firma bulunmaktadır. Pek çok farklı sektörde bulunan firmalar bulunduğu gibi, katılımcılarının %37'si de madencilik sektöründe faaliyet göstermektedir.



**Şekil 3.3.** 31.12.2015 verilerine göre sektör bazında TSX ve TSXV’de katılımcı sayısı [24].

TSX ve TSXV’de listelenen firma adedini sektör bazında incelediğimiz de, maden firmalarını 1. Sırada, petrol, gaz, enerji ve borsa yatırım firmalarının ise 2. sıralarda takipte olduğunu görmekteyiz.

TSX/TSXV’deki Maden firmalarının proje dönemleri ise şöyledir;

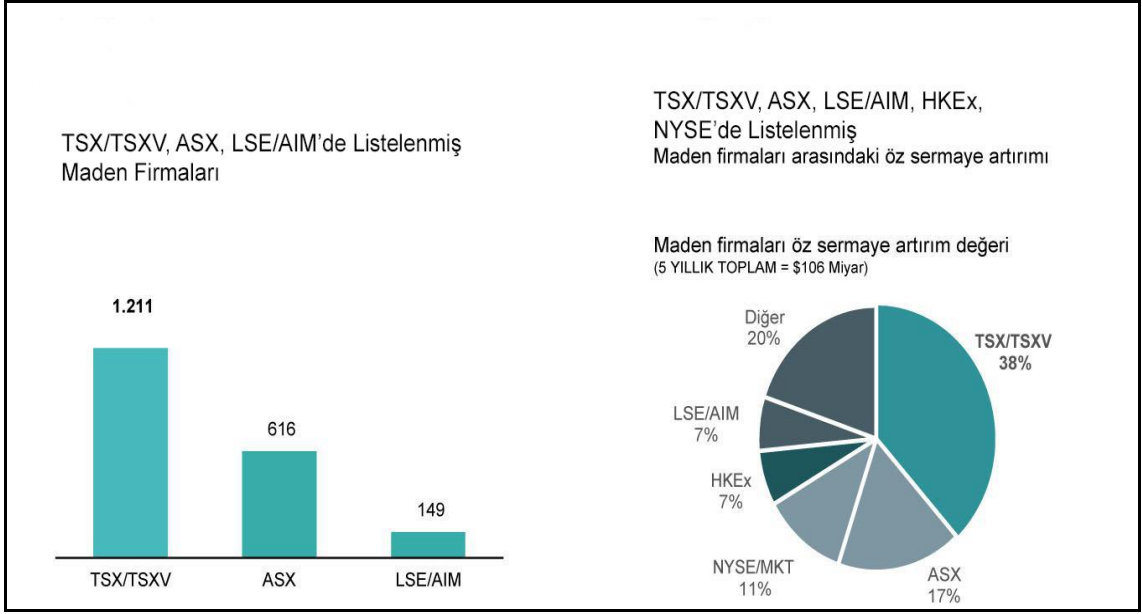


**Şekil 3.4.** 15.01.2016 verilerine göre proje bazında madencilik şirket sayısı [24].

2016 yılı verilerine göre TSX ve TSXV’de listelenen özellikle de girişimci borsası olarak bilinen TSXV’de maden firmaların proje evreleri incelendiğinde ağırlıklı olarak arama evresinde olduğu görülmektedir. Buradan da anlaşılacağı gibi arama evresinde ve madeni geliştirme hedefinde olan ufak/orta ölçekli maden firmaları da projelerine finansman sağlamak amacıyla borsalarda listelenme yolunu seçmektedirler.

### 3.4.4. Dünyadaki Maden Firmaları Ağırlıklı Olarak TSX/TSXV'de Listelenmektedir

Küresel çapta halka arz olmuş maden firmalarının yaklaşık %50'si TSX/TSXV'de listelenmeyi tercih ederek, son 5 yılda maden sektöründeki %38 oranında yaklaşık 106 milyar \$'lık öz sermaye artışını bu borsalardan sağlamışlardır. Ayrıca, bu borsada listelenen maden sektörünü inceleyen 200 adedin üstünde de teknik analizci bulunmaktadır [21].

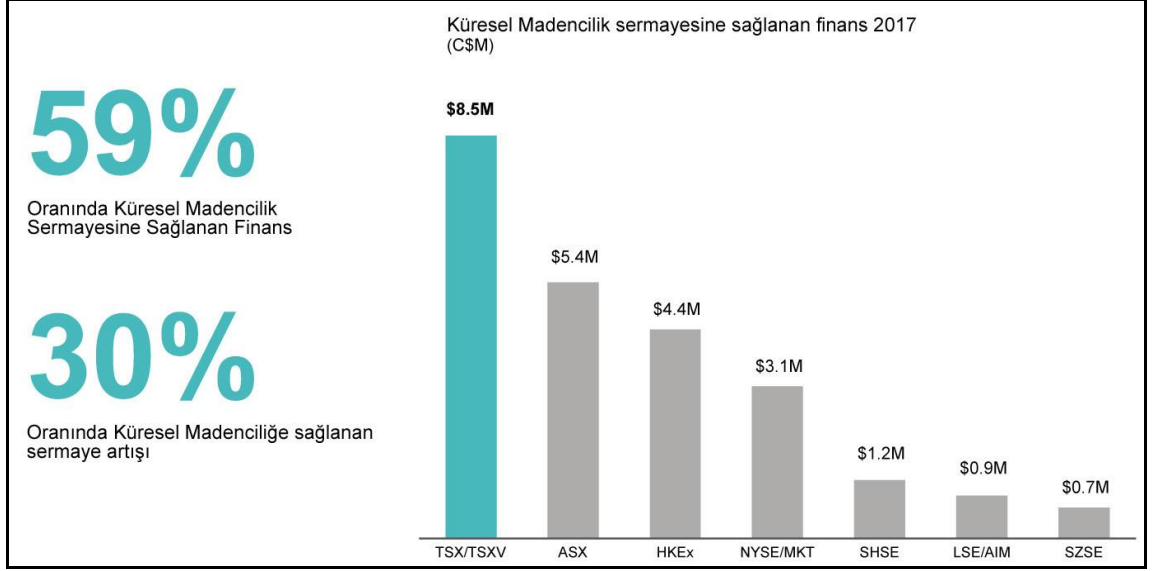


**Şekil 3.5.** TSX/TSXV, ASX ve LSE/AIM listelenen maden firmaları adedi ve öz sermaye artırım değerleri karşılaştırması [21].

2017 yıl sonu verilerine göre, TSX/TSXV borsalarında 1211 adet maden firması listelenmiş olup diğer maden borsası olarak anılan ve takip edilebilecek ASX ve LSE ile AIM'de listelenen maden firmalarının toplamından fazladır. Maden firmalarını öz sermaye artışı açısından incelediğimizde 5 yıl içerisinde borsalardan toplam 106 milyar \$ gelir elde etmişlerdir. Öz sermaye artırımını açısından TSX/TSXV borsalarına baktığımızda da %38 ile rekabet ettiği diğer borsalara göre 1. sırada yer almaktadır.

### 3.4.5. Dünyadaki Çeşitli Borsalardan Madencilığe Sağlanan Sermaye ve TSX/TSXV Borsaları

Şekil 3.6.'da Maden firmalarını katılımcı olarak bulunduran borsaların sektöre sağladığı sermaye ve finansmanın karşılaştırması gösterilmiştir.



SHSE : Şangay Borsası / SZSE : Şenzen Borsası

**Şekil 3.6.** Küresel madencilığe borsa aracılığı ile sağlanan finansman artışı [21].

Dünyada yapılan madencilik faaliyetlerinin %59 oranında finansman ihtiyacı borsalar aracılığı ile sağlanmaktadır. TSX/TSXV borsaları ise bu finansmanın tek başına %30'unu karşılamaktadır. Şekilde aynı zamanda maden firmalarını katılımcı olarak bulunduran borsaların milyar C\$ cinsinden sağladıkları finansmanda görülmektedir. 2017 yılında sadece TSX/TSXV borsaları sektöre toplam 8,5 milyar C\$ sermaye katkısı sağlamıştır [21].

### 3.4.6. TSX/TSXV Borsalarında Finansman Artışı Sağlanmış İlk 10 Firma

Çizelge 3.3.'de 2018 Temmuz ayı verilerine göre finansman artışı sağlamış ayrı ayrı TSX/TSXV borsalarında listelenen ilk 10 maden firması gösterilmiştir.

**Çizelge 3.3.** 2018 yılı TSX/TSXV'de maden sektöründe finans artışı sağlayan ilk 10 firma [25].

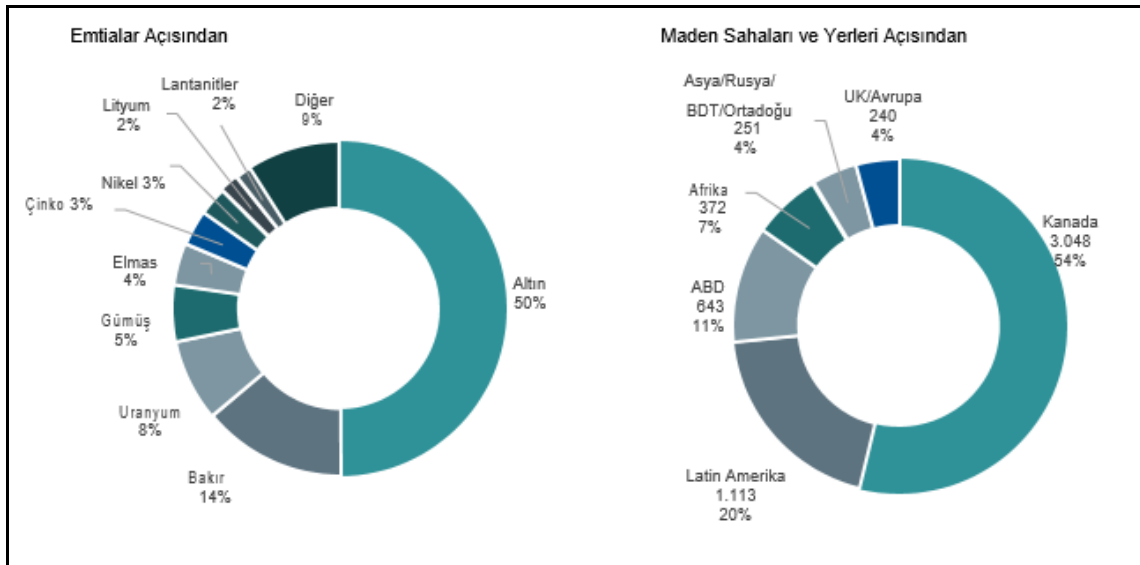


TSX'de İLK 10 MADENCİLİK FİNANSMANI ARTAN FİRMA			TSXV'de İLK 10 MADENCİLİK FİNANSMANI ARTAN FİRMA		
FİRMA	SEMBOL	BRÜT İŞLEM (C\$)	Firma	SEMBOL	BRÜT İŞLEM (C\$)
Lundin Gold Inc.	LUG	\$508M	Cobalt 27 Capital Corp.	KBLT	\$598M
Nemaska Lithium Inc.	NMX	\$459M	Victoria Gold Corp.	VIT	\$125M
Orocobre Limited	ORL	\$233M	Itafos	IFOS	\$86M
Sheritt International Corp.	S	\$132M	Alphamin Resources Corp.	AFM	\$75M
Nevada Copper Corp.	NCU	\$128M	Mason Graphite Inc.	LLG	\$45M
Endeavour Mining Corporation	EDV	\$75M	Orezone Gold Corporation	ORE	\$45M
Sabina Gold & Silver Corp.	SBB	\$73M	West African Resources Limited	WAF	\$34M
Torex Gold Resources Inc.	TXG	\$63M	Orla Mining Ltd.	OLA	\$31M
Midas Gold Corp.	MAX	\$49M	Maya Gold & Silver Inc.	MYA	\$28M
RTG Mining Inc.	RTG	\$43M	Antioquia Gold Inc.	AGD	\$27M

Çizelge 3.3.'de TSX ve TSXV borsalarından finans ihtiyacını karşılayan maden firmaları, borsada listelenen sembolleri ve milyon C\$ bazında brüt işlem hacimleri ile birlikte ilk 10 firma görülmektedir.

### 3.4.7. TSX/TSXV Borsalarında Listelenen Maden Firmalarının Emtia Alanları, Sahalar ve Yerleri

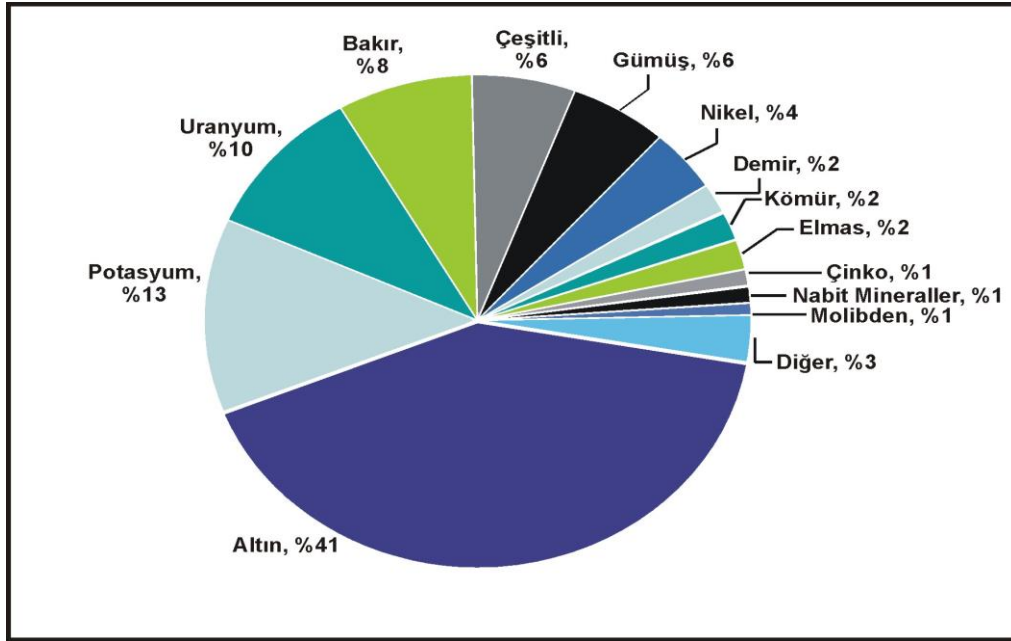
Şekil 3.7.'de 2017 yıl sonu verilerine göre TSX/TSXV borsaların da listelenen maden firmalarının uğraşı (emtia) alanlarına göre incelenmiştir. Bunun yanında bu borsalarda listelenen maden firmalarının proje adedi ve bölgeleri de gösterilmiştir.



**Şekil 3.7.** 2017 yıl sonu itibarıyla TSX/TSXV borsalarında listelenen maden firmalarının uğraşı (emtia yelpazesi) alanları ve bölgeleri [21].

Altın madenciliği alanında çalışmalarda bulunan firmalar bu borsalarda %50'lik oran ile ilk sırada yer alırken, Lityum %2, Kömür ise artık %2'nin de altında yer almaktadır. Maden sahalarının bölgeleri ise 3048 adet %54 ile Kanada, 2619 adet %46'sı ise Kanada dışındadır. Dikkat çeken bir diğer nokta ise 1113 adet proje ile TSX/TSXV'de yer almayı tercih etmiş Latin Amerika ülkeleri ve 643 adet proje ile ABD'dir.

Şekil 3.8.'de Karşılaştırma yapmak açısından Toronto Borsasında listelenen maden firmalarının 2010 yılı emtialar açısından dağılımı gösterilmiştir [19].



**Şekil 3.8.** Emtia yelpazesi olarak TSX ve TSXV dökümü, Aralık 2010.

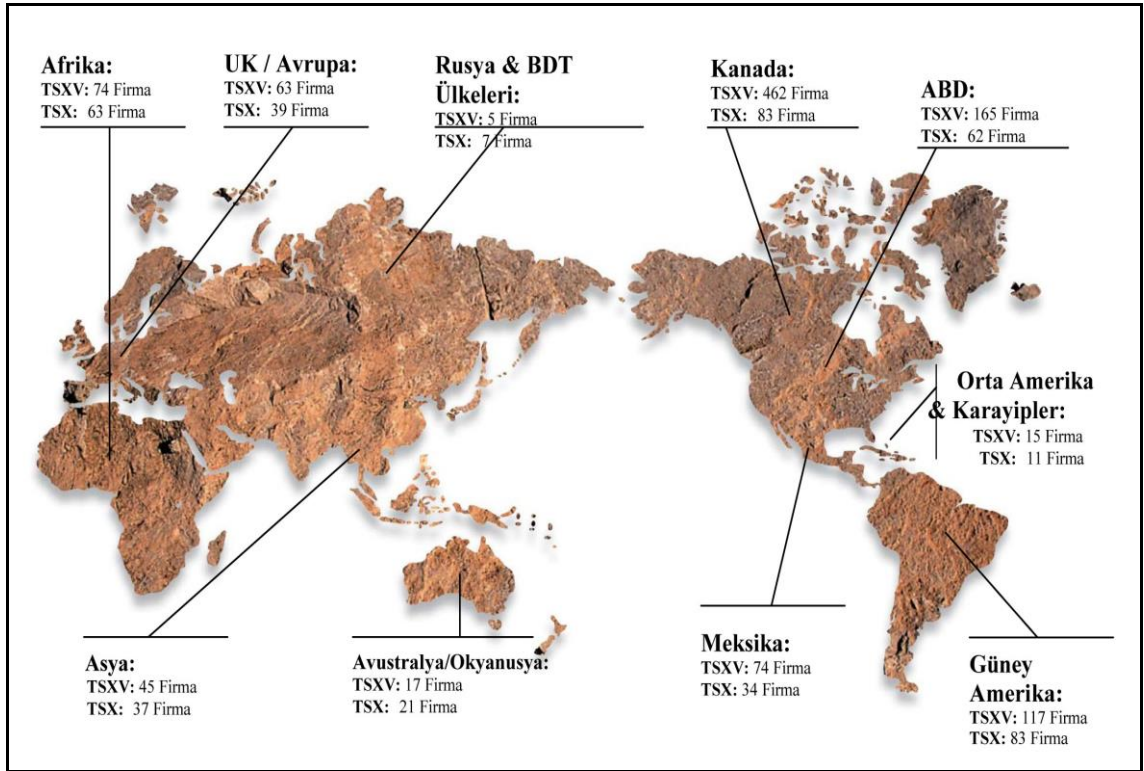
Şekil 3.7. ve 3.8.'den de anlaşılacağı gibi altın madenciliği bu borsalarda önemli bir yer teşkil etmektedir. 2017 yıl sonu verilerine göre listelenen maden firmalarının %50'sinin faaliyet alanları altın, 2. ise %14 ile bakırdır. Dolayısıyla, bu tarz borsalarda listelenen maden firmalarının piyasa değerleri emtia fiyatlarının iniş çıkışları ile de ciddi bir şekilde etkilenmektedir. Özellikle Altın fiyatlarını ele alacak olursak, 2011-12 yıllarında 1800 – 1900 \$/onz'a kadar ulaşarak rekor kırmış ve birçok maden firmasının piyasa değeri en üst seviyeye ulaşmıştır. 2019 yılı ortalarında ise 1350 \$/onz civarındadır. Bu seviyeye göre de piyasa değerleri o güne oranla tekrar düşerek şekillenmiştir. Güvenli varlıklardan biri olarak görülen \$, 2008'de ABD'de yaşanan Mortgage krizi ile değer kaybetmiş ve sermaye bir diğer güvenli varlık olarak gördüğü altına kaymıştır. Buda altın

fiyatların da rekor yaşanması beraberinde getirmiştir. Altın aynı zamanda özellikle bakır ve gümüş olmak üzere diğer birçok metal madenin de piyasa değerlerini tetiklemiş ve maden sektöründe yüksek emtia fiyatlarıyla 2008 – 2012 yılları arası oldukça parlak yıllar yaşanmıştır. Daha sonraki yıllarda ABD tarafından uygulanan güçlü dolar politikaları ile altın fiyatları 1100 – 1300 \$/onz aralığına kadar düşmüştür buda parlak yıllar geçiren maden borsalarının ve listelenen maden firmaların işlem hacimlerinde düşümlere, değer kaybetmelerine ve finansal problem yaşamalarına sebep olmuştur.

Bunun yanında, şekil 3.7.'de görüldüğü TSX ve TSXV borsalarında listelenen maden firmaları ve projeleri sadece Kanada'da olmayıp tüm dünya geneline yayılmıştır. Bu da bu borsaların uluslararası anlamada işlem yaptığının diğer bir göstergesidir.

### 3.4.8. Tüm Dünyada TSX ve TSXV'ye Kayıtlı Maden Firmaları

Şekil 3.9.'da 2017 yıl sonu verilerine göre, tüm dünyada Toronto borsalarında listelenmiş maden sektöründe bulunan firma sayıları ve proje bölgeleri gösterilmiştir.



Şekil 3.9. Tüm dünyada TSX ve TSXV'ye kayıtlı maden firmaları [26].

Not: Bir firma birden çok proje ve ülkede bulunabilmektedir.

TSX ve TSXV borsaları katılımcı maden firmaları, sadece Kanada kökenli olmayıp tüm dünya genelindedir ve bu katılımcılar arasında kamu şirketleri de bulunmaktadır. 2017 yılsonu verilerine göre bu borsalarda bulunan 5700 adet üzerinde arama evresindeki projelerin %50'si Kanada dışındaki ülkelere aittir [26].

### 3.4.9. Güney Amerika Kıtasının TSX ve TSXV Borsaları Açısından Değerlendirmesi

Maden sektörü açısından dünyada önemli bir yer tutan Güney Amerika kıtasındaki maden arama ve üretici firmaları içinde TSX ve TSXV oldukça önemli bir borsadır. Şekil 3.10'da Güney Amerikalı maden firmaları ile ilgili Aralık 2017 yıl sonuna ait bazı sayısal değerler gösterilmiştir.



**Şekil 3.10.** Güney Amerika ve Latin ülkeleri bazında TSX ve TSXV borsalarında listelenen maden firmaları [21].

Şekil 3.10.'da Arjantin, Brezilya, Peru ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerin madencilik yatırımları bakımından ilk sırada yer aldığı görülmektedir. 1113 adet sahada ağırlıklı olarak metal madenciliğinde projeleri bulunan 316 adet Maden firması TSX/TSXV borsalarında listelenmeyi tercih etmişlerdir. Latin Amerika maden firmaları 2017 yılında 4,4 milyar \$'lık sermaye artırımını sağlamışlar ve bu ülkelerden 17 adette yeni firma katılımı gerçekleşmiştir.

## **4. TORONTO BORSALARINDA (TSX veya TSXV) LİSTELENME YOLLARI**

Ticarete konu olan malların ve kıymetli evrakların alım – satım işlemlerinin yapıldığı kurumsal piyasalara borsa denilmektedir. Borsanın kurumsal özelliğinin olması, her borsanın kendine özgü özelliğe sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Borsada listelenmemiş senetlerin ticareti olanaklı değildir. Borsada listelenmiş bir firmaya ait hisse senedi ise o borsada tanındığı ve pazarında alım/satımının yapılmasına izin verildiği anlamına gelmektedir.

Borsanın türleri tanımı, genelde işlem gören nesnelere yardımıyla gerçekleştirilmektedir;

- Menkul Kıymetli Borsaları
- Vadeli İşlem (Futures) Borsaları
- Opsiyon (Seçmeli İşlem) Borsaları
- Altın ve Kıymetli Maden Borsaları [27].

Borsada değerli kağıtlar; hisse senetleri, tahviller, bonolar, petrol, altın ve bunlar gibi kişilere ait bir hakkı ortaya koyan kağıtlardır. Değerli kâğıt borsası, hisse senetleri, tahviller, bonolar vb. gibi kağıtların işlendiği bir borsadır. Toronto Borsaları da bunlardan biridir.

Burada izleyici kesiminin büyük bir kısmı hisse senedi kurlarını, diğer bir deyişle standart kâğıtların değerlerini sürekli takip etmektedir. Yatırımcıların az masrafla ve olabildiğince düşük maliyetlerle değerli kâğıtları almasına ve satmasına olanak sağlayan para piyasası olarak vazife görmektedir.

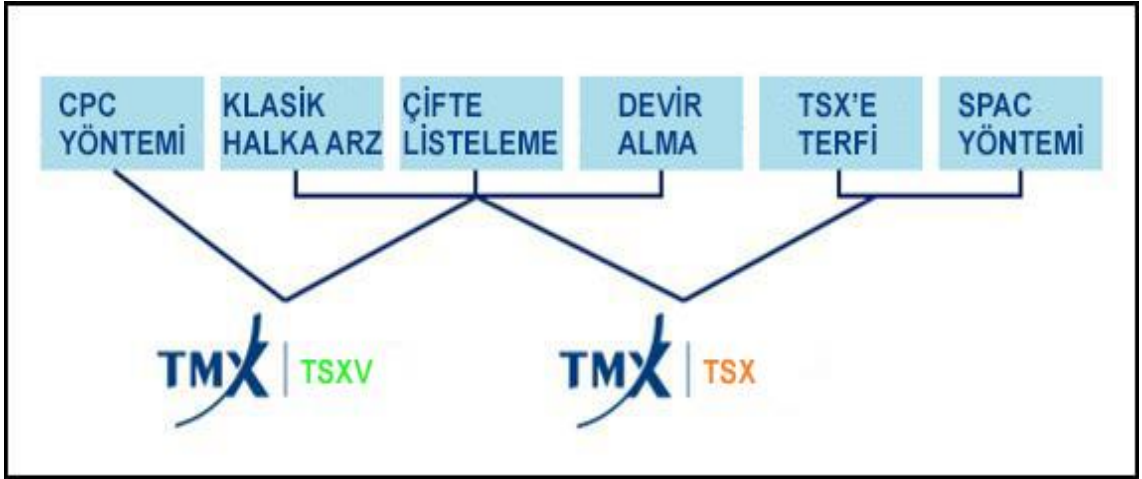
Bu durumda değerli kâğıt borsaları; çağdaş finans piyasası kuramı olarak bağımsız kurum, işlevi sözleşme ortaklarının bir araya gelmesinden oluşan bir hizmet işletmesi olarak görülür.

Hem borsa hem de değerli kâğıt ticareti, değerli kâğıt borsası için eş anlam olarak yorumlanmaktadır. Borsalar işlem gören malın biçimine göre adlandırılmaktadır. Değerli kâğıt borsaları bu nedenle ticari mal borsalarından, vadeli işlem borsalardan ve döviz borsalarından ayrılmaktadır [1], [27].

#### 4.1. TSX veya TSXV Borsasında Halka Arz Yöntemleri

Şekil 4.1'de gösterildiği gibi TSX ve TSXV' de listelenmek isteyen firmalar şu yolların herhangi birisinden faydalanmaktadırlar:

- Klasik Halka Arz Yöntemi (Initial public offering - IPO)
- Doğrudan Listelenme Yöntemi (Direct listing – Çifte Listleme)
- Devir Alma Yöntemi (Reverse take-over - RTO)
- Sermaye Havuzu Şirketi Yöntemi (Capital Pool Company program - CPC program)
- Bir üst borsa olan TSX'e terfi (Graduation to Toronto Stock Exchange)
- Özel Amaçlı Kurulmuş Satın Alma Şirketi Yöntemi (Special Purpose Acquisition Corporation - SPAC) [28].



Şekil 4.1. Topluca halka arz (listelenme) yöntemleri [28].

##### 4.1.1. Klasik Halka Arz Yöntemi (Initial Public Offering - IPO)

Basit anlamda halka arz demektir ve borsada listelenmek açısından geleneksel bir yöntemdir. Bu yöntem, güvenli bir komisyon tarafından doldurulacak bir tanıtım dosyası ve borsaya kayıt olmak üzere yapılan başvuru ile tanımlanmaktadır.

#### **4.1.1.1. Tanıtım Dosyası Hazırlanması**

Hazırlanacak dosya muhtemel yatırımcılara yatırım kararı verebilecek detaylı ve kritik dokümanları içermektedir. Bir dosyanın başarıyla tamamlanması için yönetim, avukat, denetçiler, menkul kıymet komisyonları ve Toronto Borsası'nda TSX veya TSXV işbirliğini gerektirmektedir [28], [29].

Tanıtım dosyasını tamamlamak dört adımlı bir işlemdir. Bu işlemler, TSX ve TSXV ile kendi komisyonlarınca ön tanıtım dosyası olarak hazırlanarak gerçekleşmektedir;

1. Yetkili kurullar ya da kişilerce bu tanıtım dosyasının gözden geçirilmesi ve eksiklikleri konusunda ilgili profesyonel danışmanlara bilgi verilmesi,
2. Tüm eksikliklerin giderilmesi ve yetkili kurullar ya da kişilerin olumlu bulmasıyla onaylanmış dosyaya son halinin verilmesi,
3. Menkul değerler komisyonunun, dosyanın kabulü esnasında nihai bir belge ve onay vermesi,
4. Alınan bu kabul, firmanın nihai onayın alındığı yerde hisse senedi satışına başlamasına olanak sağlanması.

#### **4.1.2. Doğrudan Listelenme Yöntemi (Direct Listing – Çifte Listelenme)**

Eğer iştirakçi, daha önceden başka bir borsada bulunmaktaysa ve listelenme standartlarını karşılıyor ise TSX/TSXV'ye kayıt olabilmektedir. Bu iştirakçiler belli bir raporlama sisteminde ve düzenlemelere göre hareket ediyorsa, bunun yanında TSXV/TSXV tarafından tanınan ve benzer listelenme şartları aranan bir borsada ise bir işleme gerek duyulmadan doğrudan bu borsalarda listelenmeye uygundur.

Bir başka deyişle, halka arz olmuş uluslararası firmalar kendi borsalarında bulunacağı gibi TSXV/TSX'de de listelenebilir. Bu duruma da "Çifte Listelenme" denilmektedir [28], [29].

#### 4.1.2.1. Çifte Listelenmenin Faydaları

Şekil 4.2'de çifte listelenmenin avantajları gösterilmiştir.



#### Şekil 4.2. Çifte listelenmenin faydaları

Çifte listelenmek; Şekil 4.2.'de görüldüğü gibi borsalarda firmaya sağladığı olanaklar nedeniyle her geçen gün artan bir biçimde devam etmektedir.

#### 4.1.2.2. Çifte Listelenmenin Benzer Borsalarla Karşılaştırılması

Firmaya sağladığı faydaları göz önünde bulundurarak, çifte listelenme açısından Toronto Borsası benzeri borsalarla karşılaştırıldığında Çizelge 4.1.'de gösterildiği gibi bir değerlendirme söz konusu olmaktadır. Maden sektöründe başka borsalarda bulunup da Toronto borsalarında da listelenme yoluna giden başta NSYE, ASX ve AIM borsalarının dan olmak üzere Nisan 2019 verilerine göre TSX'de 96 adet TSXV'de ise 30 adet toplam 126 maden firması bulunmaktadır. Bu firmalar çift listelenme yolunu seçerek ticaretlerini ve profillerini artırmışlardır [28], [29], [30].



**Çizelge 4.1.** TSX'in ASX (Australian Securities Exchange) ve AIM (Alternative Investment Market – Londra) ile karşılaştırılması.

	<b>TSX</b>	<b>ASX ve AIM</b>
<b>Zamanında Bilgilendirme Yükümlülükleri</b>	Benzer	Benzer
<b>Güçlü Teknik Standartlar</b>	NI 43-101	JORC TSX için uygundur
<b>Piyasa ve yatırımcı ilişkileri yaklaşımları</b>	Benzer	Benzer
<b>IFRS kabul edilir (Uluslararası Finansal Rapor Std.)</b>	Evet	Evet
<b>Maden ve özel şirket deneyimi</b>	Evet	Evet
<b>Malzeme haberleri dağıtımı</b>	3 adımlı Proses	Web sitelerinden
<b>Denetleyici komitesi</b>	Daha bağımsız ve sertifikalı	TSXV ile benzer
<b>Finansal denetleme</b> Ara dönem Yıllık	Her çeyrekte yönetim hazırlar Denetlenir	Altı ayda bir gözden geçirilir. Denetlenir.
<b>Borsada ticaretin geçici olarak durması</b>	Kısa	Uzun duruşlara izin verilir
<b>Muafiyet mevcudiyeti:</b> TSX  Uluslararası menkul kıymetler komisyonları	Evet – TSX'deki %25 ticaretten az Evet – öz komisyonları kurulumu başlangıç aşamasında	ASX ve AIM tanınan piyasa  Avustralya ve Birleşik Krallık kuruluşları yargı çerçevesini tanımıştır.

**Çizelge 4.1.** incelendiğinde çifte listelenmenin gayet kolay bir şekilde yönetilebilir ve firmaya tatbik edilebilir bir durum olduğu görülmektedir.

#### **4.1.3. Devir Alma Yöntemi (Reverse Take-Over - RTO)**

Firmanın TSX veya TSXV borsasının da listelenmesi için daha önceden bu borsalarda kayıtlı bir firmayı devir almak (bir başka deyişle borsanın gerektirdiği şartları taşımayan bir şirketin borsaya kayıtlı bir firmayla birleşmeye gidip kendini borsada kayıtlı olmaya aday duruma getirme veya şirket birlikteliği), diğer bir yönetimdir. Bu durum, şirket birleşmesi veya borsada mevcut hisselerin alınması veya borsada hisse senedi ihracı gibi pek çok şekilde gerçekleştirilmektedir.

Böyle bir devir alma işlemi için şirketin sponsor, avukat ve denetçi yardımlarıyla uygun bir aday şirket bulması gerekmektedir. RTO (Recovery Time Objective-kabul edilebilir kesinti süresi) yoluyla devir alınma durumunda, bu firma TSX ve TSXV'nin listelenme taleplerini karşılaması gerekmektedir. Orijinal listelenme başvurusunda olduğu gibi aynı süreç uygulanmaktadır.

TSXV tarafından yönetilen NEX kurulu (NEX kurulu: TSXV borsasından ayrı bir ticaret kurulu olup, mevcut TSXV borsa standartlarını sağlayamadığı için işlevi

durdurulan listelenmiş firmalarla ilgili ticari bilgiler veren ve devir almayı fırsatlarını sağlayan bir kuruldur), listelenen öncü şirketlere ek bir kaynak için potansiyel sağlamaktadır. Bu durum, böyle özel bir şirketin hissedarlarına listelenmiş bir firmanın olanakları ile birleşmesini sağlamaktadır [28], [29].

#### **4.1.4. CPC Programı (Capital Pool Company Program - CPC)**

Sermaye Havuz Şirketi (CPC) programı TSXV tarafından özel olarak sunulan bir listelenme aracıdır. Bu program, aşağıdaki adımları içeren, iki aşamalı bir süreçtir:

##### **1. Adım: Sermaye Havuz Şirketi (CPC)**

###### CPC'yi oluşturmak:

- İş ve özel şirket deneyimi olan en az 3 bireyin 100.000 \$ ile ve bunun yanında şirket hisselerinin %5'in den fazlasına sahip olduğu bir şirket kurulmaktadır.
- Bu kurucular ve şirketi (CPC), kurulmuş ancak henüz faaliyetlerine başlamamış yeni bir şirket (Buna finans dünyasında shell company denmektedir) ile birleşilir. Katılımcı hisseleri, borsada sermayeyi şekillendirmek için minimum 0,05 \$'dan ve prospektüse göre müteakip hisse satışlarının %50 oranındaki fiyatına göre satılmalıdır.
- CPC ve danışmanları, yönetimin niyetini gösteren bir belge hazırlayarak CPC hisselerini başlangıç bedeli üzerinden sigorta değerinin iki katına satarak 200.000 ile 4.750.000 \$'a ulaşmayı ve yeni potansiyel satın almaları hedeflenmektedir.

###### Hisselerin satışı:

- CPC kabul görmüş menkul komisyonlarla tüzüğünü hazırlar ve TSXV' ye listelenmek üzere başvurur.
- Tüzük uyarınca alım satım işlemlerine aracılık eden "Broker" tarafından CPC hisseleri 200 farklı hissedara en az 1000 pay olmak üzere satar. Satın alma işlemi yapan hiçbir şahıs, arza sunulandan %2'si ve satın alanın ortaklığı bulunan hiçbir kuruluş %4'ünden fazla hisse satın alamaz.

- Hisse satışı tamamlandıktan ve işlem sonuçlandırıldıktan sonra CPC TSXV’de işlem yapılmak üzere listelenmiş olmaktadır. “P” sembollerini içeren firmalar CPC firmaları olarak tanımlanmaktadır.

## 2. Adım: Yeterlilik işlemi

### Kazanımı duyurma:

- 24 ay içinde, CPC yeterlilik işlemi ve kayıt olma adına, bu işlemi gerçekleştirmek ve prensipte bir anlaşmaya girdiğini duyurmak üzere bir haber bülteni ile anlaşmaya vardığı haberi yayımlar.
- CPC yapılacak işi, taslak halinde bir beyan veya tanıtım dosyası şeklinde hazırlar.
- TSXV hazırlanan bu belgeleri inceler ve asgari listelenme şartlarını karşıladığından emin olmak için değerlendirir.

### Anlaşmaya varılması:

- Hissedarların onayı gerekmeksizin, doldurulan anlaşma veya belgeler, yeterlilik işlemi bitikten sonra en geç 7 iş günü içerisinde SEDAR’a (www.sedar.com) postalanmaktadır. Postalanmayla süreç sonlanmakta firmanın borsaya katılımı sağlanmaktadır.
- Anlaşmaya varılmasıyla birlikte firmanın isim değişikliği ve halka arzı gerçekleştirilmektedir.
- Böylece firmanın borsa için kısaltılmış sembolünden “.P” kaldırılmakta, firma TSXV borsasında yasal olarak listelenmiş olmaktadır [28], [29], [32], [38].



**Şekil 4.3.** İşlem yapabilme yeterliliğinin anatomisi

2016 yılı verilerine göre CPC programını uygulanmaya başlandığı 1986 yıldan bu yana:

- 2400'in üstünde CPC oluşturulmuştur.
- %86'sının, yaklaşık 2050 firmanın borsaya kayıt işlemi tamamlamıştır.
- Oluşturulan CPC'lerden 81 adedi halen TSX'de işlem görmektedir.
- 2011-16 yılları arasında CPC firmaları TSXV'de 6,8 milyar \$, TSX'de ise 18,5 milyar \$ değerine ulaşmıştır [33].

2010 Yılı verilerine göre;

- 342 adet terfi eden firma TSX'de işlem görmektedir ve bunlardan 103 adedi CPC yönetimiyle gelişimini tamamlamış firmalardır.
- 2010 yılında ise toplam 128 adet firmanın borsaya kaydı gerçekleştirilmiştir. Bu firmaların;
  - 78'i maden
  - 16'sı petrol ve gaz
  - 6'sı teknoloji
  - 5 tanesi ise yenilenebilir ve temiz teknoloji firmalarıdır [29].
- Nisan 2019 yılı verilerine göre şu anda toplam 80 adet maden firması ticarete başlamak üzere CPC olarak bulunmaktadır [34].

#### **4.1.5. TSX'e Geçiş / Terfi (Graduation to Toronto Stock Exchange)**

TSX'e terfi şirket için, kendi profilini, likiditesini ve sermayesini arttıracak stratejik bir fırsattır. Aşağıda TSX borsası ile ilgili istatistiksel veriler sıralanmaktadır;

- 630 adet TSXV'ye kayıtlı firma 2000 - 2016 arası TSX'e terfi etmiştir [33].
- TSX'e geçen firmalar 222,5 milyar \$'lık piyasa sermayesine ulaşmıştır.
- Piyasa sermayesi 1 milyar \$'ı aşmış TSX firmalarının 19%'u TSXV'den terfi etmişlerdir.
- TSX bileşik endeksin bileşenlerinin 21%'i TSXV'den terfi eden firmalardır [29].

#### 4.1.5.1. Üst Borsaya Terfi Etmenin Faydaları

TSXV'den TSX'e geçiş kararı, şirket içi koşullarının dikkatli bir şekilde değerlendirilmesine dayandırılmaktadır. TSX'de listelenmenin getirdiği faydaları şunlardır [29], [33], [35]:

- Sermaye artırımına imkan sağlamaktadır; 2010 yılında TSXV'den TSX'e geçen firmaların toplam sermayeleri 9.8 milyar \$'dan 44.1 milyar \$'a yükselmiştir.
- Kıdemli borsa yönetim kurulunun minimum standartlarını karşılayacağı için iyi bir itibar kazandırmaktadır.
- Yüksek görünürlük; TSXV terfi edip TSX'de işlem görmeye başlayanlar ortalama 5 analizci tarafından incelenmektedir.
- Kurumsal sermayeye erişim olanağı sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar 15 milyar C\$ üzerinde TSXV'den terfi edenler firmalara yatırım yapmıştır.
- Dünya piyasalarındaki likidite (sıcak para) akışı sağlanmaktadır. TSX'in yaklaşık %40 ticareti uluslararası merkezli yatırım bayileri kökenlidir.
- Bloke politikaları TSX'e terfiden sonra azalabilmektedir.
- Gelişmiş hisse senedi yatırım olanakları sağlamaktadır.

#### 4.1.5.2. Üst Borsaya Terfinin Kolaylığı

Üst borsaya geçmek kolay ve borsa kuruları tarafından yardımcı olunan bir süreçtir [36].

#### Çizelge 4.2. Üst borsaya terfi

Elverişli süreç	TSXV'deki katılımcı bilgileri firma onayı ile birlikte kolaylıkla TSX'e aktarılabilir.
Düşük listelenme ücreti	TSX başvuru ücreti TSXV iştirakçileri için alınmaz ve TSX'e girdikten 90 gün sonra alınmak üzere işlem ücreti için bir kredi olanakları sunulur.
Sponsorun feragatı	Sponsor taleplerinden nitelikli TSXV iştirakçileri için birçok durumda feragat edebilir.
Borsa desteği	Borsa personeli ile terfi süreci ve zamanlamasını gözden geçirmek için zaman çizelgesi oluşturulmasına, yardımcı olmak adına ön toplantı yapılır.

## Üst Borsaya Terfinin adımları;

### 1. Aşama: Danışma toplantısı

Bir üst seviye borsaya geçişin uygunluğunu belirlemek için Toronto borsasında iş geliştirme personeli ile bir danışma toplantısı ayarlamak ve daha ayrıntılı olarak terfi adımlarını tartışılması.

### 2. Aşama: Başvuru

TSX'de listelenme başvurusu ve belgeler sunulması.

TSX'de listelenme başvurusu 3 ana bölümden oluşmaktadır;

#### 1. Başlıca listelenme belgeleri:

Halka sürekli sunulan yıllık bilgi formu; A.B.D.'li katılımcılar için kullanılan yıllık rapor "Form 10K", yabancı katılımcılar için kullanılan yıllık rapor "Form 20-F" veya Toronto Menkul Kıymetler Borsası tarafından ön izne tabi olduğuna dair alınmış eşdeğer belge sunulmaktadır.

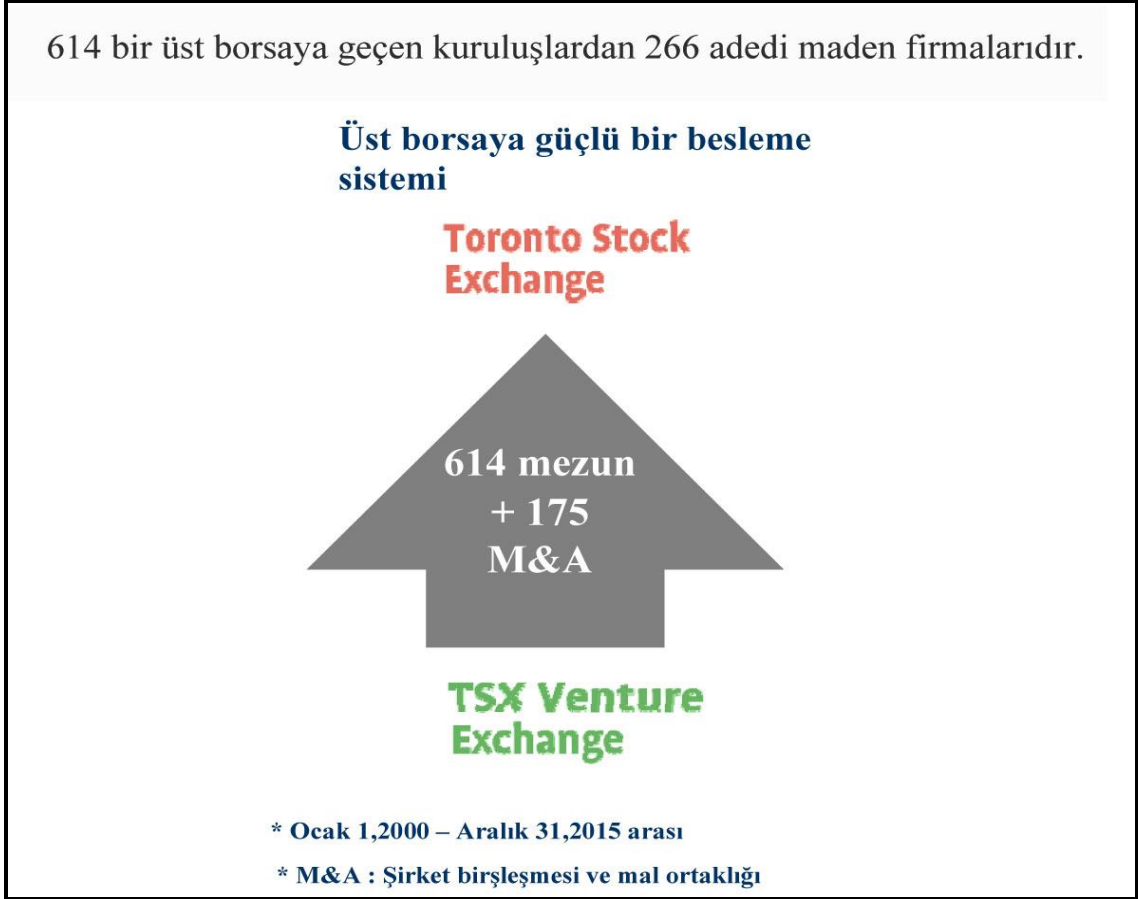
#### 2. TSX'de Listelenme Başvurusu:

Listelenme belgesindeki bilgiler eksiksiz doldurulmalıdır. TSX'de listelenme başvurusunda aşağıdaki belgeler talep edilmekte, bu belgeler daha önceden verilmişse de tekrar istenmemektedir;

- Yetkili ve diğer çalışanların adli sicil belgesi ve TSX kanuni uygunluk bildiri ve/veya TSX kişisel bilgi formu,
- Denetlenmiş finansal durum ve en yakın yılın çeyrek bilançoları,
- Maden sektörü için istenilen teknik raporu (NI 43-101),
- Projenin kaynakları ve fonların kullanımı,
- Serbest ticarete konu menkul ve güvenlik sahiplerinin sayısını gösteren raporlar (Başvuru Ekleri 1 ve 2).

#### 3. Listelenmek için onay adımı:

TSX listelenme komitesi listelenme başvurusunu gözden geçirir ve listelenme için belgeleri onaylar. TSX'de ticaret başlanması için talep edilebilecek diğer belgelerin sunulması ile birlikte TSXV'den silinme ve TSX'de başlayan ticaret ile ilgili koordineli bir şekilde yardımcı olmaktadır [36].



**Şekil 4.4.** Ocak 2000 – Aralık 2015 yılları arası TSXV'den TSX'e terfi [37]

16 yıllık bu süreç içerisinde toplam 614 adet üst borsaya geçiş olmuştur. Bu firmalardan 266 adedi ise maden firmasıdır [37].

#### **4.1.6. Özel Amaçlı Kurulmuş Satın Alma Şirketi Yöntemi (Special Purpose Acquisition Corporation - SPAC)**

“SPAC” yani “Özel Amaçlı Kurulmuş Satın Alma Şirketi” yöntemi (bir başka deyişle menkul kıymetler ve yatırım ortaklığı) doğrudan TSX'e kayıt olmak amaçlı alternatif bir listelenme yöntemidir.

Bu program, geleneksel IPO programından farklı olarak, hiçbir ticari işlem yapmamış veya mal varlığı olmayan ancak maddi varlıklar içeren bir şirket oluşturmak için deneyimli yönetim ve görevliler sağlamaktadır. SPAC sermayesini en az 30 milyon Kanada dolarına yükseltip daha sonra IPO yolu ile TSX'de listelenmeye başlamaktadır. IPO seviyesine yükseldikten sonra fonlarının %90'ı gelecekte kullanılmak üzere emanette tutulmaktadır.

SPAC, TSX’de listelenmesinden sonraki 36 ay içerisinde, bir varlığa, işe ya da işletmeye yatırım fırsatı olarak “Kalifiye Kazanım” (Qualifying Acquisition) statüsüne geçmelidir. TSX listelenme şartlarına uygun şekilde, kalifiye kazanımını tamamlayan SPAC’ın hisseleri uygun olarak TSX’de ticaretine devam etmektedirler [39].

#### **4.1.7. Listelenme Adımları**

Toronto borsalarında listelenmek için sürece başlama genel olarak aşağıdaki şekildedir;

- Firma halka arz olma kararını kendi iş hedefleri ile tutarlı olup olmadığını belirlemek. Bunun için;
  - İş planları ve politikası incelenir,
  - İleriki iş planların da dış finansmanın gerekli olup olmadığını belirlenir,
  - Son 5 yıllık tabloları incelenerek mali durumu gözlemlenir,
  - Halka arz olma durumun da vergi sonuçlarını değerlendirilir,
  - Yönetimin halka arz olmaya hazır olup olmadığını belirlenir.
- Halka arz olmuş bir firma zihni geliştirmek.
- Firmanın geçmişe dönük faaliyetlerinin nasıl anlatacağını belirlemek.
- Firmanın, şirket içi belgelerinin içeriğini hazırlamak ve durum tespitinin etkin bir şekilde tamamlanması için organize etmek.
- Mevcut yönetim kurulunu idarecilerinin, halka arz olacak bir firmanın mevzuatına uygun olup olmadığını belirlemek. Talep edilen düzenlemeleri TSX Firma Rehberi (TSX Company Manual) ve TSXV Kurumsal Finansman Rehberi (TSXV Corporate Finance Manual) de bulunmaktadır.
- Yönetim toplantıları ve sonuçlarını değerlendirmek. Bunun için;
  - Profesyonel danışmanlar,
  - Sponsor (sigortacı/yatırımcı, satıcı),
  - Denetleyici,
  - Avukat (menkul kıymetlerden anlayan),



- Profesyonel yatırımcı ilişkilerinden destek alınmalıdır.
- Yönetim, profesyonel danışmanlar ve borsa kurulu ile şirketin minimum listelenme taleplerini yerine getirip getiremeyeceğini tayin etmek.
- TSX ve TSXV şirket yönetim kurulunun talebine uygun bir organizasyon içermek. Bu organizasyonun içeriği şöyle olmalıdır;
  - Yönetim kurulu borsa piyasaları ve maden sektörü ile ilgili deneyimine sahip olmalı,
  - En az 2 bağımsız (serbest) yönetici olmalı,
  - Ataması yapılmış olan CEO, CFO ve Müdür yardımcısı bulunmalıdır.
- TSX iş geliştirme müdürü ve kurumsal profesyonel finans kuruluşları ile görüşmek.
- Profesyonel danışmanın listelenme işlemine başlamak.
- Karşılaştırmalı finansal çizelgeleri hazırlamak.
- Hisse senedi ticaretinin başlaması için durum tespitine ve insanları hisse alımına yöneltmeye başlamak.
- Listelenme yöntemlerinden hangisinin en iyi olacağını belirlemek.
- İşlemin bir ön değerlendirilmesinin yapılması için TSX ile yakın temasta olmak;
  - Firma ve avukatın yasal belgeleri hazırlaması,
  - Yönetimin finansal durumları da içeren yasal ve destekleyici belgeleri, TSX ve ilgili menkul kıymet komisyonları ile hazırlaması,
  - TSX ve/veya menkul kıymet komisyonlarının bu yasal belgeleri inceleyerek, herhangi bir eksiklik durumunda firma ve profesyonel danışmanlarıyla bağlantıya geçmesi,
  - Firmanın koşullu onayı alması,
  - Firmanın ve profesyonel danışmanların, tüm eksiklikler için düzenleyici yetkililerin memnuniyetini sağlanması

İle birlikte şirket onayı alır ve borsada işlem görmeye başlamış olur [31], [32], [33].

#### 4.1.8. TSX ve TSXV'de Listelenme Başvuru Ücretleri ve Aidatlar

Çizelge 4.3.'de TSX'de Çizelge 4.4.'de ise TSXV'de listelenme ücret tarifeleri görülmektedir.

##### Çizelge 4.3. TSX listelenme ücret tarifesi

İlk Başvuru Ücreti	5,000 \$
Üyelik Ücreti	60,000 \$
Borsada henüz ticarete başlamayan firmanın üyelik ücreti	15,000 \$
Sağlanan Kredi	45,000 \$
Aylık Aidat	1,500 \$

Not: 45,000 \$'lık kredi firmanın borsada listelendiği ve ticarete başladığı ilk bir yıl için verilmektedir [40].

##### Çizelge 4.4. TSXV listelenme ücret tarifesi

İlk Başvuru Ücreti	1,000 \$
Üyelik Ücreti	30,000 \$
Borsada henüz ticarete başlamayan firmanın üyelik ücreti	7,500 \$
Sağlanan Kredi	22,500 \$
Aylık Aidat	750 \$

Not: 22,500 \$'lık kredi firmanın borsada listelendiği ve ticarete başladığı ilk bir yıl için verilmektedir [40].

Girişimciler borsası olan TSXV'de ücret ve aidatlar daha düşük seviyelerde tutulmuştur. Çizelgelerde verilen fiyatlar zaman içinde değişkenlik gösterebilmektedir. Katılımcılar herhangi bir ücret tarifesi değişikliği durumunda bilgilendirilmektedir.

#### 4.1.9. Maden Sektörünün TSX ve TSXV'de Listelenme Kriterleri Özeti

TSX ve TSXV özellikle maden sektörü için bazı listelenme kriterlerine sahiptir. Çizelge 4.5.'de bu kriterler gösterilmiştir.

**Çizelge 4.5.** Teknik listelenme gereklilikleri [31], [32], [33].

<ul style="list-style-type: none"><li>• En az bir maden sahasına sahip olmak</li><li>• Yönetimle ilgili kayıtlar ve deneyim</li><li>• Yeterli çalışma sermayesi ve/veya maden sahası ömrü, rezervi</li><li>• NI 43-101 Raporu</li><li>• Arama ve geliştirme çalışmaları veya üretim gereksinimleri</li></ul>
--

Çizelge 4.5'de maden arama ve maden üretici firmalar için Toronto Borsalarında listelenme koşulları gösterilmiştir. Yeterli maden sahası ömrü, çalışma sermayesi ve NI 43-101 teknik raporu en önemli kriterler arasındadır.

**Çizelge 4.6.** Maden arama ve maden üretici firmalar için listelenme koşulları özeti ve diğer detaylar [31], [32];

	TSXV		TSX		
	TSXV 1. Kademe	TSXV 2. Kademe	TSX muafiyetsiz arama ve geliştirme Safhası	TSX Muafiyetsiz Üretici	TSX Muafiyetli
Maden Sahası Koşulları	Maden sahasının cevherine olan ilgi <sup>4</sup> olmalıdır.	Detay aramaya gereken özeni vermek <sup>5</sup> veya detay aramaya önem vererek borsalar açısından kazanma sinyali verecek, son üç yıl için minimum 100.000 C\$'lık arama harcaması yapılarak borsalara önemli bir kanıt gösterilmelidir.	Gelişmiş Maden Arama Sahaları <sup>2</sup> Bu sahanın minimum %50 sinin sahibi olunmalıdır <sup>3</sup> .	3 yıl içinde bağımsız Yetkin Kişi tarafından görünür ve muhtemel rezerv tahminleri yapılmalıdır. (Üretim yapılmıyorsa, üretim kararı verilebilir)	3 yıl içinde bağımsız Yetkin Kişi tarafından görünür ve muhtemel rezerv tahminleri yapılmalıdır.
Tavsiye edilen Çalışma Programı	Jeolojik raporlar yardımıyla 500.000 C\$'lık 1. Kademe maden araması olmalıdır.	Jeolojik rapor <sup>6</sup> vasıtasıyla tavsiye edilen 200.000 C\$'lık detay arama yapılmalıdır.	Bağımsız teknik raporlar ile tavsiye edilen <sup>6</sup> 750.000 C\$'lık gelişmiş maden araması <sup>2</sup> yapılmalıdır.	Maden ticari bir üretime dönüştürmelidir.	Ticari seviyede madencilik faaliyetlerinde bulunulmalıdır.
Çalışma Sermayesi ve Finansal Kaynaklar	Belirlenen çalışma programını uygulamak veya 18 aylık iş planını yürütmek üzere yeterli çalışma sermayesi ve finansal kaynaklar için boşta bulunan 200.000 C\$'lık bir fon oluşturulmalıdır.	Belirlenen çalışma programını uygulamak veya 12 aylık iş planını yürütmek üzere yeterli çalışma sermayesi ve finansal kaynaklar için boşta bulunan 100.000 C\$'lık bir fon olmalıdır.	Tavsiye edilen programları tamamlamaya etkin + 18 aylık genel ve yönetim harcamalarını, beklenen saha ödemelerini ve sermaye harcamalarını karşılayacak, minimum 2.000.000 C\$'ı karşılayacak sermaye olmalıdır.	Maden sahasını ticari üretime geçirmek ve tüm bütçe sermaye gideri ve işin devamlılığını sağlamak için yeterli miktarda fon ayrımı ve uygun sermaye yapısı bulunmalıdır.	İşi yürütmek için yeterli işletme sermayesi ve uygun sermaye yapısı bulunmalıdır.
Net Maddi Varlıklar, Kazançlar veya Cirolar	2.000.000 C\$ net maddi varlık bulunmalıdır.	Talep edilmez	3.000.000 C\$ net maddi varlık olmalıdır.	4.000.000 C\$ net maddi varlık; bir fizibilite çalışması ya da tarihsel üretim ve finansal performansı ile desteklenen	7.500.000 C\$ net maddi varlıklar; Son mali yılda devam eden faaliyetlerden ötürü vergi öncesi karlılık; son iki mali yıl için

				gelecekteki makul karlılığını gösteren kanıtlar bulunmalıdır.	ortalama 500.000 C\$ ve son mali yıl için vergi öncesi 700.000 C\$ nakit akışı olmalıdır.
Diğer Kriterler	Çalışma programının tamamlanması ile birlikte teknik rapor <sup>6</sup> hazırlanması tavsiye edilmektedir.		Bağımsız Yetkin Kişiler tarafından hazırlanmış kapsamlı teknik rapor <sup>6</sup> ve CFO tarafından imzalanan 18 aylık (çeyrek periyotlarda) kaynak ve fon kullanımını projeksiyonu güncellemesi gerekmektedir.		Bağımsız Yetkin Kişiler tarafından hazırlanmış kapsamlı teknik rapor <sup>6</sup> güncellemesi gerekmektedir.
Yönetim ve Yönetim Kurulu Üyeleri	Yönetim ve yönetim kurulu üyeleri şirketin iş ve sanayisi hakkında, bunun yanında halka arz olmuş şirketler ile ilgili yeterli derecede deneyim ve teknik uzmanlığa sahibi olmalıdır. Şirketin en az iki bağımsız yöneticiye sahip olması talep edilmektedir.				
Dağıtım, Piyasa Değerinin Tespiti ve Halka arz	1.000.000 hissenin halka arzı; 250 adet ayrı ve paylarına ait hiçbir satış kısıtlaması bulunmayan hisse senedi sahibi; katılımcı firmanın %20 hissesi ayrı şahıslarda olmalıdır.	500.000 hissenin halka arzı; 200 adet ayrı ve paylarına ait hiçbir satış kısıtlaması bulunmayan hisse senedi sahibi; katılımcı firmanın %20 hissesi ayrı şahıslarda olmalıdır.	Halka açık 4.000.000 C\$, 1.000.000 serbest ticarete bulunan hisse senedi; 300 adet ayrı hisse senedi sahibi bulunmalıdır.		
Sponsorluk	Sponsor raporu talep edilebilmektedir.		İstenmektedir (3. Kişinin çabalarıyla feragat edilebilir).		İstenmez.

(2) "Gelişmiş Maden Arama Sahaları" maden zonu 3 boyutlu olarak belirlenmelidir. Tespit edilen maden zonu ekonomik olarak oldukça ilgili çekici tenördedir.

(3) Firma işlem yapılan maden sahasının %50 sine sahip olmalıdır. Firma maden sahasının %50'sinden az mülkiyet sahibiyse bu durum stratejik ittifaklara ve maden sahasının sonraki süreç, adım ve programlarına bakılarak dikkate alınacaktır.

(4) Maden sahasının önemli jeolojik özelliklere sahip olmalıdır;

- İştirakçilere maddi çıkar sağlayacak özellikte,
- Detaylı jeofizik, jeolojik ve/veya jeokimyasal ölçme ve en azından başlangıç safhasındaki sondaj veya detaylı örnekleme çalışmaları (yarma veya yeraltı işletmesi ön çalışmaları) tamamlanmış,
- Sondaj veya diğer detaylı örnekleme sonucunda potansiyel ekonomik veya ekonomik cevher tespit edilmiş,
- Daha önceki arama sonuçlarına dayanan minimum 500.000 C\$'lık sondaj çalışmaları ile hazırlanan bağımsız bir teknik rapor veya bağımsız bir pozitif fizibilite çalışması sonucunda üretim kapasitesine sahip nakit akışı sağlayacak maden sahasıdır.

(5) Minimum %50 ilgi olmalıdır.

(6) Uluslararası bir belge olan NI 43-101 (Maden projeleri için MVR standartları veya benzeri bir belgeye bağlı kalınarak hazırlanmış maden sahasının) teknik raporu bulunmalıdır.

## 5. BORSADA LİSTELENMENİN AVANTAJLARI VE TÜRKİYE İÇİN MODEL ÖNERİSİ

Borsada listelenmek genel anlamda günümüze firmalar için pek çok avantajı yanında getirmektedir. Maden firmaları içinde her türlü yatırımlarını geliştirmek adına özellikle gerekli olan sermayenin uygun şartlarda, kalıcı biçimde bünyeye getirilmesine olanak sağlamaktadır.

Borsada listelenmenin Toronto Borsalarında olduğu gibi kendisini hazır hisseden ülkemizin büyük maden firmaları ve özellikle KOBİ'leri içinde faydaları olacaktır. Bunları;

- Sermaye ihtiyacının karşılanması,
- Tüm ortaklara finansal akışın sağlanması,
- İstikrar, şeffaflık ve güven ortamı sağlanacağı için itibar görmesi,
- Yaygın tanıtım sağlanması,
- Kurumsal yönetimin tesis edilmesi şeklinde sayabiliriz.

Ayrıca BIST bünyesinde oluşturulmuş "Gelişen İşletmeler Piyasası" da KOBİ'lere bir nevi kaynak temin edilmesi amacıyla kurulmuştur.

### 5.1. TSX ve TSXV'de Listelenmenin Avantajları

TSXV'de listelenmek özellikle büyüme ve finans arayışındaki firmalar için halka kadar inen ticari bir girişim, yatırımcılar içinde düşük maliyetli yatırım fırsatları sağlamaktadır.

Bununla yanında TSXV'de listelenerek yeterli düzeye ve şartlara gelindiğinde TSX'e geçiş, şirket ve yatırımcıları için daha büyük hedeflere ilerleme olanakları sunmaktadır.

#### 5.1.1 Neden TSXV Borsasında Listelenmeli?

TSXV'de listelenmenin avantajları arasında;

- Listelenme finansal aralığının 500 bin \$ ile 20 milyon \$ olması
- Çoklu finansal döngüler; sağlam destekli ve zeminli yatırım fırsatları
- Uygun katılım ücreti ve kredilendirme

- Çalışanlar için hisse senedi seçenekleri
- Yön gösterme olanakları
- Üst düzey pazarlara sağlam adım atma
- TSX'e terfi için uygun bir yolu olması
- TSXV'den terfi eden firmaların oldukça düzgün bir sicili olması şeklinde sayabiliriz [32], [33].

### 5.1.2. Neden TSX ve TSXV Borsaların da Listelenmeli?

Toronto Borsaları; güvenilirliği, şeffaflığı, standartları ve ticarete yaratıcı yaklaşımlarıyla birlikte, sermayeyi artırmaya yönelik hareketli bir piyasadır. Bununla birlikte tüm dünyadan olan maden firması katılımcılarıyla birlikte ayrı bir önem arz etmektedir. Bunun nedenleri ise şunlardır;

- Kanada, rezervler ve KOBİ şirketleri için tercih edilen bir pazar olması,
  - Enerji, rezerv listeleri ve finansal açıdan en küresel oyuncudur.
  - Birçok sektörden çeşitli katılımcılar listelenmektedir.
- KOBİ'leri destekleyen ve teşvik eden standart tabanlı bir borsa olması,
  - TSX/TSXV'de listelenmek için özel ürünler imkânı (CPC - Sermaye havuz şirketi programı gibi)
- Son beş yıl içinde sermaye yatırımlarının istikrarlı bir şekilde büyümesine olanak sağlaması,
- Güçlü hisse senedi kültürü olması (Kanadalıların %50'sin den fazlası yatırımlarını hisse senetleri ile değerlendirmektedir),
- Güçlü ticari likidite olması (işlem hacmi son beş yılda ikiye katlanmıştır),
- TSX'de daha düşük işlem maliyetlerinin söz konusu olması,
- Firmalara ait analiz ve denetimleri genellikle daha erken dönemlerde yapılması,
- ABD sermayesine düzenleyici yüksek maliyetler olmadan erişim,
- Küresel fark edilirlilik,

- Çok çeşitli hukuki bilgilendirme sistemi ile ABD pazarına erişim kolaylığı,
- Kanadalı düzenleyici komisyonların ve borsaların müşteri odaklı olması,
- TSX'in analiz ve denetimleriyle listelenmenin faydalarını gören firmalar, kurumsal ve bireysel yatırımcılara, likidite ve aktif bir ikincil finansman piyasasına ulaşmasının sağlanması,
- TSX ve TSXV'de listelenmiş firmaların uygun bir ürün ve hizmet desteği sağlamasını sayılabilir [32], [33].

## **5.2. Genel Anlamda Borsalarda Listelenmenin Avantajları**

Günümüz ekonomisinde küreselleşmenin etkileri daha fazla hissedildikçe sermayeye olan ilgi ve ihtiyaç da artmaktadır. Bu kapsamda firmalar piyasadaki atıl fonlara erişebilmek için hisselerini belli oranlar ile halka satarak uzun vadeli kaynak elde edebilmektedir. Bu şekilde sermaye ihtiyacı olan firmalara uzun vadeli fon kaynağı etkin bir yoldan sağlanmakta ve ekonomik gelişim desteklenmektedir.

Bir başka deyişle, firmalar faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu kaynaklar borç olarak elde edilen dış kaynak veya firma ortaklarından sermaye yoluyla ya da firma faaliyetleri sonucu elde edilen kar yoluyla sağlanan öz kaynak şeklinde olabilmektedir. İki kaynak şeklinin de firmaya bir maliyeti bulunmaktadır. Bu maliyet dış kaynaklarda faiz maliyeti, öz kaynakta ise ödenmesi gereken ve ortaklar tarafından belli bir taban limitte beklenen temettü geliridir. Firma yönetimi için hangi kaynak ucuza geliyorsa, o kaynaktan faydalanma yoluna gitmeyi tercih edecektir. Öz kaynak yoluyla senet ihracı firmaya daha ucuz geliyor ise halka arz olma yoluna gitmektedirler.

Bunun yanında, firma ortakları halka açılmayı bir tanıtım ve reklam yolu olarak görebilir ve halka arz olmaya karar verebilmektedir.

Sonuçta, borsa yoluyla firmanın piyasa değeri de oluşacağı için, bu bir performans ölçütü olarak da kullanılabilir. Unutulmaması gereken bir noktada, ülkemiz vergi mevzuatının halka arz olmuş firmalara indirim olanağı sunmasıdır [1], [3].

### **5.3. Borsa İstanbul'da Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)**

Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip firmaların sermaye piyasalarından kaynak sağlamak hedefli ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak amacıyla BİST bünyesinde kurulan ayrı bir piyasa, Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP) olarak adlandırılmıştır.

GİP bu potansiyele sahip küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin paylarını halka arz etmek suretiyle sermaye piyasalarından uzun vadeli ve geri ödemesiz kaynak sağlama amacıyla kurulmuş piyasalardır. GİP'te, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından kayda alınmış, ancak BİST listelenme şartlarını sağlamayan firmaların payları işlem görmektedir [42], [43].

#### **5.3.1. GİP'te Aranılan Şartlar**

Anonim şirket statüsünde olan firmalar sadece GİP'te işlem görebilecek olup, bu şirketlerin paylarının GİP listesine kabulü için karlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri büyüklüğü gibi herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır. GİP'e başvuracak firmanın kotasyon yönetmeliğinde belirtilmiş pay piyasası listelenme şartlarını sağlamıyor olması istenmektedir [42], [43].

#### **5.3.2. İşlem Görme Şartları ve İşlem Kayıt Süreci**

GİP'te hayat eğrisinin başlarında olan firmaların sermaye temin etmek hedefli, öz kaynaklarını artırmaları ve sağladıkları finansman ile büyüme hızlarını artırarak orta/büyük ölçekli şirket seviyesine ulaşmaları ve ülkemiz ekonomisine sağlayacakları katkının kalıcı olması amaçlanmaktadır.

Bu nedenle, GİP'te sadece sermaye artırım yöntemiyle pay halka arzına izin verilmektedir. Ortak satışı yöntemi yani hisse alım satım işlemleri yapabilmek GİP'te mümkün değildir. Ancak mevcut ortakların GİP'te birincil ve ikincil piyasadan pay alabilmelerine ve sonradan bunları satabilmelerine ilişkin herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır.

Diğer yandan, Pay Piyasası'nda işlem görebilecek büyüklüğe erişmiş şirketlerin birincil pay halka arzında "Talep Toplama Yöntemiyle Borsa Dışında Halka Arz" ve "Borsa'da Halka Arz" olmak üzere iki yöntem kullanılabilme olanağı var iken, GİP'te pay halka arzında sadece "Borsa'da Halka Arz" yönteminin kullanılması zorunludur. GİP'te "Borsa'da Halka Arz" yöntemi



uygulanarak gerçekleştirilen halka arzın tamamlanmasını takiben şirket payları GİP'te ikincil piyasa işlemlerine konu olmaktadır.

GİP'e giriş süreci:

- 1) “Piyasa Danışmanı” ile hazırlık süreci ve GİP listesine kabul için hazırlanan rapor ile BİST'te başvuru,
- 2) Şirket paylarının halka arzı yöntemi ile satmak üzere bir “Aracı Kuruluşla” anlaşma,
- 3) SPK tarafından yetkilendirilmiş “Bağımsız Denetim Şirketi” ile anlaşma,
- 4) Şirket genel kurulunun sermaye piyasası mevzuatı gereği “Sermaye Artırımı ve Ana Sözleşme Değişikliğini” yapması,
- 5) Şirket paylarının satışı için “Fiyat Belirlenme” raporunun hazırlanarak ilan edilmesi,
- 6) “Başvuru Dosyası Hazırlığının” yapılması,
- 7) “SPK ve Borsa İstanbul Başvurularının” yapılması,
- 8) BİST tarafından Kamu Aydınlatma Platformuna (KAP) yapılan bildirimle “GİP Listesine Kabul ve İşlem Görme” sürecinin tamamlanması şeklindedir.

Payları GİP'te işlem gören firmalar, işlem görmeye başladığı tarihten iki yıl sonra, BİST kotasyon yönetmeliğinde belirtilen ana pazar şartlarının sağlanması halinde borsada işlem görmek üzere başvuru yapabilmektedirler [42], [43].

### **5.3.3. GİP'te İşlem Görecek Payların Saklanması, Alım-Satımı ve Takas İşlemleri**

GİP'te işlem görececek paylar Merkezi Kayıt Kuruluşu sisteminde kayıt altına alınarak izlenmektedir. GİP'te işlem gören payların saklama ve takas işlemleri Pay Piyasası ile aynı şekilde yürütülmekte ve alım satım işlemleri de yine Pay Piyasası ile aynı elektronik işlem platformu üzerinde yapılmaktadır. GİP'te işlemler, Pay Piyasasında işlemlerin gerçekleştiği seans ve saatlerde gerçekleştirilmektedir. Yapılan alım satımlar sermaye piyasası mevzuatına tabi olarak Elektronik Alım Satım Sistemi'nde GİP Yönetmeliği ve GİP İşlem Esasları

Genelgesi hükümlerine göre gerçekleştirilmektedir. Alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesinde “Tek Fiyat” işlem yöntemi uygulanmaktadır. Bir piyasa yapıcısının bulunduğu işlem sıralarında ise “Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede” işlem yöntemi uygulanmaktadır. Gerçekleşen işlemlerin nakit ve menkul kıymet takası Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takas bank) tarafından yapılmaktadır. GİP’te gerçekleşen işlemler için Borsa üyelerinden Pay Piyasası ile aynı oranlarda Borsa payı alınmaktadır.

GİP’te, payların ve nakdin teslimi/alınması işlem günü + 2 iş günü içersin de Takas bank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu aracılığıyla yapılmaktadır. GİP’te paylar TL üzerinden alınıp satılmaktadır [42].

#### **5.3.4. GİP’te İşlem Görmenin Şirkete Faydaları**

GİP işlem görmenin firmalara sağladığı bir takım faydalar bulunmaktadır. Bunlar şöyle sıralanmaktadır;

1) Finansman kaynağı kolaylığı:

Şeffaf, organize, düzenli ve güvenilir bir piyasada, sermaye oranı artan firmanın borçlanabilme kapasitesi de artmakta ve finans bulması kolaylaşarak ucuzlayacaktır.

2) Fiyat oluşumu ve likidite sağlama:

Borsada işlem gören paylar kredi işlemlerinde teminat olarak kullanılabilir ve atıl duran bu varlık finansman yaratma aracına dönüşebilecektir. Piyasada firmanın pay fiyatının oluşması, şirket değer tespiti içinde bir referans yaratacaktır.

3) Çıkış alternatifi sunma:

Firmanın zaman içerisinde borsada listelenmesi ile birlikte isteyen pay sahibi ortaklar bu paylarını satarak çıkış yapabilecektir.

4) Tanınırlık ve kredibilite sağlama:

GİP’te işlem gören firmalar medyada yer alarak, analizlere konu olacağı için yatırım raporları hazırlanacaktır. Bu raporlar yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara da ulaşacak ve takip edilecektir. Firma hakkında güvenilir,

düzenli ve sürekli bilgi varlığı ile tanınırlığı, finansman temini, ürün hizmet satımını, nitelikli insan kaynağı ve iş ortaklığı olanaklarını artıracaktır.

5) Kurumsallaşma:

GİP'te işlem gören firmalar mali, diğer önemli bilgi ve raporlarını kamu ile paylaşarak yatırımcıların ilgisine maruz kalacaktır. Buda hızlı bir şekilde firmanın yapısını kurumsallaşmasına olanak sağlayacaktır.

6) KOSGEB Teşvikleri:

SPK, KOSGEB, BİST ve Türk Sermaye Piyasaları Birliği tarafından 04.02.2011 tarihinde imzalanan işbirliği protokolü kapsamında GİP'te işlem gören KOBİ'ler için KOSGEB tarafından "Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı" teşviki sağlanabilecektir [42], [43], [46].

**Çizelge 5.1.** 2019 yılı KOSGEB destekleri [44].

Destek Unsurları	Destek Ödemesi Üst Limiti (TL)	Destek Oranı(%)
Piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli (azami 2yıl)	100.000	75
Bağımsız denetim hizmeti bedeli	80.000	75
SPK kurul kaydına alma ücreti, GİP Listesine kabul ücreti, Merkez Kayıt Kuruluşu masrafı	10.000	100
Aracı kuruluşuna ödenecek aracılık komisyonu	300.000	75
Hukukçu Raporu Masrafı	10.000	100

KOSGEB, "Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı" ile üst limiti toplam 500.000 TL olmak üzere, aşağıdaki listede belirtilen değişik şekillerde geri ödemesiz destek sağlanabilmektedir.

### 5.3.5. GİP'te Halka Arz Gerçekleştiren Şirketler

18 Ağustos 2009 yılında resmi gazetede yayınlanan yönetmelikle birlikte yasalaşan ve ilk işlemleri 2011 yılında başlayan GİP sisteminde, bugüne kadar

27 adet halka arz gerekleŒmiŒtir. Bu Œirketler toplam 212 milyon TL kaynak elde etmiŒtirler [46]. Halka arzdand elde edilen kaynağın olumlu etkisiyle faaliyetlerini geliŒtiren ve büyüyen 5 Œirket ise izelge 5.2.'de gösterilmektedir.

**Çizelge 5.2.** Halka arzdand elde edilen kaynağın olumlu etkisiyle faaliyetlerini geliŒtiren ve büyüyen 5 Œirket [46].

nvanı	İŒlem Görme Tarihi	Sermayesi (TL)	GİP Listesi'nde Bulunan Pay Tutarı (TL)	Halka Açıldığında Toplam Œirket Değeri (TL)	Halka Arzdand Sağlanan Kaynak (TL)
<b>Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri retim ve Tic. A.Œ.</b>	04.02.2011	8.000.000	4.000.000	16.320.000	8.160.000
<b>Sanifoam Sünger Sanayi ve Tic. A.Œ.</b>	18.04.2012	36.250.000	3.528.000	163.165.468	15.876.000
<b>Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt San. ve Tic. A.Œ.</b>	28.06.2013	21.000.000	5.000.000	46.200.000	11.000.000
<b>Yayla retim Turizm ve İnŒaat Tic. A.Œ.</b>	22.11.2013	9.350.000	2.500.000	44.880.000	12.000.000
<b>Temapol Polimer Plastik ve İnŒaat San. Tic. A.Œ.</b>	16.12.2013	5.250.000	1.250.000	34.755.000	8.275.000

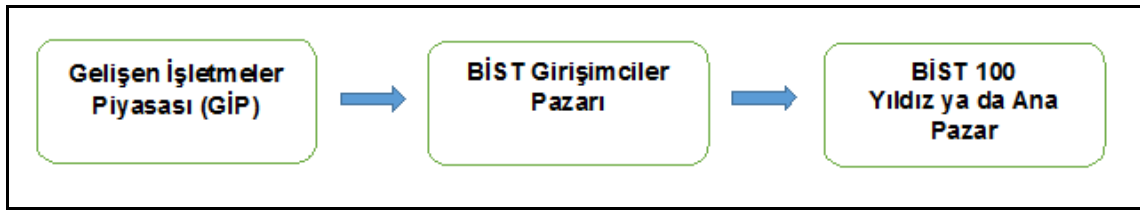
Çizelge 5.2.'de belirtilen firmalar halka arz tarihinden sonra belli bir srenin geçmesi ve gerekli Œartları sağladıkları için baŒvurularının Borsa İstanbul tarafından olumlu değerlendirilmesi neticesinde Ana Pazar'a kabul edilmiŒlerdir ve halen iŒlem görmektedirler.

#### 5.4. Türkiye için Maden Firmalarının Borsada Listelenebilmesi İçin Uygulanabilecek Model Önerisi

Bu çalışmanın 3. Bölümünde TSX ve TSXV borsalarını detaylı bir şekilde incelemiştik. Özellikle Toronto borsalarından biri olan TSXV girişimciler borsası olarak öne çıkmakta ve bu borsada işlem gören pek çok maden firmalarının listelendiğini ve borsa piyasasında işlem yapabilirliğini, TSX'den ayrı bir endeksi olduğu daha önce görmüştür. Aynen bu modelin Borsa İstanbul'a da uygulanabilirliğinin sağlanması sermaye arayan maden firmalarımıza büyük kolaylık sağlayacağı bir gerçektir.

Bu açıdan baktığımızda ülkemiz borsasında bulunan GİP modelin de bazı güncellemeler yaparak daha işlevsel hale getirmek mümkün olabilir. Tıpkı TSXV'de olduğu gibi düşük sermayeli firmalara da piyasada işlem yapılabilirlik özelliği getirilebilecek, BİST100'ün altında BİST Girişimciler Pazarı gibi yeni bir pazar oluşturulabilmesi olanağı vardır. BİST Girişimciler Pazarı da tıpkı BİST100'de olduğu gibi ayrı bir endekste olmalıdır.

Böyle bir sistemle ilgili model önerisi Şekilde 5.1.'de belirtilmiştir.



**Şekil 5.1.** BIST Girişimciler Pazarı model önerisi

Modelimizde “Gelişen İşletmeler Piyasası” adının da borsada listelenmeye hazırlık işlemleri yapılacaktır. 2 yıl beklemeeksizin hazırlık işlemleri bittiğinde ve kurullarca istenilen şartların yerine getirilmesi ile birlikte BİST Girişimciler Pazar’ın da listelenerek, alt pazarda serbest hisse alım/satım işlemlerine başlamış olacaktır. Bu adımda maden firmaları için gerekli şartlar;

- En az bir maden sahasına sahip olmak,
- Yönetimle ilgili kayıtlar ve deneyim,
- Maden sahası hakkında numune, analiz, sondaj, jeofizik vb. teknik bilgiler,
- UMREK / JORC / NI 43-101 veya benzer kodlardan biriyle hazırlanan teknik rapor,

- Yeterli çalışma sermayesi ve/veya maden sahası ömrü, rezervi,
- Arama ve geliştirme çalışmaları veya üretim gereksinimleri

özet olarak sıralanabilir. Burada en önemli nokta Borsa İstanbul'a bağlı yeni bir Girişimci Pazarı'nın oluşturulmasıdır. Bu yeni oluşturulacak pazar sadece maden firmaları için değil tüm diğer sektörler de çeşitli revizelerle uygulanabilecektir. Bunun yanında, GİP sistemine de yeterli düzeyde işlevsellik kazandırılmalıdır. Çeşitli teşvikler ve fonlar ile desteklenmeli ve zamanında gerekli mevzuat düzenlemeleri yapılmalıdır. İşlemlere başladığı 8 yıl içersin de sadece 27 firma toplam 212 milyon TL sermaye artışı sağlayarak BİST Ana Pazar'da listelenebilmiştir ve bunların hiçbiri maden firması değildir. Bu durumu Toronto Borsaları ile karşılaştırdığımız zaman özellikle sermaye getirisi ve işlem yapan firma adedi olarak çok düşük seviyelerde kaldığı anlaşılmaktadır.

GİP sistemi, özellikle bu çalışmanın 4. Bölümünde bahsedilen TSXV Borsasında listelenebilmek için uygulanan CPC sistemi tarzı bir oluşumla desteklendiği ve gerekli mevzuatların oluşturulması halinde daha da işlevsellik kazanacaktır.

BİST Girişimciler Pazarı maden firmaları açısından ileriki yıllarda ya da kuruluş aşamasında;

- 1) Maden arama firmaları,
- 2) Maden arama ağırlıklı ve üretici firmalar,
- 3) Maden üretici firmalar

olarak 3 ayrı kategoriye de bölünebilir. Böylelikle maden firmaları buldukları proje evresine göre sınıflandırılmış olacak ve bu firmalara muhtemel yatırım yapacak katılımcı açısından da daha anlaşılır bir pazar haline gelecektir.

BİST Girişimciler Pazar'ın da ufak ve orta ölçekli firmalara da hitap etmesi açısından, halka arz edilen payların piyasa değeri 5 ile 25 milyon TL arası bir düzeyde tutulabilir. Bu pazarda yeterli kapasite ve olgunluk seviyesine gelen işlem yapan firmalar uygun gördükleri takdirde, tüzüklerde istenen şartları sağlar hale geldiyse tıpkı TSXV'den TSX'e terfide olduğu gibi BİST 100'de Yıldız Pazar ya da Ana Pazar'da işlem yapmak üzere de başvuru

yapabilmelidirler. (Yıldız Pazar halka arz edilen payların piyasa değerinin 100 milyon TL üzerinde, Ana Pazar ise 100 ile 25 milyon TL arası olan pazarlardır.)

Bunun yanında yeni oluşturulacak BİST Girişimciler Pazar'ın da yer almak isteyen tüm firmalara TSX/TSXV borsalarında bulunan Halka arz yöntemleri gibi uygulamalar da sunulmalıdır;

- Klasik halka arz yöntemi
- Çifte listelenme yöntemi
- Devir alma yöntemi
- GİP'le beraber uygulanacak CPC programı yöntemi

Bu sayede BİST'te gerek Yıldız veya Ana Pazar'da gereksede Girişimciler Pazar'ın da listelenmek isteyen firmalar için gerekli adımlarda tamamlanmış olacaktır.

Önerilen bu pazarda sadece Türk maden firmaları değil, uluslararası maden firmaları da yukarıda belirtilmiş olan gerekli şartları ve adımları yerine getirdiğinde listelenebilmelidir. Böylelikle, BİST bünyesinde artık uluslararası bir maden borsasının oluşumu da başlamış olacaktır.

## 6. SONUÇLAR VE ÖNERİLER

Ülkemizde madencilik, sistematik çalışmalarla yapılmamaktadır. Bundan dolayı da yüzeysel, mostra madenciliği ön plana çıkmaktadır. Teorik ve sistematik çalışma yapıldığında aramadan, gelişmeye ve üretime kadar tüm evreleri kapsayacak faaliyeti içerecektir. Bunun için ilk olarak jeolojik araştırma, jeokimyasal prospeksiyon faaliyetleri, daha sonra jeofizik çalışmaları ve bunun sonucunda alınan verilerden yola çıkarak sondajlar yapmak suretiyle rezerv çalışmalarını 3 boyutlu hale getirmek ana hedef olmalıdır. Tüm bunlar finansman gerektiren, aynı zamanda orta ve uzun vadeye yayılan işlerdir. Özel sektör firmalarının böyle büyük çaplı maliyetleri öz sermayesi ile karşılayamayacağını düşündüğümüz takdirde halka arzla bu finansmanın vücuda getirilmesi ana hedef olmalıdır. Böylece hem şirket sermaye darlığı çekmeyecek hem de ortaya konacak rezervin zenginliği halinde refahın halk tabanına yayılması mümkün olacaktır.

Mevcut sistemde özel madencilik firmalarının böyle birikimli araştırmayı yapabilecek finansmanı, 2-5 ortaklı haliyle kendi öz sermayesini veya faizli kredi kullanacağı yerde halka arz yoluyla çok ortaklı bir iştirak olarak hem sermayeyi bulacak hem de satın alınacak hisselerle halka kadar ortaklık ve dolayısıyla faydalar getirebilecektir. Bu sebepten ülkemiz madenciliğinin ilerlemesi için, Avustralya veya Kanada'da olduğu gibi liberal sisteme adapte olması ve benzer uygulamalar içinde bulunması zorunludur.

Toronto Borsaları, maden sektörüne uygulanan maden varlık raporlama standartları ve firmaların listelenmesi için sağladığı kolaylıklar sebebiyle dünyanın en önde gelen maden borsasıdır. Bu çalışmada bahsedildiği gibi Toronto Borsaları 2000 yılından bu yana hem borsada listelenmiş firmaları hem de hissedarları ile birlikte sürekli gelişim göstermektedir. Finansal döngüler açısından tüm katılımcılarına birçok avantajlar sunmakta ve teknik analizcileri ile birlikte güven vermektedir. Zaman içinde güçlü ABD \$'ı politikaları karşısında altın ve metal fiyatları gerilese de irili ufaklı ulusal ve uluslararası maden firmaları tarafından tercih edilmeye devam etmektedir.

Bakır fiyatlarının dünya sanayisinin itici göstergesi, altının ise güvenli varlık tercihi olduğunu unutmamalıyız. Aynı zamanda bu çalışmanın içinde de



bahsedildiği gibi altın fiyatlarının maden borsası olarak anılabilecek piyasalarda önemli bir gösterge olduğu vurgulanmıştır. Altın fiyatlarının artışı ile metal fiyatları da etkileşim göstermekte buda hem borsalarda işlem gören firmalarda hemde borsa işlem hacimlerinde artışlara, düşüşlerin ise gerilemeye sebep olduğu ortaya konmuştur.

Bu açıdan Toronto Borsalarında listelenen maden firmaların faaliyet alanlarına baktığımızda altın ve metal madenciliği en önde gelmektedir. Günümüzde Lityum ve Nadir Toprak Elementleri de madencilikte önem arz etmeye ve Toronto borsalarında da yer almaya başladığını görmekteyiz.

Özellikle Kanada, Avustralya ve Güney Afrika dünyada madencilik ülkeleri olarak bilinen, tanınan ülkelerdir. Bu yüzden de seneler önce madencilik ile ilgili borsa sistemlerini ve maden varlığı raporlama standartlarını hayata geçirdikleri içinde sektörde daha da ileri gitmişlerdir.

Son yıllarda ülkemize gelen ve maden alanında gerek arama gerekse de üretim yatırımında bulunan yabancı firmaları gözden geçirdiğimizde tamamının halka arz olmuş çok uluslu ve ortaklı şirketler olduğu görülecektir. Buradan çıkarılacak önemli sonuçlardan biri de ülkemiz kökenli irili, ufaklı özellikle de orta ve küçük maden firmalarının gelişimini, dolayısıyla maden sektörümüzün büyümesini, yabancı yatırımcılarla aynı statü ve şartlarda mücadele etmesi beklenildiğinde, yukarda bahsedilen ülkemize gelen yatırımcılarla aynı olanakları yakalama gerekliliğidir. Bunun yolu da kendi başına öz sermayesi veya yüksek faizli ve karşılığında verilen ipoteklerle alınan banka kredileri yerine, borsada listelenip çok ortaklı uluslararası bir şirket olarak maddi imkanlara kavuşmaktır. Bu yöntemle aynı zamanda piyasalara itibar, güvenilirlik ve şeffaflık sağlanacağı için bankalardan uygun faizli kredi bulmakta mümkün olacaktır. Bunun yanında orta ve uzun vadede firma birleşmeleri veya şirket evlilikleri vasıtasıyla da daha güçlü orta/büyük ölçekli bir kuruluş olmaya olanak sağlanabilecektir. Bütün bunlar için;

- Borsalarda listelenmek adına önemli kriterlerden biri olan maden varlık raporlama standartlarına uygun teknik rapor hazırlanması,
- Ana ve esas çerçeve olan borsa alt yapısının hazır hale getirilmesi,
- Firmanın sermaye ve yatırım piyasasına açılmayı hedeflemesi,

- Ulusal ve uluslararası maden firmalarının ülkemiz borsalarında listelenmesinin teşvik edilmesi,
- Firmanın yeterli olgunluk seviyesine gelindiği değerlendirilmesi ile birlikte uluslararası borsalarda da listelenmeyi hedeflemesi,
- Şeffaf firma içi yönetim anlayışı, onu denetleyen bir yapının firma içinde ve bulunduğu pazarda oluşturulması gerekmektedir.

Bu sebeple öncelikle;

- Maden varlığı ve özellikleri ile ilgili bilgilerin kamuya doğru açıklanması ve güvenilirliği sağlamak için kullanılan bir maden varlığı raporlama standartları eşliğinde hazırlanan teknik rapor gerekliliği borsamız içinde işlevsel hale gelmelidir. Bu sayede, olası yurtdışı sermayede hem firma bazında hemde hisse alım satımını yapan katılımcılar vasıtasıyla ülkemize gelmiş olacaktır.
- Özellikle ülkemiz metal madencilik ve hatta yurtdışı kökenli firmaların, kendi borsalarımızda listelenmesi için önemli adımlardan biri olan maden varlık raporlama standardı ülkemizde 2018 yılında UMREK olarak oluşturulmuş ve adlandırılmıştır. UMREK / JORC / NI 43-101 / SAMREC / PERC veya mevcut tüm 13 standartla hazırlanmış teknik raporlar BIST/SPK kurulları tarafından kabul görerek firmanın BIST100'de listelenmesine olanak sağlanmalıdır.
- Bu standartlar, halka arz olan şirketleri menkul kıymetler yöneticileri tarafından denetlenerek, firmaların maden projeleri ile ilgili bilimsel ve teknik bilgiyi borsaya ve kamuya nasıl izah edeceğini gösteren bir kılavuz olduğundan olası bir dolandırıcılığın da önüne geçilmesini sağlayacaktır.
- Maden şirketleri borsada listelenme esnasında veya listelendikten sonrada bu etaplardan geçmek zorunda kalacaklardır. Zaten borsada listelenme gerçekleşince kendiliğinden denetleme ve halk tarafından sorgulanma işlemi de devreye girmiş olacaktır.
- UMREK / NI 43-101 / JORC kodu ile teknik rapor hazırlayan yurtiçi maden firmaları sadece ülkemizde değil, Toronto veya Avustralya borsaları gibi uygun gördükleri borsalarda listelenme yoluna da

gidebilirler. Bunun içinde ülkemizin maden varlık raporlama standartının diğer borsalar tarafından da uygunluk verilmesi için gerekli çalışmalar yapılmalıdır.

Bunların ardından borsada listelenmek için önemli adımlar olabilecek;

- GİP sistemine yeterli düzeyde işlevsellik kazandırmak adına çeşitli teşvikler ve fonlar ile destek sağlanmalı ve gerekli mevzuat düzenlemeleri yapılmalıdır.
- GİP'ler Toronto Borsalarında uygulanan CPC tarzı benzer bir sistem ile desteklenebilmelidir. Bu sayede firmalara gerekli fon desteği de sağlanmış olacaktır.
- BİST Girişimciler model önerisi olarak bahsedilen, BİST100'de bir alt pazar olarak işlem yapılabilecek BİST Girişimciler Pazarı da sektöre ve sektör dışına da hizmet vermek üzere kurulmalıdır.
- BİST Girişimciler Pazarı, maden sektörü ile alakalı buldukları proje evresine göre 3 ayrı kategoriye de bölünebileceği değerlendirilmelidir.
- BİST Yıldız, Ana veya Girişimciler pazarına katılmak isteyen tüm maden firmalarına çeşitli listelenme yöntemleri kolaylığı sağlanmalıdır.

Bunlar gerçekleştiği takdirde;

- Hisse ihraç ederek toplanacak fonların maliyeti daha uygun olduğu için, maden firmalarına kaynak aktarımı ve firma için önemli bir reklam ve tanıtım olanağı sağlanacaktır.
- Gelişme hedefli orta ve ufak maden firmaları için özellikle arama ve geliştirme faaliyetleri evresinde hazırlanan teknik raporlar eşliğinde, borsa kurulları tarafından listelenme uygunluğunun sağlandığı onayı ile birlikte borsada işlem yapabilme kabiliyeti gelecektir.
- Maden firmalarına sağlanacak bu finansal destek sayesinde maden arama, geliştirme ve üretim süreçleri yurtdışında olduğu gibi daha sistematik bir şekilde yapılabilecektir. Sistematik ve tekniğe dayalı madencilik yapıldığı zamanda maksimum iş güvenliği sağlanabilecektir.

- Hisse senedi alım satım işlemleri yapan katılımcılar için düşük maliyetli yatırım fırsatları sağlanacaktır.
- Yurtdışı ve yurtiçi katılımcının gerek firma bazında gerekse de hissedarlık yoluyla borsamıza yatırımlarını artacaktır.

Henüz ülkemizde maden firmalarına yönelik böyle bir uygulama bulunmamaktadır. Bu yolun açılması ve varlığının bilinmesi ile birlikte sektörde yaşanan finansal kaynak sıkıntısı, güvenilirlik, kurumsallaşma, büyüme, reklam, işlem hacmi, uygun krediler ve yabancı sermayenin ülkemize gelmesi de artacağı gibi ekonomik güçlenmeye de katkı sağlanacağı bir gerçektir.

## KAYNAKLAR

- [1] Anonim, <https://tr.wikipedia.org/wiki/Borsa> (Erişim tarihi: 8 Mart 2016).
- [2] Anonim, <http://www.borsa-nedir.com/borsa-tarihi/> (Erişim tarihi: 9 Mart 2016).
- [3] Anonim, <https://www.borsaistanbul.com> (Erişim Tarihi: 3 Mayıs 2019).
- [4] Anonim, <http://finans.mynet.com/borsa/endeks/xmadn-bist-madencilik/endeckshisseleri/> (Erişim Tarihi: 4 Mayıs 2019).
- [5] Anonim, <http://www.crirSCO.com>, (Erişim Tarihi: 5 Mayıs 2019).
- [6] Anonim, [http://www.crirSCO.com/news\\_items/CRIRSCO\\_standard\\_definitions\\_oct2012](http://www.crirSCO.com/news_items/CRIRSCO_standard_definitions_oct2012) (Erişim Tarihi: 5 Mayıs 2019).
- [7] Anonim, <http://www.crirSCO.com/members> (Erişim Tarihi: 5 Mayıs 2019).
- [8] Introduction to CRIRSCO disclouser, Harry Parker, CRIRSCO Past Chariperson, Ankara, 25 Ağustos 2017.
- [9] Anonim, <https://www.samcode.co.za/samcode-ssc/about-samcodes>, (Erişim Tarihi: 6 Mayıs 2019).
- [10] Anonim, <http://www.jorc.org/development> (Erişim Tarihi: 6 Mayıs 2019).
- [11] Anonim, [https://en.wikipedia.org/wiki/National\\_Instrument\\_43-101](https://en.wikipedia.org/wiki/National_Instrument_43-101) (Erişim Tarihi: 8 Mart 2016).
- [12] Anonim, <https://www.mining.com/web/bre-x-scandal-a-history-timeline/> (Erişim Tarihi: 8 Mayıs 2019).
- [13] PDAC 2015 Norme 43-101 - Mining Disclosure, 2015.
- [14] Ulusal Maden Kaynak ve Revert Raporlama Kodu – UMREK, 2018.
- [15] Anonim, <http://www.yermam.org.tr> (Erişim Tarihi: 8 Mayıs 2019).
- [16] Anonim, [https://en.wikipedia.org/wiki/TMX\\_Group](https://en.wikipedia.org/wiki/TMX_Group) (Erişim Tarihi: 10 Mart 2016).
- [17] The Economist Intelligence Unit, via Invest in Canada – Think Canada, Ocak 2016.

- [18] The Economist Intelligence Unit, via Invest in Canada –Think Canada, Mayıs 2018.
- [19] A capital opportunity 2010 disclosure, Temmuz 2011.
- [20] TSX/TXV Market Intelligence Group and World Federation of Exchanges, 31 Aralık 2017.
- [21] TSX/TSXV Market Intelligence Group and S&P Capital IQ, 31 Aralık 2017.
- [22] Anonim, <https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/sector-and-product-profiles/mining>, (Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019).
- [23] Exchange websites, S&P Capital IQ, 31 Aralık 2016.
- [24] Infomine, TSX/TSXV Market Intelligence Group. 15 Ocak 2016.
- [25] TSX/TSXV Market Intelligence Group. Combined Financings, Temmuz 2018.
- [26] TSX/TSXV Market Intelligence Group and S&P Capital IQ, 31 Aralık 2017.
- [27] Anonim, <https://paratic.com/borsa-turleri>, (Erişim Tarihi: 9 Mayıs 2019).
- [28] Anonim, <https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides> (Erişim Tarihi: 14 Haziran 2016 ve 10 Mayıs 2019).
- [29] Guides to listing disclosure, 2011.
- [29] A capital opportunity 2018 disclosure, Mayıs 2018.
- [30] Anonim, <https://www.tsx.com/listings/current-market-statistics>, TSX & TSXV Dual Listed Companies, (Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019).
- [31] Listing requirements for exploration & mining companies, 2011.
- [32] A capital opportunity disclosure, 2011.
- [33] Guides to listing disclosure, 2017.
- [34] Anonim, <https://www.tsx.com/listings/current-market-statistics>, currently available CPCs, (Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2019).
- [35] Capital IQ. Figures based on most recent institutional holdings, 2011.
- [36] Graduating To Toronto Stock Exchange disclosure, 2012.
- [37] Infomine, TSX/TSXV Market Intelligence Group. Ocak 2016.

[38] Capital Pool Company Program disclosure, 2012.

[39] Special Purpose Acquisition Corporation disclosure, 2012.

[40] Anonim, <https://www.tsx.com/trading/toronto-stock-exchange/fee-schedule> (Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2019).

[42] Anonim, <https://www.borsaistanbul.com/sss/gelisen-isletmeler-piyasasi-gip> (Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2019).

[43] BİST Gelişen İşletmeler Piyasası Kitapçığı, Mayıs 2019.

[44] Anonim, <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/gelisen-isletmeler-pazari-gip/gip-kobi-destek-programi> (Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2019).

[45] Anonim, <https://investingnews.com/daily/resource-investing/jorc-ni-43-101-resource-rules-protect-investors-canada-barkerville-batero-gold-australasia> (Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2019).

[46] <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/bilgilendirme-kitapciklari>, GİP Gelişen İşletmeler Pazarı, Mayıs 2019.



HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ  
FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ  
YÜKSEK LİSANS/~~DOKTORA~~ TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ  
FEN BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
MADEN MÜHENDİSLİĞİ ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 11/7/2019

Tez Başlığı / Konusu: TÜRKİYE'DE MADEN FİRMALARINA FİNANSAL DESTEK SAĞLAMAK AMACIYLA BORSAYA KATILIM SÜRECİNE İLİŞKİN ÖNERİLER

Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam ...66 sayfalık kısmına ilişkin, 11./7/2019 tarihinde ~~şahım~~/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 9 'tür.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dâhil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Tez Çalışması Orjinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Tarih ve İmza

Adı Soyadı: Ömür Burak BIRKAN  
Öğrenci No: N10222405  
Anabilim Dalı: Maden Mühendisliği  
Programı:  
Statüsü:  Y.Lisans  Doktora  Bütünleşik Dr.

16/07/2019

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.

(Prof. Dr. Bahtiyar ÜNVER)



# ÖZGEÇMİŞ

## Kimlik Bilgileri

Adı Soyadı : Ömür Burak Birkan  
Doğum Yeri : Erzincan  
Medeni Hali : Bekar  
Doğum Yılı : 24.11.1973  
E-posta : [burakbirkan@penka.com.tr](mailto:burakbirkan@penka.com.tr)  
Adresi : Necatibey Caddesi 21/15 4. Kat 06440 Kızılay - ANKARA

## Eğitim

İlkokul : 1979 – 1984 Çankaya İlkokulu  
Ortaokul, Lise : 1984 – 1991 Yükseliş Koleji  
Lisans : 1991 – 1996 Hacettepe Üniversitesi, Mühendislik Fakültesi,  
Maden Mühendisliği Bölümü  
Yüksek Lisans : 2011 – 2019 Hacettepe Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü,  
Maden Mühendisliği Yüksek Lisans Programı

## Yabancı Dil ve Düzeyi

İngilizce ileri seviyede

## İş Deneyimi

1996 – 1998 : Upeks Dış Ticaret A.Ş. (Satış Müdürü)  
1999 – 2000 : Askerlik görevi  
2000 – 2008 : Gürsan Cam Sanayi A.Ş. (Dış Ticaret Müdürü)  
2008 – Halen : Penka Maden, İnşaat, Mühendislik, Mümessillik Hazır Harç  
San. ve Tic. Ltd. Şti. (Şirket Ortağı)