

30361

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**SERMAYE PİYASASINDA TAHVİLLER VE TÜRKİYE UYGULAMASI
ÜZERİNE BİR İNCELEME**

**İŞLETME YÖNETİMİ
YÜKSEK LİSANS BİTİRME TEZİ
Ertan UZAY
917714**

**TEZ DANIŞMANI
Yrd.Doç.Dr. Nilgün AYDEMİR**

İSTANBUL -1993

**F.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**SERMAYE PİYASASINDA TAHVİLLER VE TÜRKİYE UYGULAMASI
ÜZERİNE BİR İNCELEME**

**İŞLETME YÖNETİMİ
YÜKSEK LİSANS BİTİRME TEZİ
Ertan UZAY
917714**

İSTANBUL -1993

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
Giriş	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
FINANSAL SİSTEM	3
1.1.Ekonomide Fon Akımı ve Finansal Aracılık	3
1.2.Finansal Piyasalar	5
1.2.1.Para Piyasası	6
1.2.2.Sermaye piyasası	7
1.3.Sermaye Piyasası	8
1.3.1.Türk Sermaye Piyasasının Gelişimi	8
1.3.2.Sermaye Piyasasının Önemi ve Ekonomideki Yeri	10
1.3.3.Sermaye Piyasasının Yapısı	11
1.3.3.1.Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Arz Edenler	11
1.3.3.2.Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Talep Edenler	12
1.3.4.Sermaye Piyasasında İşlem Gören Menkul Kıymetler	14
1.3.5.Sermaye Piyasasının İşleyişi	20
1.3.5.1.Birinci El Piyasalar	20
1.3.5.2.İkinci El Piyasalar	23
İKİNCİ BÖLÜM	26
TÜRK SERMAYE PİYASASINDA TAHVİLLER VE HUKUKİ YAPI	26
2.1.Tahvil	26
2.1.1.Tahvil Tanımı	26
2.1.2.Tahvilde Kanuni Güvence	28
2.1.3.Tahvil İhracı ve Halka Satış Esasları	29
2.1.3.1.İhraç İzni	29
2.1.3.2.Tahvil İhraç Sınırı	30
2.1.3.3.Tahvillerin İtfası (Repayment)	31
2.1.3.4.Erken Paraya Çevirme Taahhüdü	32
2.1.3.5.Tahvillerin İhraç Fiyatı (Issuing Price)	32
2.1.3.6.Tahvillerin Vadesi (Maturity)	32
2.1.3.7.Piyasa Değeri	33
2.1.3.8.Fona Yatırılacak Ücret	33
2.1.3.9.Satılamayan Tahviller	33
2.1.3.10.Borsaya Başvuru	33

2.1.3.11.Kurul'a Verilecek Bilgiler	34
2.1.4.Tahvil İhracında Takip Edilen Prosedür	34
2.1.5.Tahvil İhraç Maliyeti	36
2.1.6.Tahvillerin Değeri	40
2.1.7.Tahvilin Zaman Aşımı ve Zayii	41
2.1.8.Tahvilin Piyasa Fiyatını Etkileyen Faktörler	42
2.1.8.1.Risk Faktörü	43
2.1.8.2.Cari Faiz Oranı	43
2.1.8.3.Vade	43
2.1.8.4.Net Faiz ve Net Verim Oranları	43
2.1.8.5.Likidite Faktörü	44
2.1.9.Tahvil ile Hisse Senedi Kıyaslaması	44
2.1.9.1.Hukuki Açıdan Farklar	44
2.1.9.2.Ekonomik Açıdan Farklar	46
2.1.10.Tahvilden Elde Edilen Kazancın Vergilendirilmesi	47
2.1.11.Tahvillerde Değerleme	47
2.1.11.1.Faiz Ödeme Dönemi Başında Değerleme	47
2.1.11.2.Faiz Ödeme Dönemleri Arasında Yapılan Değerleme	50
2.1.12.Tahvil Piyasasında Aracılık	52
2.1.12.1.Düz Pazarlama	53
2.1.12.2.Taahhütlü Pazarlama	53
2.1.13.Tahvil İhraç Ederek Finansman Sağlamanın Avantajları	54
2.1.14.Geri Satın Alma Sözleşmeleri (REPO)	55
2.1.14.1.Repo Tanımı	58
2.1.14.2.Repo'nun Uygulanışı	59
2.2.Tahvil Çeşitleri	60
2.2.1.Kamu Tahvilleri ve Özel Sektör Tahvilleri	60
2.2.2.Primli Tahviller-Başabaş Tahviller	60
2.2.3.İkramiyeli Tahviller	60
2.2.4.Rüçhan Hakkı Tahviller	60
2.2.5.Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller	61
2.2.6.Vadeden Önce İtfâ Edilebilen Tahviller	61
2.2.7.Garantili ve Garantisiz Tahviller	61
2.2.8.Sabit ve Değişken Faizli Tahviller	61
2.2.9.İndeksli Tahviller	62
2.2.10.Nama ve Hamiline Yazılı Tahviller	62
2.3.Tahvil Türevleri	62
2.3.1.Kara İştirakli Tahvil	62
2.3.2.Hisse Senetleri ile Değiştirilebilen Tahvil	64
2.3.3.Gelir Ortaklığı Senedi	66
2.3.4.Bonolar	66
2.3.4.1.Banka Bonosu-Banka Garantili Bonolar	66
2.3.4.2.Finansman Bonosu	67
2.3.5.İpotekli Borç Senedi	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	70
TÜRKİYEDE TAHVİL PİYASALARININ İŞLEYİŞİ	70
3.1.Birinci El Piyasalar	70
3.1.1.Birinci El İhraçları ve Değerlendirilme	70
3.2.İkinci El Piyasalar	75
3.2.1.İkinci El Piyasada SPK Öncesi Dönem	76
3.2.2.İkinci El Piyasada SPK Sonrası Dönem	77
3.3.Borsa Dışı Piyasalar	79
3.4.Organize Piyasalar (IMKB Tahvil Piyasası)	80
3.4.1.Piyanın Kurulmasındaki Amaç	81
3.4.2.İşlem Türleri ve Valörlü İşlemler	83
3.4.3.Lot Büyüklüğü ve İşlem Saatleri	83
3.4.4.Menkul Kıymetler Piyasasında Alım-Satım Fiyatlarının Hesaplanması	83
3.4.4.1.Düz Getiri	84
3.4.4.1.1.Hazine Bonosu ve Kuponsuz Devlet tahvilleri	84
3.4.4.1.2.Sabit Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri	84
3.4.4.1.3.Değişken Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri	85
3.4.4.2.Günlük Bileşik Getiri	85
3.4.4.2.1.Hazine Bonosu ve Kuponsuz Devlet Tahvilleri	85
3.4.4.2.2.Devlet Tahvilleri	85
3.4.4.2.3.Değişken Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri	86
3.4.4.2.4.Özel Sektör Tahvilleri	86
3.4.4.3.Eşdeğer Tahvil Getirisi	87
3.5.İşlem Yapmak İsteyen Borsa Üyelerinin İzlemesi Gereken Prosedür	88
3.6.Piyasa İşleyişi ve İşlemlerin Gerçekleştirilmesi	89
3.6.1.Emirlerin Borsa'ya İletilmesi	90
3.6.2.Emirlerin İşleme Sokulması	91
3.6.3.Emirlerin Gerçekleştirilmesi	91
3.6.4.Emirlerin Gerçekleştirildiğinin Teyidi	93
3.6.5.Emirlerin Geçerliliği	94
3.7.Gerçekleşen İşlemlerin Takası	94
3.7.1.Hesapların Açılması	95
3.7.2.Üyelerin Takas ve Yükümlülüklerini Yerine Getirmesi	95

3.7.3.Menkul Kıymetler Piyasasında Takas Saatleri	96
3.7.4.Takasta Netleştirme	97
3.8.Temerrüt-Taahüdünün Yerine Getirilmemesi Durumu	97
3.9.Kurtaj ve Borsa Payı	98
3.10.Real Time Piyasa Bilgileri(Reuter IMLX Sayfası)	98
3.11.İkinci El Piyasanın Kantitatif Görünüşü	99
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	101
ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE TAHVİL PİYASASININ İŞLEYİŞİ	101
4.1.AT'ye üye bazı ülkelerin tahvil piyasaları	101
4.1.1.ALMAN YA PİYASASI	103
4.1.1.1.Tahvil Piyasası	103
4.1.1.2.İkinci El Tahvil Piyasası	104
4.1.1.3.Yapılan İşlemlerde Takas	105
4.1.2.İTALYA PİYASASI	105
4.1.2.1.Sabit Getirili Menkul Kıymetler Pazarı	106
4.1.2.2.Düzenlenmiş İkinci El Tahvil Piyasası(Circuito Telematico)	106
4.1.2.3.Takas ve Saklama	108
4.1.2.4.Sonuç	108
4.2.JAPONYA PİYASASI	109
4.2.1.Uluslararası Japon Tahvil Piyasaları	109
4.2.1.1.Samurai Tahvil Piyasası	109
4.2.1.2.Shibosai Tahvil Piyasası	110
4.2.1.3.Shogun Tahvil Piyasası	111
4.2.1.4.Euro-Yen Tahvil Piyasası	112
4.2.2.Piyasadaki Sabit Getirili Menkul Kıymetler	114
4.2.3.İkinci El Piyasanın İşleyişı	115
4.2.4.Borsalarda Gerçekleşen İşlemler	117
4.2.5.Borsa Dışı Piyasalarda (OTC) Gerçekleşen İşlemler	117
4.2.6.Repo İşlemleri(Gensaki)	118
SONUÇ	119
BİBLİYOGRAFYA	121

TABLOLAR

	Sayfa
Tablo I.Sermaye ve Para Piyasasındaki Farklılıklar	7
Tablo II.Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları	17
Tablo III.Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet Stoklarının Toplam Stok İçindeki Payları	18
Tablo IV.Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet İhraçları	21
Tablo V.Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet İhraçlarının Toplam İhraçlar İçindeki Payı	22
Tablo VI.İkinci El Piyasada İşlem Hacmi	24
Tablo VII.Menkul Kıymetlerin İşlem Görme Oranı	25
Tablo VIII.Repo Yapılmasında İki Tarafın Kriterleri	59
Tablo IX.1982-1988 Yılları Arası Birinci El Menkul Kıymet İhraçları	70
Tablo X.1967-1988 Yılları Arası Özel Sektör Tahvil İhraçları	71
Tablo XI.Birinci El Piyasada Paylar	72
Tablo XII.Tahvil Satışlarının Dönemler İtibarıyla Dağılımı	73
Tablo XIII.Tasarruf Sahiplerine Satılan Tahvillerin İhraççı Kesimler İtibarıyla Dağılımı	74
Tablo XIV.İkinci El Piyasa İşlem Hacmi	75
Tablo XV.İç Borç Stoğu İçinde Tahvil ve Bononun Payı	100
Tablo XVI.Uluslararası Sermaye Piyasalarında Kullanılan Finansal Araçlar	101
Tablo XVII.Uluslararası Tahvil İhraçları	102

Tablo XVIII.Japonya'da Yerleşik Olmayan	112
Kuruluşların Tahvil İhracı	
Tablo XIX.Euro-Yen Tahvil İhracı	114
Tablo XX.Japonya Tahvil Stoku	115
Tablo XXI.Japonya Repo Pazarı	118



ŞEKİLLER

	Sayfa -----
Şekil 1. Finansal Sistem	5.
Şekil 2. Tahvil İhracında Takip Edilen Prosedür	38.
Şekil 3. Birinci El Piyasada Kurul Kaydına alınan Menkul Kıymet İhraçları	75.



KISALTMALAR

TTK Türk Ticaret Kanunu

İMKB İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

SPK Sermaye Piyasası Kurulu

TCMB Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TAEB Tasarruf Açığı olan Ekonomik Birimler

TÜEB Tasarruf Üstesi Ekonomik Birimler

BB Banka Bonosu

BGB Banka Garantili Bono

MKYF Menkul Kıymet Yatırım Fonları

MKYO Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

KOB Kar Zarar Ortaklığı Belgeleri

HDTM Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı

a.g.e.Adı Geçen Eser

GİRİŞ

Bu çalışmada, sermaye piyasasında tahviller ve Türkiye uygulaması üzerine bir inceleme yapılmıştır.

Bu tez çalışmasında çeşitli yerli ve yabancı kaynaklardan yararlanılmış ve çalışma dört bölümden oluşturulmuştur.

Birinci bölümde finansal piyasalardan Sermaye Piyasası ve Sermaye Piyasasının Birinci ve İkinci el piyasaları anlatılmaya çalışılmıştır. Ayrıca bu bölümde Sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin kısaca tanımları yapılmıştır.

İkinci bölümde ise tez konusu olan sabit getirili menkul kıymetlerden tahvil'in tanımı, çeşitleri, türevleri ve diğer menkul kıymetlerle olan hukuki ve ekonomik farklılıkları verilerek bir takım özelliklerinden bahsedilmiştir. Ayrıca bu bölümde ekonomik hayatımıza yeni giren REPO ve ters REPO'nun işleyişi, bu işlemi yapanlar arasındaki seçim kriterleri, hukuki mahiyeti gibi konular anlatılmaya çalışılmıştır.

Ülkemizde sabit getirili menkul kıymetlerin, hisse senetlerinden farklı olarak borsalar dışında, serbest piyasalarda da işlem görüyor olması ve 1991 yılında ülkemizde'de organize bir tahvil piyasasının kurulması ikinci el piyasaların tekrar sermaye piyasamızda gündeme gelmesi bu piyasanın daha da gelişmesine yardımcı olacağı açıktır.

Üçüncü bölümde ise ülkemizde tahvil piyasalarının işleyişi, IMKB içinde oluşturulan bu piyasanın işleyişi, birinci el ve ikinci el piyasalardaki ihraç paylarının kamu ve özel sektör açısından irdelenmesi, alım - satım fiyatlarının hesaplanmasındaki kriterler ve konunun daha anlaşılır olabilmesi için çeşitli örnekler verilmiştir.

Dördüncü bölümde ise çeşitli ülkelere ait tahvil piyasaları incelenmiş, dünya tahvil piyasalarında söz sahibi olan Almanya, İtalya ve Japonya'ya ait tahvil piyasaları incelenerek bu ülkelerin tahvil piyasaları ile ilgili örnekler verilmiştir. Özellikle Japonya'daki Samurai, Shibosai, Shogun ve Euro-Yen tahvil piyasaları incelenmiştir. Ayrıca Avrupa Topluluğu ülkeleri ve Türkiye'deki geçen dönemlere ait karşılaştırmalı olarak tahvil ihraçları karşılaştırmalı olarak verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM

1.1.Ekonomide Fon Akımı ve Finansal Aracılık

Bir ülkede finansal pazarların amacı, tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağlamaktır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, bir ekonomideki ekonomik birimleri tasarruf edenler ve yatırım yapanlar şeklinde iki gruba ayırmak mümkündür. Birinci gruba tasarruf üstesini olan ekonomik birimler (TÜEB), ikinci gruba ise tasarruf açığı olan ekonomik birimler (TAEB) denebilir.¹

TÜEB gelirleri giderlerinden fazla olan ve tasarruf yapabilen ekonomik birimler olup, bunlar hane halkı, işletmeler ve devlet olarak üçe ayrılır.

TAEB ise, giderleri gelirlerinden fazla olan ekonomik birimler olup, yine hane halkı, işletmeler ve devlet'dir. Hane halkı mülk sahibi olmak ister, fakat yeterli tasarrufu yoktur. İşletmeler gelişmek için yatırım yapmak ister fakat yeterli kaynağı yoktur ve Devlet de bütçesi açık verdiğinde bu açığı ek kaynaklarla kapatmak isteyebilir. TÜEB'ler tüketimden vazgeçmenin bedeli olarak getiri sağlar. TAEB'ler ise planladıkları yatırımları gerçekleştirmek için ek kaynak bulmak durumundadırlar.

¹Ünal BOZKURT, Menkul Değerler Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası, Eğitim Yayınları No:4, İstanbul, Nisan 1988, s.3.

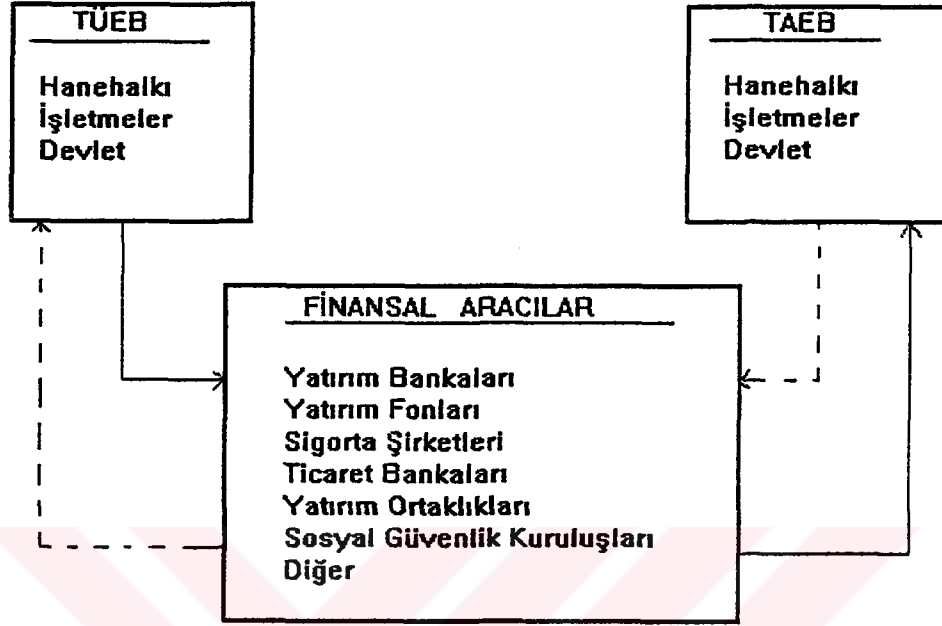
Ekonomide bir gelişme sağlayabilmek için TÜEB'lerden TAEB'lere tasarrufların bir yolla aktarılması gerekir. TÜEB'den TAEB'e kaynak aktarılışı iki şekilde olur; Birincisi kaynakların direkt olarak kaynak ihtiyacı duyan ekonomik birimlere aktarılmasıdır ki, bu günümüz ekonomisinde hem çok güç ve hem de rasyonel olmayan bir yoldur.

Her ekonomik birimin tasarruflarını değerlendirmede tercihleri birbirinden oldukça farklıdır. Kaynak açığını kapatmak isteyen ekonomik birimlerinde risk ve karlılık tercihleri birbirinden oldukça farklı olabilir. Tercihleri aynı olan ekonomik birimlerin birbirlerini bularak fon alış veriş yapması çok güçtür. Bu mümkün olsa bile fon transferinin maliyeti çok yüksek olur. Bu durumda her iki tarafında risk ve karlılık konusundaki tercihlerini bağdaştıracak bir mekanizmaya ihtiyaç vardır ki, bu mekanizmaya FİNANSAL ARACILIK (Financial Intermedation) denir.²

Finansal aracılık sisteminin en önemli özelliği, TÜEB'lerin tasarrufları toplanırken, aracı kuruluşların kendi çıkarmış olduğu bir takım belgeleri tasarruf sahiplerine satmalarıdır. Diğer yandan toplanan kaynaklar TAEB'e aktarılırken bu birimlerin çıkarmış olduğu belgeleri satın alırlar. Bu belgeler sahibine işletme üzerinde alacak veya ortaklık hakkı sağlar. Bu belgelere FİNANSAL VARLIK (Financial Asset) ve aracılık işlevini gerçekleştiren kuruluşlarada FİNANSAL ARACILAR (Financial Intermediaries) denir.

²Ünal BOZKURT, a.g.e., s.4.

Şekil 1.Finansal Sistem



Kaynak: Ünal BOZKURT, Menkul Değerler Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası, Eğitim Yayınları No:4, 1988, s.6.

1.2.FİNANSAL PİYASALAR

Fon ve finansal varlıkların el değiştirdiği piyasalara FİNANSAL PİYASALAR denir. Bu piyasalarda aracı kuruluşlar ve finansal araçlar işlem görür.

Finansal piyasaları işlem gören finansal varlıkların vadelerine göre Para ve Sermaye piyasası olarak ikiye ayırmak mümkündür. Diğer bir ayırım ise Birinci ve İkinci el piyasalar şeklindedir.

1.2.1.Para Piyasası

Para piyasası, vadesi en çok bir yıl olan finansal varlıkların işlem gördüğü ve ihraç edildiği piyasalardır. Sermaye piyasası ise orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin işlem gördüğü piyasadır. Ancak gelişmiş bir para piyasası bir günden bir yıla kadar aşağı yukarı her süre için firmalara aktif yönetimi ve borçlanma olanağı sağlamalıdır, vade kesin her her iki piyasa içinde kesin bir ayırım olanağı vermez, vadesinin çok yaklaştığı bir tahvil, bir para piyasası aracı sayılabilir.³

Para ve sermaye piyasaları vade dışında birtakım özellikleri ile de birbirlerinden ayrılmaktadır.

Para piyasasının kaynağını ihtiyat tasarruflar oluşturmakta, sermaye piyasası ise spekülasyon amacıyla kullanılan yaratıcı bir tasarruf kaynağından beslenmektedir. Dolayısıyla para piyasasından sağlanan kaynaklar işletme sermayesi olarak kullanılırken, sermaye piyasasından sağlanan kaynaklar ise yatırım sermayesi olarak kullanılmaktadır. Para ve sermaye piyasasının araçları da birbirinden farklıdır. Sermaye piyasası araçları hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerdir.

Para piyasasında araçlar ise ticari senetlerdir. Ancak açık kredilerde para piyasasında geçerli araç sayılabilir.⁴

³Uğur KORUM, Finansal Piyasalar Analizi ve Portföy Yönetimi Programı, Milli Prodüktivite Merkezi, Çeşme-İzmir, 9-16 Mart 1990, s.I-1.

⁴Selahattin TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), Okan Yayıncılık, İstanbul, 1985, s.9.

Tablo I- Sermaye ve Para piyasasındaki farklılıklar.

	Sermaye Piyasası	Para Piyasası
Getiri	Yüksek	Düşük
Risk	Yüksek	Düşük
Araçlar	Hisse Senetleri, Tahviller	Ticari Senetler , Mevduat Sertifikaları
Kaynak	Sürekli arz eden tasarruflar	Vadeli ve vadesiz mevduatlar
Kullanım Yeri	Sabit yatırımlar Sürekli işletme sermayesi	Kısa süreli mevsimlik gereksinimler

Kaynak: Selahattin TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama).

1.2.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin menkul kıymetler yoluyla karşılaştığı bir piyasadır. Gelişmiş ekonomilerde, mali sistemin önemli bir parçasını oluşturan sermaye piyasası, Türkiye gibi belirli bir kalkınma çizgisine gelmiş ülkelerde yüksek gelişme potansiyeli ile dikkatleri üzerinde toplayan bir özellik oluşturmaktadır. Ayrıca sermaye piyasasının iyi işlemesi büyük ölçüde, sermaye piyasası araçlarında güvenliğin ve çeşitliliğin sağlanabilmesine bağlıdır.⁵

⁵Zühtü AYTAÇ, Sermaye Piyasası Araçları, Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara Üniversitesi, s.1.

1.3.SERMAYE PİYASASI

1.3.1.Türk Sermaye Piyasasının Gelişimi

Ülkemizde ilk sermaye piyasası işlemleri 19. yüzyılda menkul kıymet ihracıyla başlamıştır. Aynı zamanda Osmanlı İmparatorluğu çeşitli nedenlerden ötürü dış borçlanmaya yönelmiştir. Hazine bonosu ve tahvillerin ikinci el piyasası Galata bankerleri tarafından oluşturulmuştur. Bu faaliyetlerin denetim altına alınması amacıyla ilk resmi borsa olan 'Dersaadet Tahvilat Borsası' 1866 yılında kurulmuştur.⁶ Fakat daha sonra çıkan savaşlar nedeniyle kurulan borsanın çalışması aksamış, dolayısıyla borsa dışı işlemler sürmeye devam etmiştir. Daha sonraki en önemli gelişme 1929 yılında çıkarılan 'Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'dur. Tekrar düzenlenen borsada, işlem gören menkul kıymetlerin yanısıra döviz işlemleride yapılmıştır. Daha sonraları döviz işlemleri durdurulmuştur. Fakat bu dönemde borsa önemli gelişmeler kaydedememiştir. Bunun en önemli nedenleri, bu yıllarda dünyada yaşanan ekonomik krizler, banka kredilerinin tahvil ihracına tercih edilmesi, sermaye yetersizliği nedeniyle yatırımların çoğunun devlet tarafından yapılması sayılabilir.

1970'li yıllarda yüksek enflasyon nedeniyle bankalar kredi kaynaklarını reel olarak artıramamış, işletmelerin özsermayeleri de önemli ölçüde azalmıştır. Bu nedenlerden ötürü sermaye piyasasının aracı kuruluşları asıl işleri olan menkul kıymet alım satımı yerine bu kıymetler karşılığında kısa vadeli para toplayıp borç vermeye başlamışlardır.

⁶İMKB yayınları,Borsa Tarihi Araştırmaları Borsa Rehberi,1992,s.29.

Tasarruf sahipleri bu yüksek faizler karşılığında tasarruflarını bu yönde kullanmaya başlamışlardır. 1980'li yıllar bu piyasanın en üst düzeye ulaştığı yıllar olmuş ve dolayısıyla bu piyasada çok sayıda tefeci kuruluşlar oluşmuştur.

Esas olarak para piyasası aracı olan mevduat sertifikalarının bankerlerce para toplama aracı olarak pazarlanması, bankerlerle birlikte bankalarda geri ödeme gücüne sokmuş ve toplanan paralar uygun alanlara yönltilmemiş büyük bir kısmı batık hale gelmiştir. Bu gelişmeler bankacılık sektörüne büyük bir darbe vurduğu gibi sermaye piyasasının gelişmesini olumsuz etkilemiştir.

Ayrıca bu yıllarda uygulanan faiz politikalarına bağlı olarak işletmelerin öz kaynak kullanımını geliştirememeleri ve halka kapalı birer işletme yapılarını korumaları, sermaye piyasasının gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Sermaye piyasasının oluşamamasının diğer bir nedeni de gerekli hukuki düzenlemelerin olmayışdır.

Üzerinde yıllardan beri çalışılan sermaye piyasası, denetleyici ve düzenleyici bir kurum olarak faaliyete geçmiştir. Sermaye piyasası kanunu bankerler olayından zarar gören bireysel yatırımcıyı korumak prensibiyle hazırlanmış ve 1982 yılında sermaye piyasası kurulu olarak faaliyete geçmiştir. Sermaye piyasasındaki önemli gelişme 1985 yılında olmuş ve borsa tasarruf sahibinin ihtiyacı olan likiditeye cevap verirken fon talep eden taraflarıda menkul kıymet ihraç etmeye teşvik etmektedir. Hisse senetlerinin ikinci el piyasası hızlı bir gelişim gösterirken, borçlanma araçlarını ikinci el piyasası 1991 yılına kadar organize olamamıştır.

Borçlanma araçlarında yüksek likidite sağlamak ve tasarruflarını riske atmak istemeyen yatırımcıları sermaye piyasasına çekmek amacıyla fon talep edenlerin bu piyasada daha aktif rol almalarının sağlamak amacıyla 1991 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde tahvil borsası faaliyete geçmiştir.

1.3.2.Sermaye Piyasasının Önemi ve Ekonomideki Yeri

Sermaye piyasasının önemi ve ekonomideki yeri, ülke ekonomisi açısından, tek başına ekonomiye yararlı olmayan küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüşmesindedir.⁷

Sermaye piyasasının gelişmişlik derecesi,yurtiçi tasarruf açığının kapanmasında etkili olur. Sermaye piyasasının gelişmişliği kişiler açısından ise, tek başına gelir getiren bir yere yatırılamayacak olan küçük tasarrufların verimli yerlere yatırılmasına ve sahibine ek bir gelir sağlamasındadır. Ayrıca küçük sermayelerle kişisel yatırımlar yapılsa bile teşebbüs ve idare sorunu çıkacaktır ve elindeki küçük tasarrufu ile yatırım yapmaya bilgisi, tecrübesi ve zamanı olmayan kişilerde sermaye piyasasının getirdiği imkanlardan yararlanırlar. Aynı zamanda küçük sermaye sahipleri kendi yatırım alanlarında çeşitli risklerle karşı karşıya kalırken, oysa sermaye piyasasında bu tasarruflar değişik fonlara yatırıldığında risk dağılım yoluyla riskin asgariye indirilmesi sağlanacaktır.

Sermaye piyasasında, menkul kıymeti satın alanlar ihraççı firmayla ortaklık veya alacaklılık ilişkisi kurarlar ki, bu da sermaye piyasasının güven esasına dayandığını gösterir. Dolayısıyla yatırımcılar ancak güvendikleri ve inandıkları şirketlere ortak olur veya borç verirler.

⁷Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, 3.baskı, İstanbul:Beta Basım ve Dağıtım A.Ş., Sermet Matbaa, s.20.

Sermaye piyasası işletmelere bankacılık sektörünün sağladığı fonlara nazaran daha düşük maliyetli fonlar sağlayabilmektedir. Tahvillerde faiz oranı çoğunlukla banka mevduat faiz oranlarından daha yüksek olmakla birlikte banka masrafları bu orana eklendiğinde kredi maliyeti tahvil yoluyla sağlanan kredi maliyetini aşmaktadır.

Tahvilin uzun vadedeki avantajıda buna eklendiğinde, şirketlerin fon temini için sermaye piyasasına yönelmeleri gerekir.

1.3.3.Sermaye Piyasasının Yapısı

Sermaye piyasasının yapısını daha iyi anlayabilmek için bu piyasada menkul kıymet arz ve talep edenlerin hangi kurum ve kuruluşlar olduğuna bakmak gerekmektedir.

1.3.3.1.Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Arz Edenler

Türk sermaye piyasasında menkul kıymet arz edenler devlet, kalkınma-yatırım bankaları ve anonim şirketler olmak üzere üç ana grupta toplanabilir;

a. Devlet

Menkul kıymet arz eden başlıca kuruluşlar, Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'dır.

Hazine, bütçe açığını kapatmak ve kaynak elde etmek amacıyla devlet tahvili ve finansman bonosu ihraç etmektedir.

Kamu Ortaklığı İdaresi, Kamuya ait işletmelerin hisse senetlerini kişilere satarak (Özellikleştirme) bu kesime finansman sağlayarak menkul kıymet arz ederler.

b. Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Bu kesim banka bonusu ve banka garantili bono satarak menkul kıymet arz ederken, elde edilen kaynaklar bankaların verdikleri kredi finansmanında kullanılmaktadır.

c. Anonim Şirketler

Anonim şirketler için arz edilen menkul kıymetler tahvil, kar-zarar ortaklığı belgeleri, finansman bonusu ve hisse senetleri olup, elde edilen fon ise işletme sermayesi ihtiyaçları veya yatırım amaçlı kullanılırlar.

1.3.3.2.Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Talep Edenler

Türk sermaye piyasasında menkul kıymet talep edenler bireysel ve kurumsal yatırımcılar olmak üzere iki ana grupta toplanabilir.

a.Bireysel Yatırımcılar

Son yıllarda bireysel yatırımcılarda sermaye piyasasında faaliyet göstererek ek bir gelir sağlamak amacıyla menkul kıymet talep ederler.

b.Kurumsal Yatırımcılar

Sermaye piyasasında, tüzel kişiliğe sahip kamu ve özel kuruluşlar ellerindeki kaynakları değerlendirmek için menkul kıymet talep ederler. Bu tür yatırımcılar atıl fonlarını kısa süreli değerlendirmek veya portföy işletmek amacıyla sermaye piyasasında faaliyet gösterirler.

i.Ticari Bankalar

Türk sermaye piyasasında, kurumsal yatırımcılar arasında ticari bankalar önemli bir yer tutmaktadır. Hazine bonosu ve devlet tahvili arzının önemli bir bölümü ticari bankalar tarafından karşılanır. Hazine bonosu ve devlet tahvili talep'i kendi portföyleri için olduğu gibi umumi disponsibilite yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacıyla da, bu kuruluşlar sermaye piyasasında faaliyet gösterirler. Bankalar menkul kıymetler yatırım fonu kurma hakkını ellerinde tutmaları nedeniyle sermaye piyasasında arz ve talep yaratırlar.

ii.Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları(MKYO)

Bu ortaklığın amacı menkul kıymet portföyü yönetmektir. Tüzel kişiliğe sahip olan MKYO'lar anonim şirket olarak kurulurlar ve bu özellikleri nedeniyle de nama veya hamiline hisse senedi ihraç ederler. İlk yatırım ortaklığı 1991 yılında Vakıfbank tarafından Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. şeklinde kurulmuştur.

iii.Menkul Kıymet Yatırım Fonları

Halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan fonlarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması amacına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır. MKYF'nin mal varlığı kurucu bankanın mal varlığından ayrı olmakla beraber, fonun tüzel kişiliği yoktur. Yatırım fonları Açık Sonlu(Open End) ve Kapalı Sonlu(Closed End) yatırım fonları şeklinde faaliyet gösterirler.

iv.Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları menkul kıymet arz ve talep edenler arasında aracılık yapan kuruluşlardır. Yatırım bankaları,sermaye piyasasının gelişmekte olduğu ülkelerde çıkarılacak hisse senedi ve tahvillerin satılamayan kısımlarının destekleme alımı taahhüdünde bulunarak piyasanın gelişmesine yardımcı olurlar.

v.Sosyal Güvenlik ve Sigorta Kuruluşları

Sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olabilecek büyük potansiyele sahip tasarruf kurumları;

- Sosyal sigorta sistemi
- Yatırım Fonları
- Banka emekli sandıkları
- Sigorta şirketleri

Sosyal güvenlik ve sigorta şirketleri, sermaye piyasasında aktif bir portföy yatırımcısı olmayıp yatırımlarını borçlanma araçları olan özellikle devlet tahvili üzerinde yoğunlaştırmışlardır.

1.3.4.Sermaye Piyasasında İşlem Gören Menkul Kıymetler

a.Tahvil

2.nci bölümde anlatılacaktır.

b.Hisse Senedi

Hisse senedi, paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarılabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli oranını temsil ve sahiplerine oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.⁸

Hisse senetlerinin hukuki ve iktisadi, özellik ve nitelikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.⁹

- i. Şirket karından pay alma hakkı,
- ii. Şirket yönetimine katılma hakkı,
- iii. Oy kullanma hakkı,
- iv. Rüçhan hakkı,
- v. Tasfiyeden pay alma hakkı,
- vi. Şirketlerin faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı.

Hisse senetleri diğer menkul kıymetler gibi hakkı temsil eden belgelerdir. Hisse senedine bağlı haklar, hisse senedi olmaksızın devredilemez. Hisse senedi şirkete özkaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araçtır.

c.Gelir Ortaklığı Senetleri

Gelir ortaklığı senetleri (Revenue Sharing Certificates) köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetlerdir.¹⁰

⁸Tuncer, a.g.e., s.204.

⁹Yılmaz ULUSOY, Hisse Senetleri, 20-21 Nisan 1984 tarihli Sermaye Piyasası Seminerine sunulan tebliğ metni, İstanbul, 1984.

¹⁰TMKB, Eğitim Semineri Notları, Aralık 1991, s.41.

Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibarıyla adındaki 'ortaklık' ibaresine rağmen, değişken faizli bir tahvil özelliği taşımakla birlikte istendiği an paraya çevrilebilir. 2983 sayılı kanunun 15. maddesi ilk beş yıl için gelir ortaklığı senetlerinden hiç vergi alınmaması ve bunu izleyen üç yıl için vergilerde %50 indirim yapılmasını öngörmektedir.

d.Banka Bonoları

Bir bankanın, 14.7.1992 tarihinde yayımlanan Seri III Tebliğ No 12 hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip, kurul'ca kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evraktır.¹¹

e.Banka Garantili Bonolar

Bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve kurul'ca kayda alınmasını müteakip, ihraç edilen kıymetli evraktır.

Banka bonusu ve banka garantili bonolar piyasada, menkul kıymet arzındaki darlığı giderme açısından duyulan ihtiyacı karşılama işlevini yerine getirirler.

f.Finansman Bonoları

Anonim ortaklıkların borçlu sıfatıyla düzenleyip SPK tarafından verilen izin çerçevesinde ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı kıymetli evraklardır.

¹¹IMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Ağustos 1992, s.48-49.

Finansman bonoları dört şekildedir:

Garanti kaydı taşımayan A tipi bonolar,

Ortaklığa karşı taahhüt edilmiş banka kredileri ile desteklenmiş B tipi bonolar,

Banka garantisi taşıyan C tipi bonolar,

Bir yeddiemin tarafından bankaya tevdi edilmiş, kurul'ca belirlenen maddi teminatlardan oluşan belirli bir teminat portföyüne dayalı olarak çıkarılacak D tipi finansman bonolarıdır.

Finansman bonolarının vadesi 90-360 gün arasında olup 30 gün katları olarak saptanır. Vadenin başlangıcı bononun satışa sunulduğu ilk gündür.

Tablo II.Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları
(Milyar TL)

	1987	1988	1989	1990
KAMU	4.960,5	8.007,2	15.162,7	25.147,4
Devlet Tah.	2.407,2	4.880,3	10.940,4	18.878,8
Hazine Bon.	1.923,3	2.541,9	3.537,3	5.468,6
GOS	630,0	585,0	685,0	800,0
ÖZEL	2.099,6	3.839,9	7.993,2	16.067,5
Hisse Senedi	1.614,0	3.132,0	6.727,0	14.476,0
Tahvil	436,3	539,4	776,0	1.391,9
Finans. Bon.	49,3	168,5	490,2	199,6
TOPLAM	7.060,1	11.847,1	23.155,9	41.214,9

Kaynak:İş Bankası Yayınları, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.

Tablo III.Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet Stoklarının
Toplam Stok İçindeki Payları(%)

	1987	1988	1989	1990
KAMU	70,3	67,6	65,5	61,0
Devlet Tah.	34,1	41,2	47,2	45,8
Hazine Bon.	27,2	21,5	15,3	13,3
GOS	8,9	4,9	3,0	1,9
ÖZEL	29,7	32,4	34,5	39,0
Hisse Senedi	22,9	26,4	29,0	35,1
Tahvil	6,2	4,6	3,4	3,4
Finans. Bon.	0,6	1,4	2,1	0,5

Kaynak:İş Bankası Yayınları, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.

Sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetler stoklar yönünden incelendiğinde kamu ve özel sektöre ait toplam menkul kıymet stokların 4 yıllık dönemde yaklaşık 6 katın üzerinde artış göstererek 1990 sonu itibarıyla 42 trilyona yaklaştığı görülmektedir(Tablo II).

Toplam stoklar içerisinde devlet tahvillerinin payı 4 puan artışla %46'ya ulaşırken Hazine bonusu ve gelir ortaklığı senetlerinin payları 8-9 puanlık bir gerileme ile sırasıyla %13,3 ve %1,9'a düşerek(Tablo III), kamu kağıtlarının toplam stoklara oranı ise 1987-1990 dönemleri arasında %70,3'ten %61,0'a gerilemiştir. Buna karşılık, özel sektör tahvilleri nispi payını korurken, hisse senedi stokları stoklarının toplam içerisindeki payının %23'den %35'e çıkması nedeniyle özel sektör kağıtlarının toplam stok içindeki payı da %30'dan %39'a yükselmiştir.

g.Kar-Zarar Ortaklığı Belgeleri

Bu belgeler hem hisse senedi ve hem de tahvil özelliği gösteren melez bir yatırım aracı olup gerçekte dini inanışları gereği faize karşı olan tasarruf sahiplerinin tasarruflarını finansal sisteme aktarmak için yaratılmış bir finansal araçtır.¹²

KOB belgelerinin ihracı SPK iznine bağlı olup, vadeler ise 3 ay ile 7 yıldır. Bazı durumlarda ise 15 yıla kadar uzayabilmektedir.

h.Katılma İntifa Senetleri

Kar-zarar ortaklığı belgelerine benzer nitelikte olup, kardan pay alma hakkı tanımakla birlikte ortaklık ve oy hakkı sağlamayan bir menkul kıymet türüdür. Çıkarılışları SPK iznine bağlıdır.

ı.İpotekli Borç Senetleri

Gayrimenkul rehni ile temin olunan şahsi bir araç olup, kişisel alacağın ipotekle teminat altına alınması yanında gayri menkul değerinin tedavülü imkanını vermektedir.

İpotekli borç senetleri var olan borca karşılık veya ortada bir borç yok iken düzenlenerek borçlanma amacıyla çıkarılabilirler. Türkiyede yaygın bir kullanımı olmayan bu borçlanma türü bazı batı ülkelerinde konut projelerinin finansmanında kullanılmaktadır.

¹²Bozkurt, a.g.e., s.245.

1.3.5.Sermaye Piyasasının İşleyişi

1.3.5.1.Birinci El Piyasalar

Tasarruf sahiplerinin, tahvil ve hisse senedi gibi hak temsil eden belgeleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan alabildikleri durumlardabirincil piyasa söz konusudur.

Birinci el piyasada önemli olan menkul kıymetleri ihraçtan almaktır ve arada bir banka veya aracı kurumun olması işlemin birinci el piyasada olmasına engel değildir.¹³

Menkul kıymetlerin halka arzı SPK iznine bağlıdır. Ancak bu konuda bazı ayırımlar yapılarak anonim şirketler, tahvil ve hisse senedi ihracında izin almaktadırlar. Komandit şirketler ise halka arz suretiyle sadece tahvil ihraç edebilirler. SPK'dan izin alması gerekmeyen kuruluşlar ise mahalli idareler, kamu iktisadi teşebbüsler ve genel bütçeli idarelerdir. Menkul kıymetlerin halka arzı için Sermaye Piyasası Kuruluna başvurulur. Başvuru için gerekli belgeler halka duyurulacak izahname, şirketin esas sözleşmesi ve kurulun gerekli gördüğü raporlardır. Kurulun bu belgeleri inceleme süresi 30 gündür. İncelemenin esas amacı yatırımcıyı aydınlatacak bilgilerin doğru ve tam olmasıdır ki dolayısıyla bu süre uzatılabilir.

Tahvillerin adedi, faiz ve satış şartları T.C. Merkez Bankası'nın yetkisi altında tutulmuştur. Menkul kıymetlerin halka arzı en çok üç ay içinde gerçekleşmelidir.

Kanunda hisse senetlerinin satışına karşı bir taahüt vardır ki üç ay içerisinde satın alınmayan senetlerin ihraççı kuruluş veya kişiler tarafından bedellerinin geri ödenerek alımıdır.

¹³Karlı, a.g.e., s.26.

Aşağıdaki tablolarda bu piyasaya ilişkin 1986-1990 yılları arasındaki Kamu ve Özel sektör ihraçları hakkında istatistiksel bilgiler çıkarılmıştır.

Tablo IV. Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet İhraçları
(Milyar TL)

	1986	1987	1988	1989	1990
KAMU	3.277,3	6.659,9	8.931,1	17.279,0	21.501,1
Devlet Tah.	1.269,4	2.045,4	3.816,2	9.061,0	12.458,4
Hazine Bon.	1.787,9	3.954,5	5.114,9	7.634,3	8.442,7
GOS	220,0	660,0	-----	400,0	600,0
Konut Sert.	-----	-----	-----	183,7	-----
ÖZEL	226,5	689,4	909,5	2.434,8	5.985,6
Hisse Sen.	102,0	187,2	364,5	971,5	4.106,7
Tahvil	75,0	338,0	177,5	545,5	793,8
KOB	0,9	0,8	0,2	2,0	4,0
Banka Bon.	48,6	66,1	182,0	173,9	-----
Finans. Bon.	-----	52,3	132,3	580,4	226,1
MKYF	-----	45,0	53,0	161,5	855,0
Toplam	3.503,8	7.349,3	9.840,6	19.713,8	27.486,7

Kaynak: İş Bankası Yayınları, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.

Tablo IV 'den de görüleceği üzere menkul kıymet ihraçlarında en büyük payı kamu kesimi almaktadır. Özellikle 1980'li yıllardan sonra kamu kesimi finansman açığı menkul kıymet ihracı yoluyla giderilmeye çalışılmıştır.

İç borç yükünü daha uzun vadeye yayarak, etkisini azaltmak amacıyla kısa vadeli hazine bonoları daha az tercih edilmeye başlanmış ve bu kıymetlerin toplam ihraçlar üzerindeki (Tablo V) payı 1986'da % 51'den 1990'da % 30'a gerilerken devlet tahvillerinin payı aynı dönem içerisinde % 36'dan % 45'e çıkmıştır. Özel sektörde finansman ihtiyacını sermaye piyasası araçlarıyla karşılamayı artırdığı görülmektedir.

Özellikle hisse senedi ihraçlarında görülen artış sonucu toplam ihraçlar içindeki payının 1986'daki % 3'den 1990'da % 15'e ulaşması şirketlerin özkaynak kullanımına yöneldiklerini göstermektedir.

Tablo V. Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymet İhraçlarının Toplam İhraçlar İçindeki Payı (%)

	1986	1987	1988	1989	1990
KAMU	93.5	90.6	90.8	87.6	78.2
Dev. Tah.	36.2	27.8	38.8	46.0	45.3
HazineBon.	51.0	53.8	52.0	38.7	30.7
GOS	6.3	9.0	----	2.0	2.2
Kon.Sertif.	----	----	----	0.9	-----
ÖZEL	6.5	9.4	9.2	12.4	21.8
Hisse Sen.	2.9	2.5	3.7	4.9	14.9
Tahvil	2.1	4.6	1.8	2.8	2.9
KOB	----	----	----	----	-----
B.Bonosu	1.4	0.9	1.8	0.9	-----
Finan.Bon.	----	0.7	1.3	2.9	0.8
MKYF	----	0.6	0.5	0.8	3.1

Kaynak: İş Bankası Yayınları, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.

1.3.5.2.İkinci El Piyasalar

Daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasalar ekonomi için yeni bir kaynak yaratmamakla birlikte sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir role sahiptirler. İkinci el piyasa, bir yönüyle ekonomik gelişmelerin değerlendirildiği yer olup, kurulan bir anonim şirketin menkul kıymetleri, şirketin başarısına ve gelişmesine göre ikinci el piyasada değerini bulur. İkincil piyasa menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birinci el piyasaya talep yaratır ve onun gelişmesine yardımcı olur. Bu bakımdan sermaye piyasasında ikinci el piyasa birinci el piyasa kadar önemlidir. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır.

Borsalardan başka birde borsa dışı (Over the Counter) piyasa vardır. Birinci el piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikinci el piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinci ile çalışır.¹⁴

İkinci el piyasanın etkin çalışması için üç koşul vardır. Birincisi likiditenin yüksek olmasıdır ki menkul kıymetin en hızlı şekilde ve en az değer kaybı ile paraya çevrilmesidir. İkincisi ise işlem maliyetlerinin düşük olmasıdır. Üçüncüsü ise bu piyasadaki menkul kıymetler ile ilgili bilgilerin en hızlı ve en düşük maliyetlerle yatırımcılara ulaşmasıdır.

İkinci el piyasaların etkin çalışması, ihracatçıların vade kısıtlamalarını da ortadan kaldırarak, ihraççı kuruluşun çıkardığı uzun vadeli tahviller ikinci el piyasada daha sık el değiştirmesi sağlanır. Böylece uzun vadeli fon ihtiyacı kısa dönemli fonlarla finanse edilebilir.

¹⁴Karlı, a.g.e., s.27.

Diğer taraftan yatırımcıların elindeki fonların ekonomiye kazandırılması ve çeşitlendirme yoluyla da yatırımcının riski de en aza indirgenmiş olur.

Bir takım denetim ve gözetim mekanizmaları ile de yatırımcı korunmaktadır.

Aşağıdaki tablolarda (Tablo:VI ve Tablo:VII) ikinci el piyasalarda menkul kıymet türlerine göre 1986-1990 yılları arasında istatistiki bilgiler verilmiştir.

Tablo VI.İkinci El Piyasada İşlem Hacmi (Milyar TL)

	1986	1987	1988	1989	1990
KAMU	2.247,5	5.185,9	10.360,0	32.253,3	96.566,0
DevletTah.	546,3	1.520,1	2.630,9	10.828,0	61.802,9
Haz. Bon.	1.412,0	3.219,9	7.320,8	18.762,8	32.044,8
GOS	289,2	359,6	394,6	1.087,9	919,3
KonutSert.	-----	-----	-----	16,2	168,1
Dv.End.Ta.	-----	86,3	13,7	1.558,4	1.631,9
ÖZEL	149,5	647,5	1.527,3	4.244,4	20.022,8
Hisse Sen.	8,7	105,4	149,0	1.735,9	16.148,0
Tahvil	104,4	394,9	1.032,2	1.463,3	3.006,2
B.Bonosu	36,4	95,5	170,4	188,3	197,8
F.Bonosu	-----	51,7	175,7	856,9	670,8
TOPLAM	2.397,0	5.833,4	11.887,3	36.497,7	116.588,8

Kaynak:İş Bankası Yayınları, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.

İncelenen dönemde kamu menkul kıymetlerinin işlem hacmi 43 kat, özel sektör menkul kıymetlerinin ki de 134 kat artmıştır (Tablo VI). İkinci el piyasada toplam işlem hacmindeki artış 50 kat olmuştur.

Kamu kesimi menkul kıymetlerinin ikinci el piyasa işlemlerindeki payı giderek düşüş kaydetmesine rağmen ağırlığını korumaktadır. Bu oran 1986'da % 94 iken 1990'da % 83'e düşmüştür.

Tablo VII. Menkul Kıymetlerin İşlem Görme Oranı (%)

	1986	1987	1988	1989	1990
Hisse Sen.	1.2	3.3	7.3	11.2	27.7
Ö. Se. Tah.	79.5	90.5	191.4	188.4	216.0
Fin. Bon.	-----	104.9	104.3	174.8	336.1
Dev. Tah.	36.1	63.1	53.9	99.0	327.4
Haz. Bon.	171.7	167.4	288.0	530.4	586.0
GOS	78.1	57.1	67.5	158.8	114.8

Kaynak: İş Bankası Yayınları, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.

Hisse Senedi -Yıllık İşlem Miktarı/Yıllık Ortalama Hisse Senedi Sayısı

Diğerleri-Yıllık İşlem Hacmi/Yıl Sonu Stok Miktarı.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK SERMAYE PİYASASINDA TAHVİLLER VE HUKUKİ YAPI

2.1.Tahvil

2.1.1.Tahvil Tanımı

Finansal araçlar bir kaç grupta toplanabilir:

- a. Alacak hakkının temsil eden finansal araçlar (Debt Instruments)
- b. Ortaklık hakkını temsil eden araçlar (Equity Instruments)

Ortaklık hakkını temsil eden finansal araçlar, hisse senedi ve benzer türleri iken, borçlanma amacıyla çıkarılan finansal araçlar ise belli bir vade için çıkarılan ve bu süre içinde sabit miktarda faiz ve vade sonunda anapara ödemesini kapsayan araçlardır. Bu araçlara örnek olarak tahvil ve hazine bonusu gösterilebilir.¹⁵

Tahvil sahibinin, hisse senedi sahibine nazaran birtakım avantajlar vardır. Tahvil ihraç eden şirket tasfiyeye gittiğinde, tahvil sahipleri alacaklı olarak tasfiye gelirinden, hisse senedi sahibinden önce pay almakta ve ayrıca tahvili ihraç eden şirket finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirmezse tahvil sahiplerinin yasal yollara başvurarak şirketin iflasını talep etme hakları bulunmaktadır.

¹⁵İmpexbank, Tahvil İşlemleri Türkiye Uygulamaları ve İkinci El Tahvil Piyasası Düzenlemeleri, İstanbul, s.4.

Tahvil tanımını Türk Ticaret Kanunun 420. maddesinde belirtilen açıklamadan yararlanarak şöyle yapılabilir;

Kamu kuruluşları veya şirketlerin halktan borçlanma yoluyla sağladıkları fonlar için çıkardıkları eşit değer ve aynı ibareli, kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen borç senetleridir. Bu tanımdanda anlaşılabacağı üzere piyasa değerinin eşit olması ve aynı ibareyi taşıması şeklinde iki ana özelliği bulunmaktadır.

TTK Md. 425 ve 427'ye göre tahvillerin aşağıdaki kayıtları içermesi gerekmektedir.

- i.Esas sermaye miktarı,
- ii.Şirketin ünvanı, konusu, merkezi ve süresi, ticaret sicil numarası,
- iii.Ana sözleşme tarihi ve bunda değişiklikler yapılmışsa bunlarında tarihleriyle tescil ve ilan edildikleri tarihler,
- iv.Şirketçe tasdik edilmiş bilançoya göre şirketin durumu,
- v.Evvelce çıkarılmış ve yeni çıkarılacak tahvillerin nominal kıymetlerinin tutarı, yenilerinin itfa şekli, her tahvilin itibari kıymetiyle faiz oranı, nama veya hamiline yazılı olduğu,
- vi.Tahvil çıkarılmasına ilişkin genel kurul kararının tescil ve ilan tarihi,
- vii.Şirketin menkul ve gayri menkullerinin, evvelce çıkarılan tahvillerden veya diğer bir sebepten dolayı rehnedilmiş veya teminat gösterilmiş olup olmadığı,
- viii.İtfa planı (Repayment),
- ix.Şirketi temsile yetkili en az iki imza.

Yukarıda belirlenen hususların, tahvil ihracından önce hazırlanan izahnamede yer almasından sonra, izahnamenin Ticaret Mahkeme'sine tasdik ettirilmesiyle Ticaret Sicili'ne tescil edilmesini takiben tahvilin metninde de yer alması gerekmektedir.

Muhtelif küpürler halinde çıkarılabilen tahvillerde her k p r n kıymetinin yuvarlak ve seri içinde birbirlerine eşit olması gerekir.

Tahvil, anonim şirketlerin ortak sayısını artırmadan uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamakta başvurdukları bir araç olup mahiyeti itibarıyla menkul kıymet niteliğindedir.

Bununla birlikte:

- Getirisinin genelde sabit olduğu,
- Ortaklık tasfiyesinde alacaklı açısından öncelikli olduğu,
- İtfasında sahibinin ortaklıkla ilişkisinin kalmadığı,
- Ödünç verme işleminden doğan bir borç hakkını temsil ettiği, ancak takip hukuku açısından bir kambyo senedinin avantajlarına sahip olmadığı ,
- Belli bir vadede ödenmesi gerekli bir borç olması nedeniyle itfasının zorunlu olduğu görülmektedir.

2.1.2.Tahvilde Kanuni Güvence

Tahvil çıkaran kurulu , küçük tasarruf sahibinden oluşan halk kitlelerine karşı borçlanmaktadır.¹⁶

Birçok ülkede tahvile yapılan yatırımlar bir tasarruf mevduatı gibi çeşitli kanuni güvenceler altındadır. Ayrıca tahvil ihraç eden kurumlar daha fazla güvence sağlamak için çeşitli şekillerde garantili tahviller ihraç etmektedirler.

Ülkemizde tahvil sahibi olan yatırımcıyı koruyan herhangi bir güvence bulunmamaktadır.

¹⁶Kar lı, a.g.e., s.264.

Yalnız Ticaret Kanunumuz tahvil ihracı kararı alınmasını şirketlerin yönetim kurumlarına değil, genel kurullarına bırakmış ve olağanüstü genel kurulda % 75'lik toplantı çoğunluğu öngörmüş, ayrıca üçte iki karar alma çoğunluğunu getirmiştir. İlk toplantıda % 75'lik çoğunluk sağlanmasa bile, ikinci genel kurulda aynı çoğunluk şartı aranmaktadır. Bu çoğunluk şartları, kuruluşların gereksiz veya aşırı borçlanmasını önlemek ve küçük yatırımcıyı korumak amacıyla konulmuştur.

Tahvil Ticaret Kanunumuzda ticari senet sayıldığı halde, İcra İflas Kanunumuz tahvili adi borç senedi saymaktadır. Anapara veya faizi ödemeyen bir tahvile karşı icra takibati yapıldığında, tahvil bono, çek ve poliçelerin gerisinde kalmaktadır.

2.1.3. Tahvil İhracı ve Halka Satış Esasları

2.1.3.1. İhraç İzni

T.T.K. 420-433. maddelerinde tahvil bir menkul kıymet olarak tanımlanırken, tahvil ihracını düzenleyen hükümler bulunurken tahvilin satışı, ikinci el piyasada işlem görmesi ve küçük yatırımcının korunması gibi konularda herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır.

1982 yılına kadar tahvil ihracı ile ilgili miktar, faiz ve satış şartları gibi konular T.C. Merkez Bankası tarafından yürütülmekteydi. Bu tarihten itibaren bu yetkiler Sermaye Piyasası Kuruluna devredilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu, kamu tahvil ihracı hariç bütün tahvil ihraçlarına izin verme yetkisine sahip iken kamu tahvil ihracında ise Sermaye Piyasası Kurulu'na sadece bilgi verilmektedir.

Uygulamada özel sektöre mensup anonim şirketler ihraç edecekleri tahvillerin faiz oranını serbestçe belirleyebilirken, miktar ve satış şartlarının belirlenmesinde SPK yetkilidir.

Ayrıca bu konuda T.C. Merkez Bankası'nın miktar, faiz ve satış şartlarının tesbitinde almış olduğu kararlara ve düzenlemelere uyulur.¹⁷

T.C. Merkez Bankası'nın 1988 yılında yayımladığı tebliğ ile çıkarılacak olan tahvil faiz oranının, bankalarca yıllık vadeli mevduata uygulanan azami faiz oranının %20'sini aşamayacağı şartıyla ilk ihraç sırasında serbest bırakılmış ve faiz ödemelerinin yıllık, 6 aylık ve 3 aylık kuponlara bağlı olarak yapılabilirken, aynı tertipteki farklı farklı küpürler için farklı faiz ödeme dönemleri tespit edilebilir. Bununla birlikte ihraç edilecek tahvillere ilişkin izin belgesinin verildiği tarihten itibaren 6 ay içinde satış işleminin başlatılmaması halinde alınan izin geçersiz olacaktır.

Halka açık olan şirketlerde tahvil çıkarma yetkisi ana sözleşme ile yönetim kuruluna verilirken izin başvurusunun genel kurul veya yönetim kurulu kararının alınmasından sonra en çok bir yıl içinde yapılması gerekir.

SPK tarafından istenen belgelerin eksik olması durumunda, belirtilen sürede bu eksik belgeler tamamlanmazsa başvuru geçersiz sayılır ve başvurularda en çok otuz gün içerisinde sonuçlandırılmaktadır.

2.1.3.2. Tahvil İhraç Sınırı

Tahvil ihraç sınırı, tahvil ihraç edecek olan kuruluşun halka açık veya kapalı kuruluş olmasına göre değişiklik göstermektedir.

¹⁷İmpexbank, a.g.e., s.25.

Hisse senetleri, halka arz edilmiş ortaklıkların çıkaracakları toplam tahvil tutarı genel kurulca onaylanan son bilançodaki ödenmiş sermaye ile yedek akçelerin toplamından varsa zararların çıkarılmasıyla kalan miktarı geçmemektedir.

Buna karşın SPK, esas alınan bilançonun pasifinde yeralan yeniden değerlendirme değer artış fonu ile iştiraklerde değer artış karşılığını, tahvil ihraç limitinin hesaplanmasında dikkate almaktadır.

Bakanlar kurulu'nun 1986 yılında aldığı kararla, son üç yıl içerisinde zarar etmemiş olan anonim ortaklıkların SPK onayı almaları şartıyla tahvil ihraç limitinin 6 katına kadar tahvil ihraç edebilmektedir.

Bu verilere göre bir anonim ortaklık tahvil ihraç limiti şu şekilde hesaplanmaktadır;

Genel kurulda onaylanmış bilançoya göre.

- a. Ödenmiş sermaye
- b. Yeniden değerlendirme artış fonu (+)
- c. Zararlar toplamı (-)
- d. Halka açık anonim ortaklıklarda yedek akçeler (+)
- e. İştiraklerde değer artış karşılığı (+)

Tahvil İhraç Limiti = $\{a + b + (d) + e - c\} * 6$ şeklinde hesaplanır.

Halka açık olmayan anonim ortaklıklarda yedek akçeler ihraç limiti dışındadır.

2.1.3.3.Tahvillerin İtfası (Repayment)

Tahvillerin arka yüzlerinde belirtilen bir ödeme planı dahilinde itfa edilmesi ve halka arz edilen tahvillerde bu planın izahname ve sirkülerde yer alması zorunluluğu vardır.

Tahvilin ana para ödemesi ise bir defada ödenecektir. İki yıldan uzun vadeli tahvillerin ana parası ilk taksidinin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yıl sonuna, son taksidinin ise tahvil vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle de ödenebileceği ve itfa edilecek tahvillerin noter huzurunda çekilecek kura ile belirleneceği hükme bağlanmıştır.

2.1.3.4. Erken Paraya Çevirme Taahhüdü

Vadenin başlangıç tarihiyle beraber onu izleyen 2 yıllık süre sonrası için tahvil metninde, izahname ve sirkülerde belirtilerek taahhüd edilmek şartı ile erken paraya çevrilebilir tahviller çıkartılabilir.

2.1.3.5. Tahvillerin İhraç Fiyatı (Issuing Price)

T.C. Merkez Bankası'nın 1982 yılındaki tebliği ile tahvillerin nominal değerinin %5'i üzerinde iskonto yapılamayacağı şartı getirilirken, satış tarihi ile satış süresi sonu arası döneme ait faiz tutarı kadar indirimli olarak satılabilirken, bu indirim günlük, haftalık ve aylık olarak kademeli olarak yapılabilir.

Ayrıca tahviller satış süresi içerisinde bir aracı kurum tarafından tamamen alınıp satılsa dahi, bu fiyatların altında satılamayacağı şartı getirilmiştir.

2.1.3.6. Tahvillerin Vadesi (Maturity)

Tahvillerin vadesi 2 ila 7 yıl arasında olup vade başlangıcı satış süresinin bitiminde başlar.

2.1.3.7.Piyasa Değeri

Tahvillerin değeri ikinci el piyasasında oluşan değerlerdir.Tahvilin nominal faiz oranı, cari piyasa oranının altında ise piyasa değeri nominal değerin altında, tersi olursa nominal değerin üstünde oluşur.¹⁸

Faiz oranının yükseldiği dönemde daha önce çıkarılmış tahviller değer kaybeder ve faiz oranlarının düştüğü dönemlerde ise değer kazanırlar.

2.1.3.8.Fona Yatırılacak Ücret

Kurul izniyle satışı yapılacak tahvillerin ihraç tutarının %0.3'ünün T.C. Merkez Bankası nezdinde açılmış olan özel bir hesaba yatırılması öngörölmüştür.

2.1.3.9.Satılamayan Tahviller

Satış süresi içerisinde satılamayan tahviller en geç 6 iş günü içerisinde noter huzurunda tespit edilip iptal olurken, çıkarılan tahviller tamamen satılmadıķa ve satılamayanlar iptal edilmedikçe yeni tahvil çıkarılamaz.

2.1.3.10.Borsaya Başvuru

Ortaklıklar, halka arz ettikleri tahvilleri kote ettirmek üzere, satış süresinin sonundan itibaren 30 gün içerisinde borsaya başvurmakla yükümlüdürler.

¹⁸İř Bankası, a.g.e., s.25.

2.1.3.11.Kurul'a Verilecek Bilgiler

Tahvil ihraç eden anonim ortaklıklar, tahvil satış sonuçlarından başka, faiz ödemelerini, yerine getirdikleri erken paraya çevirme taahhüdlerini ve itfa tutarlarını her yılın üçer aylık dönemleri itibarıyla, ilgili oldukları dönemi izleyen bir ay içinde SPK'ya bildirmek zorundadırlar.

2.1.4.Tahvil İhracında Takip Edilen Prosedür

Tahvil ihracında takip edilecek prosedür, ortaklığın halka açık olup olmaması ve ihracın halka arz edilip edilmemesine göre değişmektedir.

a.Tahvil ihracının hangi miktar ve şartlarda yapılacağı yönetim kurulu kararıyla belirlenir.

b.Ana sözleşmeleri veya alınmış genel kurul kararı ile tahvil çıkarma yetkisini yönetim kuruluna devretmemiş kuruluşlarda genel kurulun toplanması ve yönetim kurulunun almış olduğu kararı onaylaması gerekmektedir.

c.Çıkarılacak tahvilin miktar, faiz, vade ve itfa gibi konuların yer alacağı izahnamenin hazırlanması gerekmektedir.

d.Tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna verildiği hallerde izinden sonra, verilmediği hallerde mahkeme tasdik'inden sonra kurul'un izin belgesi ile Ticaret Sicili'ne başvurularak izahname tescil ve satış süresinin başlamasından en az 15 gün önce yapılması gerekir.

e.Tahvil çıkarma yetkisi ana sözleşme ile yönetim kuruluna verilmemişse genel kurul kararı ve izahname ile birlikte yetkili ticaret mahkemesine onay için mürakat etmekte aksi takdirde mahkeme tasdikine gerek kalmamaktadır.

f.Sermaye Piyasası Kurul'una bir dilekçe ile mürakat edilerek, aşağıdaki belgelerin verilmesi gerekmektedir :

- Tebliğdeki eklere göre düzenlenmiş izahname ve sirküler,
- Son üç yıla ait kar/zarar ve bilanço tabloları,
- Değişiklerle birlikte ana sözleşme,
- Genel kurul kararının ilan edildiği Ticaret Sicili Gazetesi veya ana sözleşme ile verilen yetkiye dayanarak tahvil çıkarılıyorsa yönetim kurulu kararının tasdikli sureti,
- Basılacak tahvil örneği
- Tahvil ihraç eden kuruluşun yaptığı tahvil satın alma anlaşmaları varsa bunların yazılı belgeleri,
- Kuruluşun, satış süresi sonunda satılamayan tahvillerin 6 işgünü içerisinde iptal edileceğine ilişkin yazılı beyan,
- Tahvil hasılatının nerede kullanılacağına ilişkin finansman projesi.

g.Halkın tahvilleri satın almaya davet edilmesi satışın başlayacağı günden itibaren en az 6 iş günü önce İstanbul ve Ankara'da yayınlanan yüksek tirajlı gazetelerle yapılan ilanlar yoluyla gerçekleştirilecektir.

h.İzahnamenin yayınlandığı Ticaret Sicili Gazetesi, sirkülerin yayınlandığı gazete ve satış süresi sonunda satılamayan tahvillerin noter önünde iptal edildiğini gösterir belgenin satış süresinin sonundan itibaren 6 işgünü içerisinde Kurula verilmesi gerekmektedir.

ı.Şirketler halka arz ettikleri tahvilleri kote ettirmek üzere, satış süresinin sonundan itibaren 30 gün içerisinde borsaya başvurmakla yükümlüdürler.

j.İzahname ve sirkülerde yer alan kuruluşla ilgili bilgilerin gerçeğe uygun bir şekilde çeşitli medya araçları yoluyla kamuya duyurulması gerçekleştirilecek ve bu duyuruların birer örnekleri kurula gönderilecektir.

Tahvillerin halka arz işlemleri ve ihraç maliyetleri bir şekil (Şekil 2) aracılığıyla ve kredi maliyetiyle karşılaştırmalı olarak bir örnek içinde verilmiştir.

2.1.5.Tahvil İhraç Maliyeti

Şirketler, tahvil ihraç edilmesi halinde ortaya çıkan maliyetin hangi faiz oranında krediye eşit olduğunu bilmek durumundadır.

Aşağıda bununla ilgili bir örnek verilmiştir :

Tahvilin Özellikleri :

İki yıl vadeli yılda bir %69 faiz ödemeli, 2.yılın sonunda anapara ödemeli

Brüt Faiz Oranı = % 69.000

Net Faiz Oranı = % 61.755

Tahvillerin Satış Fiyatı = 1.000.000 TL

Tahmini Banka Aracılık Komisyonu % 2.00 = (20.000 TL)

Aracı Banka Tarafından Ödenecek Tutar = 980.000 TL

İhraç Masrafları = (9.000 TL)

% 03 SPK İzin Ücreti

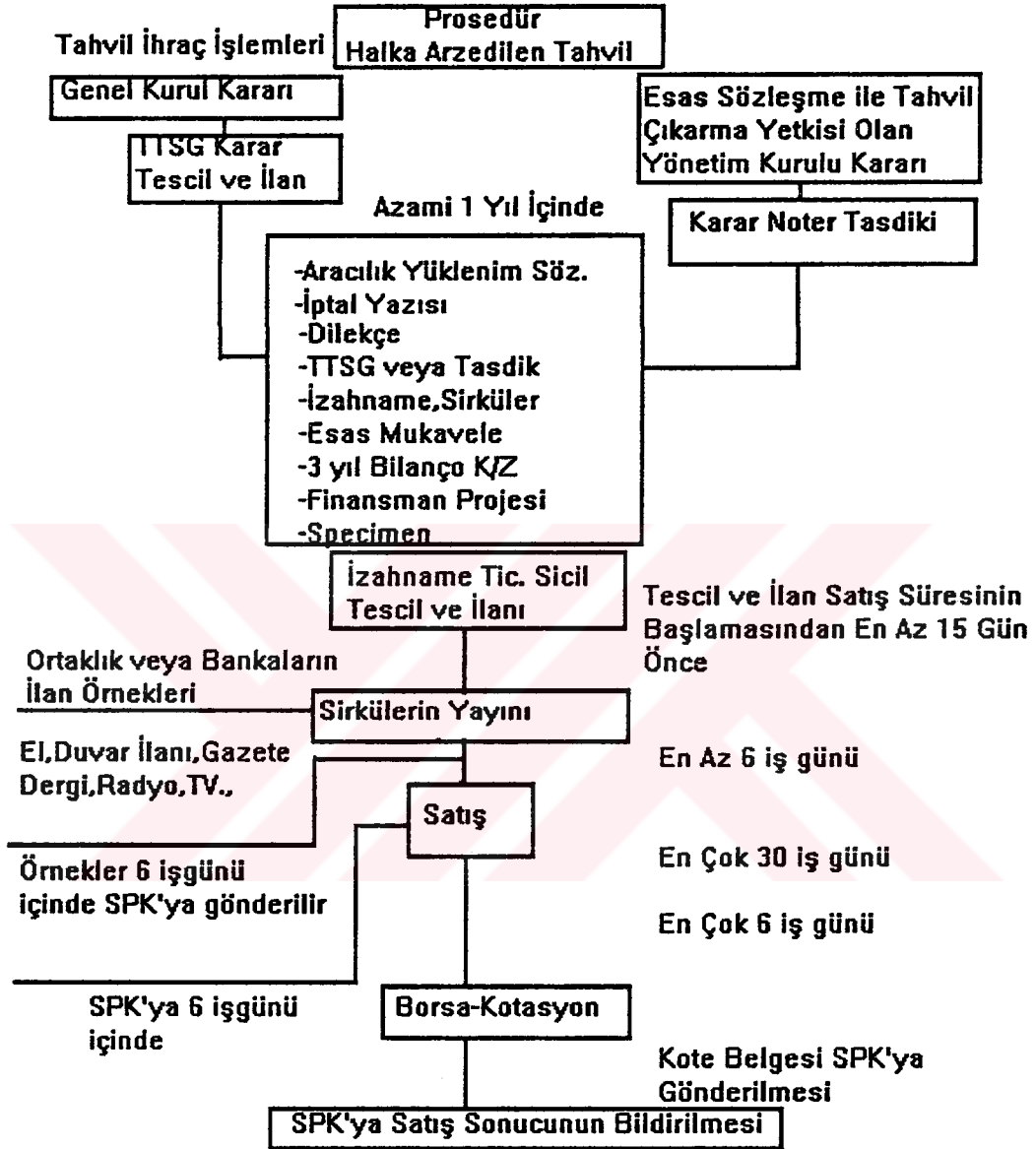
% 04 Damga Vergisi

% 02 Tahmini Baskı İlan Tescil vs.

NET TAHVİL HASILATI = 971.000 TL

Kuruluş,tahvil ihracından dolayı net olarak 971.000 TL hasılat elde edecektir.

Şekil 2. Tahvil İhracında Takip Edilen Prosedür



Kaynak: İmpexbank, Tahvil İşlemleri Türkiye Uygulamaları ve İkinci El Piyasası Düzenlemeleri, s.56.

Maliyet :

Yıllar itibarıyla ödenecek faizler ile anapara çıkışlarını net tahvil hasılatına eşitleyen iç iskonto oranı ise tahvilin maliyeti olacaktır.

$$\text{Net Tahvil Hasılatı} = \frac{\text{Faiz(1.yıl)}}{(1+R)} + \frac{\text{Faiz(2.yıl)} + \text{Anapara}}{(1+R)^2}$$

$$971.000 = \frac{690.000}{(1+R)} + \frac{1.690.000}{(1+R)^2}$$

$$\text{Maliyet} = R = \% 72.15$$

Görüldüğü üzere burada paranın zaman değeride dikkate alınarak tahvil ihraç maliyeti % 72.15 olmaktadır. Bu maliyete ulaşan kısa vadeli kredinin faizi ise % 50.08 olması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile tahvil maliyeti % 58.08 faizli bir kredinin maliyetine eşittir.

% 50.08 Faizli Kredi Maliyeti :

Kredi Faizi	% 50.08
Senet Komisyonu	% 2.00
Gider Vergisi	% 2.60
KKDF Kesintisi	% 3.00
Diğer, Pul vs.	% 0.50

Toplam Faiz ve Giderler	% 58.19
--------------------------------	----------------

3 ayda bir ödeme	% 14.54
------------------	---------

Faizlerin 3 ayda bir ödenmesi ile nihai maliyet :

$$R = (1 + \%14.55)^4 - 1 = \%72.15 \text{ dir.}$$

2.1.6.Tahvillerin Değeri

Bütün menkul kıymetlerde olduğu gibi, tahvillerinde üç türlü değeri vardır;

a.Nominal Değer(Nominal Value)

Tahvilin üzerinde yazılı olan değerdir.Bu değer sabittir ve itfada bu değer üzerinden ödeme yapılır.

b.İhraç Değeri(Issue Value)

Tahviller,nominal değer altında belirli bir iskonto ile satılabilirler.

$$\text{İhraç Değeri} = (\text{Nominal Değer} - \%5 \text{ Kanuni İndirim} + \text{Erken Satış Primi})$$

şeklinde hesaplanır.

Bu şekilde hesaplanan ihraç değeri satışın son günü yaklaştıkça nominal değere doğru yaklaşır ve son gün nominal değer - % 5 olur. Ertesi gün ise faiz işlemeye başlar.

c.Piyasa Değeri(Market Value)

Tahvillerin ikinci el piyasasında oluşan değerleri olup nominal değerden çok farklı oluşmaz.

Tahvillerin piyasa değeri şu faktörlerden etkilenir;

- Paraya çevrilebilir olmasa dahi, her tahvilin piyasada her an için bir değeri vardır. Bu değer (Anapara + son faiz ödemesinden beri işlemiş günlük faiz) toplamı civarındadır. Tahvilin yıllık net faizi 365 ile bölünüp geçen gün sayısı ile çarpıldığında işlemiş net faizi bulunur.
- Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının altında ise, piyasada borsa değeri başabaş(nominal) değerinin altındadır. Bu durumda iskontolu işlem görüyor (Trading at a discount) denilir. Normal olarak tahvillerin üzerinde bir miktar işlemiş faiz bulunduğu için, işlemiş faizle birlikte genellikle başabaşın üstünde fiyat bulur. Tahvilin nominal faiz oranı cari piyasa faiz oranının (Current market rate) üstünde ise, piyasa ya da borsa değeri (faiz hariç) nominal değerın üstünde oluşur. Bu durumda da tahvilin primli işlem gördüğü (Trading at a premium) anlaşılır.
- Normal ekonomik şartlar altında, büyük ve tanınmış şirketlerin tahvilleri ile büyük banka ve holdinglerin garantisine sahip tahviller diğerlerine oranla ikincil piyasada daha yüksek değer bulurlar.¹⁹

2.1.7. Tahvillerin Zaman Aşımı ve Zayii

Tahvil bir borç senedidir, dolayısıyla en son kupon vadesinden itibaren beş yıl sonra zaman aşımına uğrarlar.

¹⁹İMKB Yayınları, a.g.e., s.45.

Tahvillerin zayii'nde ;

a.Nama yazılı olanlar

Nama yazılı menkul kıymetlerin devri birtakım kurallara tabidir.Kayıtlı olan gerçek sahibinin kabulü olmaksızın menkul kıymetin el değıştirmesi mümkün olmayıp, zayiinde mahkeme kararıyla eskisinin iptal edilip yenisinin düzenlenmesi gerekir.

b.Hamiline yazılı olanlar

Hamiline yazılı olan menkul kıymetin mülkiyeti, kıymeti elinde bulundurandadır. Dolayısıyla bu tür tahvilin zayiinde, durumun ancak mahkemede ispat edilmesiyle kıymetin iptali veya iadesi mümkündür.

c.Kupon ve Talonlar

Faiz - temettü kuponu ve talonlar, üzerlerinde aksine bir hüküm olmadığı sürece hamiline yazılı sayılırlar. Ancak tahvil sahibi kuponunu zayii ettiğine dair bir iddia ile mahkemeye başvurusunda, durumun ispatı için asıl kıymetin mahkemeye ibraz edilmesi yeterlidir.

2.1.8.Tahvilin Piyasa Değerini Etkileyen Faktörler

Tahvillerin piyasa değerini etkileyen faktörler risk faktörü başta olmak üzere,vadesi, faiz oranı ve verim oranı etkiler.

2.1.8.1.Risk Faktörü

Tahvil alıcıları için tahvil ihraç eden kuruluşun mali durumu yatırım için büyük önem taşımaktadır ki kuruluşun karlılık, borçları ve üretim miktarı gibi konular tahvil yatırımcısının riskini oluşturan faktörlerdir. Risk oranı yükseldikçe tahvil fiyatları olumsuz yönde etkilenir.

2.1.8.2.Cari Faiz Oranı

Tahviller için en az verimi ifade eden faiz oranıdır. Bu oran yükseldikçe tahvil fiyatı olumsuz, düştükçe de olumlu yönde etkilenir.

2.1.8.3.Vade

Kuruluşun mali durumunun, faiz ve enflasyon oranlarının uzun vade de nasıl olacağı belirsizlik içinde olup, vade süresinin uzun olması belirsizlik riskini artıracığından tahvil fiyatları olumsuz etkilenir.

2.1.8.4.Net Faiz ve Net Verim Oranları

Tahvillerin net faiz, verim oranları ve üzerlerindeki faiz kuponlarının sayısı tahvillerin fiyatını etkileyen önemli faktörlerdir.²⁰

$$\text{Net Faiz Oranı} = \frac{\text{Tahvilin Net Kupon Bedeli}}{\text{Tahvilin Satınalma Değeri}}$$

$$\text{Net Verim Oranı} = \frac{\text{Tahvil Net Kupon Bed.} + \text{Tahvil Nominal Değ.} + \text{Tahvilin Satınalma Değ.}}{\text{Tahvilin Satınalma Değeri}}$$

²⁰İş Bankası, Menkul Kıymetler, Şubat 1991, s.33.

2.1.8.5.Likidite Faktörü

Tahvilin istendiği anda paraya çevrilebilmesi yatırımcılar için önemli bir kriter olup tahvil fiyatını etkileyen önemli bir unsurdur.

2.1.9. Tahvil ile Hisse Senedi Kıyaslaması

Tahvil ile hisse senedi karşılaştırması yatırımcıya getireceği risk, kazanç faktörlere yani ekonomik açıdan bakıldığında, yatırımcıya getireceği hukuki koşullarında karşılaştırılması gerekir. Ayrıca bu kıyaslama ilgili menkul kıymetin ihraçcısı açısından da kıyaslanması gerekir.

2.1.9.1. Hukuki Açıdan Farklar

Tahvil sahibi, tahvil ihraç eden kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır ve tahvil sahibinin, kuruluşa sağladığı yabancı sermayedir. Hisse senedi ise, bir mülkiyet senedidir.

Hisse senedi sahibi, kuruluşa sahip olduğu hisse senedi oranında ortaktır.Kullandığı sermaye özsermayedir.

Tahvil sahibi, kuruluşun aktifi üzerindeki alacağından başka hiçbir hakka sahip olmayıp, kuruluş yönetimine de katılamaz. Ancak kuruluşun brüt karından, önce tahvil sahiplerine tahvil faizi ödenir. Daha sonra, kuruluş bilançosu kar gösterirse, hisse senedi sahiplerine temettü ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra, kuruluşun mal varlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.

Tahviller, bir itfa planı üzerinde itfa edilir. Hisse senetlerinde ise prensip itibarıyla itfa söz konusu değildir. Fakat isteğe bağlı olarak hisse senetlerinin bir bölümü itfa edilebilir ki bu ise sermaye azaltımıdır. Hisse senetlerinin tamamen itfası ise kuruluşun tasfiyesi demektir.

Tahvilin getirisi belirli ve sabittir. Hisse senedinde ise senet sahibinin hangi yıl ne kadar gelir elde edeceği, hatta gelir elde edip edemeyeceği belirli değildir.

Kuruluşun çıkarılabileceği hisse senedi sayısı hiçbir kayda tabi olmadığı halde (halka açık kuruluşlarda SPK izni hariç), kuruluşların çıkarabilecekleri tahvil miktarı ise sınırlıdır.

Birer katılma payını ifade eden hisse senetlerini yalnız anonim şirketler tarafından çıkarılabilmelerine karşın, tahviller şirketler dışında devlet ve belediyeler gibi tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşları tarafından da çıkarılabilir. (TTK m.420)

Tahvilde kesin bir vade vardır, bu vade sonunda tahvil sahibi ile kuruluş arasındaki hukuki ilişki sona erer. Hisse senedinde vade olmadığı gibi, hisse senedi sahibi ile kuruluş arasındaki ilişki sonsuzdur, sadece hisse senedinin sahibi değişebilir.

Tahviller, mevzuatta itibari değerinin altında bir değerle ihraç edilebildiği halde, hisse senetleri itibari değerinin altında bir fiyatla satılamazlar. (TTK m.268)

Tahvil çıkaran bir kuruluş, tahvillerin bedellerini tamamen tahsil etmedikçe ikinci tertip tahvil çıkaramaz. Oysa, bir tertip hisse senedinden henüz ödenmemiş apeller kalsa bile, ikinci bir tertip hisse senedi ihraç edebilir.

2.1.9.2. Ekonomik Açıdan Farklar

Tahvil ile hisse senedi arasındaki en önemli ekonomik fark risk faktörüdür. Tahvil sahibi tahvil çıkaran kuruluşun kar-zarar riskine katılmaz. Tahvil sahibi için risk, ancak kuruluşun tahvil anapara ve faizlerini ödeyemeyecek duruma gelmesi halinde söz konusudur. Bu nedenle tahvil sahibi hisse senedi sahibine oranla daha avantajlıdır. Tahvil bir borç senedi olduğuna göre, borcu anapara ve faizleri gerektiğinde yargı yollarına başvurmak suretiyle tahsil edilebilir. Kuruluşun iflası veya tasfiyesi halinde de, tasfiyeden önce borçlar ödeneceği için, tahvil sahipleri hisse senedi sahiplerinden önce alacaklarını alır. Hisse senedi sahipleri ise, ancak şirketin mal varlığından bütün borçlar ve tasfiye masrafları çıktıktan sonra, kalanı hisseleri oranında paylaşırlar.

Yalnız, tahvil alacaklıları icra, iflas ve tasfiyede yeterince korunmuş değillerdir. TTK tahvili kıymetli evrak saydığı halde, İcra İflas Kanunu tahvili bono çek ve poliçe gibi mütalaa etmemiş, öncelik bakımından adi borç senedi gibi ticari senetlerin gerisinde bırakmıştır.²¹

Hisse senedi sahipleri tamamen risk altındadırlar. Bu risklerden biri temettü alıp almama riskidir.

Türkiye'de tahvil ihraçları esnasında özel SPK fonuna % 0.3 oranında prim yatırılmaktadır. Bu fon ise, Sermaye Piyasası Kurulu'nun masraflarını karşılamak amacıyla kurulmuştur.

Bir diğer önemli bir ekonomik fark ise, tahvillerin sabit gelirli, hisse senetlerinin de değişken gelirli olmasıdır. Tahvillerde faiz oranlarını devlet tayin eder.

²¹İMKB, a.g.e., s.45.

2.1.10.Tahvilden Elde Edilen Gelirin Vergilendirilmesi

Şubat 1992 itibarıyla, bireysel yatırımcılar için Hazine tarafından çıkarılan devlet tahvili ve hazine bonosunun alım satımından elde edilen anapara kazancı ve faiz gelirleri her türlü vergiden muaftır. Özel sektör kurumlarınca çıkarılan özel sektör tahvillerinin faiz gelirleri ve finansman bonusu ise % 10.50 vergi stopajına tabidir.

2.1.11.Tahvillerde Değerleme

Tahvillerin değerlemesi genel olarak faiz ödeme dönemi başında ve dönemler arasında değerlendirme olarak yapılır.

2.1.11.1.Faiz Ödeme Dönemi Başında Değerleme

a.Vadeye Kadar Getiri(Yield to Maturity)

Bir tahvilin nakit akımlarını, tahvilin bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı vadeye kadar getiri, veya içgetiri oranı olarak tanımlanmaktadır.²²

TD = Tahvilin piyasa değeri

Ft = t dönemindeki ödenecek yıllık faiz

= Tahvilin faiz oranı * Tahvilin nominal değeri

An = Nominal değer

n = Tahvilin vade süresi

PVIFA = Yıllık belirli bir faiz faktörünün bugünkü değeri

PVIF = Faiz faktörünün bugünkü değeri

$$TD = \sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+r)^t} + \frac{An}{(1+r)^n} = F \cdot (PVIFA_{r,n}) + An \cdot (PVIF_{r,n})$$

²²İmpexbank, a.g.e., s.13.

Bu konu ile ilgili örnek verirsek ;

3 yıl vadeye sahip, 15 Mart 1996 yılında vadesi sona erecek olan % 60 sabit faizli, yılda bir defa 15 Mart tarihinde faiz kuponu kesildikten sonra piyasa fiyatı, risk durumuna göre beklenen getiri oranı % 80 iken ne olmalıdır?

Nakit Akımı

	15Mart93	15Mart94	15Mart95	15Mart96
Faiz Ödemesi	---	600.000	600.000	600.000
Anapara Ödemesi	---	---	---	1.000.000

$$TD = \frac{600.000}{(1+0.8)} + \frac{600.000}{(1+0.8)^2} + \frac{600.000 + 1.000.000}{(1+0.8)^3}$$

$$TD = 729.876 \text{ TL}$$

Eğer faiz ödemeleri yarıyıllık olarak yapılıyorsa formül aşağıdaki gibi olacaktır.

$$TD = \sum_{t=1}^{2n} \frac{Ft/2}{(1+r/2)^t} + \frac{An}{(1+r/2)^{2n}}$$

$$= \left(\frac{Ft}{2}\right) * \left(\frac{PVIFA_r}{2.2n}\right) + An * \left(\frac{PVIF_r}{2.2n}\right)$$

Yukarıdaki örneği 6 aylık faiz ödemeli koşulunda çözersek;

$$TD = (300.000) * \left(\frac{1}{(1+0.40)} + \frac{1}{(1+0.40)^2} + \frac{1}{(1+0.40)^3} + \frac{1}{(1+0.40)^4} + \frac{1}{(1+0.40)^5} + \frac{1}{(1+0.40)^6} \right) + \frac{1.000.000}{(1+0.40)^6}$$

$$TD = 783.202 \text{ TL.}$$

b.Kura ile İtfa Edilecek Tahvillerde Değerleme

Bu konuyu bir örnekle açıklamak gerekirse;

1993 yılında ihraç edilmiş, %45 faizli, yılda bir defa 10 Ocak tarihinde faiz ödemeli, 7 yıl vadeli, 3.yılın sonundan itibaren her yılın 10 Ocak tarihinde 1/5'i kura ile itfa edilecek, 1000 TL nominal değerli tahvili, piyasa faiz oranı kadar(%54) getiri sağlamak isteyen yatırımcı 10 Ocak 1985 tarihinde faiz kuponu kesildikten sonra kaç TL fiyatla satın almalıdır?

$$\begin{aligned} i &= 0.54 \\ t &= 7 \text{ yıl} \\ N &= 3 \text{ yıl} \\ ND &= 1000 \text{ TL} \\ f &= \%45 \end{aligned}$$

$$TD = \frac{450}{1.54} + \frac{450}{(1.54)^2} + \frac{1.450}{(1.54)^3} = 878.97 \text{ TL}$$

Beklenen nakit girişi esasına göre tahvilin ödeme planı

Tarih	Beklenen Anapara	Anapara Kalanı	Beklenen Faiz	Toplam
10.1.1993	200	800	450	650
10.1.1994	200	600	360	560
10.1.1995	200	400	270	470
10.1.1996	200	200	180	380
10.1.1997	200	---	90	290

$$TD = \frac{650}{1.54} + \frac{560}{(1.54)^2} + \frac{470}{(1.54)^3} + \frac{380}{(1.54)^4} + \frac{290}{(1.54)^5} = 877.97 \text{ TL}$$

c.Vadeye Kadar Yaklaşık Getirinin Hesaplanması

$$\text{Vadeye Kadar Yaklaşık Get. (i)} = \frac{\text{Dönem Başına Sermaye Kazancı / Kaybı} + \text{Her Dönem Ödenen Faiz Mik.}}{\text{Ortalama Yatırım Miktarı}}$$

$$= \frac{\left(\frac{[AN - TD]}{N} \right) + F}{\frac{(AN + TD)}{2}}$$

Yine bir örnekle açıklarsak;

Önceki uygulamada tahvilin 20 Ocak 1985 tarihindeki piyasa fiyatı 878.97 TL ise bu tahvilin vadeye kadar getirisi nedir?

$$TD = \frac{1.000 - 878.97 / 3 + 450}{(1.000 + 878.97) / 2} = 27.3 \text{ TL}$$

2.1.11.2.Faiz Ödeme Dönemleri Arasında Yapılan Değerleme

a.Vadeye Kadar Getiri Yaklaşımıyla Değerleme

TD = Tahvilin değerlendirme günündeki değeri

i = Yıllık iskonto oranı

c = Değerleme gününden ilk faiz ödeme gününe kadar geçecek gün sayısı

$$TD = \frac{BF_1 + BA_1}{1 + \frac{i}{365} * C} + \frac{1}{1 + \frac{i}{365} * C} * \sum_{t=2}^n \frac{BF_t + BA_t}{(1 + i)^{n-1}}$$

Bu değerleme ile bir örnek verirsek;

1993'te ihraç edilmiş %45 sabit faizli 5 yıl vadeli, yılda bir defa 20 Ocak tarihinde faiz demeli 1000 TL nominal değerli tahvili, piyasa faiz oranı kadar(%54) getiri sağlamak isteyen yatırımcı 10 Mart 1995 tarihinde kaç TL fiyatla satın almalıdır?

	F	A	TOPLAM
1996	450	---	450
1997	450	---	450
1998	450	1000	1450

$$TD = \frac{450}{1 + \frac{0.54}{365} * 316} + \frac{1}{1 + \frac{0.54}{365} * 316} * \left[\frac{450}{1.54} + \frac{1.450}{(1.54)^2} \right]$$

=922.39 TL

b.Tahakkuk Eden Faiz Esasına Göre Değerleme

$$TD = \left[\sum_{t=1}^N \frac{BF_t + BA_t}{(1+i)^n} \right] * \left(1 + \frac{i}{365} * C \right)$$

c = Son faiz ödeme tarihinden değerleme gününe kadar geçen gün sayısı

Önceki örneğin verileri ile yapılan değerlemede dönem başından beri tahvili elinde bulunan yatırımcının tahvil yatırımından %65 getiri elde edebilmesi için 1000TL nominal değerli bu tahvili 10 Mart 1995 tarihinde kaç TL fiyatla satması gerekir?

$$TD = \left[\frac{450}{1.65} + \frac{450}{(1.65)^2} + \frac{1.450}{(1.65)^3} \right] * \left(1 + \frac{0.65}{365} * 49 \right) = 827.19$$

c. Günlük Bileşik Faiz Esasına Göre Değerleme

Faiz ödeme dönemleri arasında yapılan değerlendirmelerde yoğun olarak kullanılan metod günlük bileşik faiz esasına göre yapılan metoddur. Bu metodta tahvili satın alan veya satan yatırımcı aynı geliri sağlar.

Bir önceki örneğin verilerini kullanarak bir değerleme yapılırsa tahvilin 10 Mart tarihindeki fiyatı ne olur?

$$TD = \frac{BF1 + BA1}{(1+i)^{\frac{316}{365}}} + \frac{1}{(1+i)^{\frac{316}{365}}} * \left[\sum_{t=2}^n \frac{BFt + At}{(1+i)^{t-1}} \right]$$

$$TD = \frac{450}{(1+0.65)^{\frac{316}{365}}} + \frac{1}{(1+0.65)^{\frac{316}{365}}} * \left[\frac{450}{1.65} + \frac{1.450}{(1.65)^2} \right] = \quad TL$$

2.1.12. Tahvil Piyasasında Aracılık

Tahvil ihraç etmek isteyen kuruluşlar ihraç etmeyi iki türlü yapabilirler. Kendileri ihraç edebilecekleri gibi bir banka veya aracı kurum vasıtasıyla da yapabilirler. Piyasadaki ihraç bir pazarlama fonksiyonudur. Dolayısıyla düz pazarlama (Ordinary Marketing) ve taahhütlü pazarlama (Underwriting) olarak ikiye ayırmak mümkündür.

2.1.12.1.Düz Pazarlama

Bu pazarlama türünde aracı kurum pazarlanması istenen menkul kıymeti tespit edilen süre içerisinde satmaya çalışır ve bu sürenin sonunda satamadığı menkul kıymeti iade eder.²³ Bu arada aracı kurum ihraç izniyle ilgili işlemleri, pazarlama ön araştırmaları, pazarlama için ihtiyaç gördüğü kuruluşlarla irtibat kurmayı, halka satılan menkul kıymetleri saklama ve kupon tahvili gibi hizmetleri yapar.

2.1.12.2.Taahhütlü Pazarlama

Aracı kurumun satılamayan kısmı kendi portföyüne alıp tüm kıymetlerin bedelini firmaya ödemesine 'Stand By Underwriting' denir.

İhraç işini üzerine alan aracı kurum, riskin dağılması açısından başka aracı kurumlarla ortak hareket edebilir. Taahhütlü pazarlamada daha yüksek komisyon alınması yanında kesin alış taahhüdünde komisyonla birlikte tahvillerin alış-satış fiyatı farkı aracıya ait olmaktadır. Ayrıca tahvillerin satış süresi içinde tahvilin faizi işlemeye devam edecektir.

Birinci piyasada taahhütlü ve taahhütsüz her türlü aracılık işlemi için aracı kurumla ihraç eden şirket arasında yazılı bir sözleşmenin yapılması gerekir.

²³Impexbank, a.g.e., s.16.

2.1.13.Tahvil İhraç Ederek Finansman Sağlamanın Avantajları

Ülkemizde sadece anonim şirketlere tanınan tahvil ihraç ederek finansman sağlama olanağı, şirketler açısından bir çok avantaj getirmektedir. Bunlar;

a.Değişken faizli ve geri çağrılabilir tahviller sayesinde, şirket borçla finansman politikasını değişken faiz oranlarına göre ayarlama esnekliğine sahip olur.

b.Şirketler için bir bankadan kredi alınarak sağlanan fonun maliyeti, tahvil ihraç ederek finansman sağlamanın maliyetinden daha yüksektir.

c.Halka açılarak yönetimini kaybetmek veya paylara bölmek istemeyen şirketler için tahvil, borçlanma yolu ile fon sağlamaya imkan verir.

d.Hisse senedi ihraç etmek isteyen bir kuruluş, hisse senedi piyasasının kötü olduğu bir dönemde, kuruluşa ait hisse senetlerini bu dönemde piyasaya sürmek istemeyerek hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraç edebilir ve hisse senedi piyasası için uygun ortamı bekler, hisse senedine ait istikrarsız piyasayı rahatlıkla atlatabilir.

e.Tahvillerin çeşitli şekillerde yatırımcılarına sağladığı avantajlar şirketler içinde çeşitli şekillerde ortaya çıkar. Tahviller için oluşan ikinci el piyasanın etkinliği ölçüsünde ihraççı kuruluşun yeni tahviller ihraç etmesine olanak verir.

f.Şirketler tahvil ihraç ederek daha uzun vadeli fon sağlama olanağı bulurlar. Özellikle son düzenlemelerle getirilen sınırsız vadeli tahvil ihraç edebilme yetkisi sayesinde şirketler diğer finansman yöntemleri ile fon sağlayabilirler.

2.1.14.Geri Satın Alma Sözleşmeleri (REPO)²⁴

Repo, 10 yıl öncesine kadar bankacılık sektörünün bile yabancı olduğu bir terimdi. Şimdi ise bankaların en fazla yaptığı işlemlerden biridir. Artık bir çok orta seviyeli tasarruf sahibi birikimlerini repo işlemleriyle değerlendirmekte ve dolayısı ile repo piyasasına yönelen para miktarı ve işlemlerin hacmi giderek artmaktadır.

Repo, yakın bir zamana kadar yasal değildi. Bankaların repo işlemi yapması, munzam karşılık ödmeden repo kılıfı altında mevduat toplamak olarak görülmekteydi. Bu nedenle yasal olarak bankalar sadece T.C.Merkez Bankası ile repo işlemi yapılabiliyordu.

Bankalar kendi aralarında veya tasarruf sahipleri ile repo işlemi yapması yasaktı. Repo işlemi, bu dönemde yapılması yasal olmamasına rağmen yapılmaktaydı.

Fakat Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Seri V ve Tebliğ No.7 ile (Resmi gazete 31.7.1992 tarihinde) repo işlemleri yasallaştırılmıştır. Bununla ilgili olarak;

²⁴Impexbank, a.g.e., s.43.

a.Yetkili Kuruluşlar

Repo ve ters repo işlemlerini, Kanun'un 34 üncü maddesi uyarınca faaliyet izni almış bankalar ile sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyet gösteren, sermaye piyasası araçlarının ihraç edilerek halka arz yoluyla satışına ve daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık etmeye yetkili ve ödenmiş sermayesi asgari 10 milyar TL. olan aracı kurumlar yapabilirler.

Aracı kuruluşlar bu konuda faaliyete başlamadan önce Kurul'dan yetki belgesi almak zorundadırlar.²⁵

b.İşlem Konusu Menkul Kıymetler

Repo ve ters repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler şunlardır:

i.Devlet tahvilleri,

ii.Hazine bonoları,

iii.Banka ve banka garantili bonolar,

iv.Kamu Ortaklığı idaresi, Toplu Konut İdaresi'nce ihraç edilen borçlanma senetleriyle, mahalli idareler ve bununla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Kanun uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri,

v.Bunlar dışında kalan, menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleri,

²⁵SPK, Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, Seri:V,Tebliğ No.7.

Menkul kıymetleri temsilen T.C.Merkez Bankası'nca verilen makbuzlar dışında, saklama makbuzları üzerinde bu Tebliğ(SeriV-Tebliğ No.7) hükümleri çerçevesinde işlem yapılamaz.

c.Vade ve Faiz Oranı

Repo ve ters repo işlemlerinde vade, ilgili menkul kıymetin itfa tarihini aşmamak kaydıyla, serbestçe belirlenebilir.Vade sonu işgünü olarak tespit edilebilir.

Repo ve ters repo işlemlerinde uygulanacak faiz oranı taraflarca belirlenir.

d.Repo ve Ters Repo İşlemleri Teyit Formu Örneği

Yapılan İşlemin Niteliği :
İşlem Yapılan Kişi veya Kuruluş :
Alınan/Satılan Menkul Kıymetin Cinsi :
(Özel sektör menkul kıymetlerinde
ihraççı kuruluş da belirtilir)

Menkul Kıymete İlişkin Bilgiler :

-Nominal değeri :

-Vadesi :

-Küpür adedi :

-Faiz oranı :

-Varsa seri numarası :

Menkul Kıymetin Satış/Alış Fiyatı :

(Birim satış fiyatı da belirtilir)

Vade :

Vadede Ödenecek/Alınacak Miktar :

Valör :

Bu tebliğ uyarınca İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da bu düzenlemeler ışığında repo ve ters repo işlemlerini Menkul Kıymetler Piyasası bünyesinde 17 Şubat 1993 gününden itibaren başlatmıştır.²⁶

2.1.14.1.Repo Tanımı

Repo (Repurchase Agreement), geri satınalma vaadiyle satış şeklinde tanımlanabilir. Burada geri alınmak üzere satılan ise bir menkul kıymettir. Bu menkul kıymet, genellikle Hazine bonosu veya Devlet tahvilidir. Ama gerçekte asıl alınıp satılan ise para'dır. Repo işleminde, iki taraf olup bir tarafın parası, diğer tarafın ise paraya ihtiyacı vardır. Repo işleminde, bir taraf elindeki hazine bonosu veya devlet tahvilini, saptanan fiyattan diğer tarafa satacağını ve sattığı menkul kıymeti, belirlenen süre sonunda belirlenen fiyattan geri alacağını taahhüt eder. Diğer tarafta parayı verip, menkul kıymeti alır. Vade sonunda da parasını faizi ile birlikte geri alır ve parası karşılığında almış olduğu menkul kıymeti de karşı tarafa teslim eder. Bu durumda elinde menkul kıymet bulunan tarafın yaptığı işlem Repo, elinde nakit para olan tarafın yaptığı işlem ise Ters Repo (Reverse Repo) olarak tanımlanır.²⁷

²⁶İMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü, Genelge no:204,6 Ocak 1993.

²⁷Ekonomi Politika Dergisi, Şeffaf Repo Devri, s.34,21-28 Şubat 1993.

2.1.14.2.Repo'nun Uygulanışı

Tablo VIII. Repo yapılmasında iki tarafın kriterleri

Amaç	Vadesiz mevduata yüksek gelir sağlamaktır.
Konu	Devlet tahv.,Banka bon.,Özel sektör tahv. v.b.
Vade	Genellikle kısadır.
Teslim	Men. kıymet genellikle alıcıya teslim edilmez.
Sözleşme	Yazılı şekilde yapılması gerekir.
Getiri	İki tarafın anlaşması ile belirlenir.
Müşteri.Kazancı	Vadesiz mevduatına yüksek gelir sağlamaktır.
Repo Yap.Kazancı	Para piyasasında daha yüksek gelir sağlamak.

Kaynak:Ekonomi Politika Dergisi, Şeffaf Repo Devri, s.35,Şubat 1993.

Repo işlemi ile sağlanan kaynağın munzam karşılık ve disponsibilite baskısından uzak olması repo işlemi yapan banka açısından büyük avantajdır.²⁸

Repo işlemi bir uygulama ile açıklandığında;

Bir aracı kurumun portföyünde bulunan Devlet tahvilini X firması ile 30 gün süre ve % 67'den, bu menkul kıymetin aracı kurumun X firmasına satış fiyatı ise 200.000 TL. şeklinde anlaştıklarını kabul edersek geri alış fiyatının ne olması gerektiğini bulalım.

$$\text{Geri alış fiyatı} = \text{Repo günü} * 0.67/365 + 1$$

şeklinde hesaplanır.

$$\text{Faiz faktörü} = 30 * 0.67/365 + 1 = 1.055$$

$$\text{Geri alış fiyatı} = 1.055 * 200.000 = 211.000 \text{ TL dir.}$$

²⁸Borsa Market Dergisi,Repo Nedir ve Nasıl Hesaplanır,s.41 ,Şubat 1993.

2.2.Tahvil Çeşitleri

2.2.1.Kamu Tahvilleri ve Özel Sektör Tahvilleri

Kamu finansman sağlamak amacıyla tahvil ihraç eder ve bu tahviller genellikle uzun vadeli olup her zaman işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebildiği için faiz oranları düşüktür ve ihalelerde teminat olarak kullanılabilir. Ancak hazinenin dönemsel ihtiyacını karşılamak için kısa vadeli ve çoğunlukla kuponsuz olarak(Zero Coupon) iskonto esasına göre ihraç edilmektedir.

Özel sektör tahvilleri, her anonim şirketin ihraç edebilmesi mümkün olup, tahvil ihraç eden kuruluşun, ekonomi içerisindeki payı ve piyasadaki gücü ile orantılı olarak pazarlama miktarı değişir.

2.2.2.Primli Tahviller-Başabaş Tahviller

İhraç değeri ile nominal değeri arasında fark olan tahviller Primli tahvillerdir. Nominal değer altında belirli bir iskonto ile ihraç edilirler. Ticaret kanunu hisse senetlerinin nominal değerden aşağı bir değerle satılması yasaklanmış iken, tahviller için böyle bir sınırlama yoktur. (TTK m.286)

İhraç edilen bir tahvil, üzerinde yazılı değerle(Face Value) satışa çıkarılıyor ve üzerinde kupon taşıyan tahviller Başabaş tahvillerdir.

2.2.3.İkramiyeli Tahviller

Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka birtakım para ikramiyeleri de verebilirler. Bu tür tahviller İkramiyeli tahvillerdir(Lottery Bonds). Ancak sağlanan bu yararlar tahvil itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarı içinde gösterilmelidir.

2.2.4.Rüçhan Haklı Tahviller

Pazarlama kolaylığını sağlamak için, tümüne, kura ile belirlenecek bir bölümüne ya da belirli bir limitin üstünde kalan kısmına ilerde yapılacak ilk sermaye artırımında nominal değerle hisse senedi satın alma hakkı veren Rüçhan Haklı tahvillerdir (Bonds with Subscription Rights).

Ancak rüçhan hakkının tahvil sahiplerince kullandırılabilmesi için, ortaklardan bazılarının rüçhan hakkından vazgeçmesi ya da belli bir çoğunlukta alınacak genel kurul kararı ile rüçhan hakkının kaldırılması gerekecektir.

2.2.5.Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller

Türk tahvil mevzuatına göre, tahvillerin vadesi 2-7 yıl arasında olmalıdır. Tahviller, normal iktisadi şartlar altında, 5 senelik bir itfa planı içerisinde geri ödenmektedir. En çok rastlanılan itfa planı, ihraç tutarının 5 yıla bölünmesi ile her yıl beşte birinin kura ile tespit edilerek ödenmesi şeklidir.

2.2.6.Vadeden Önce İtfa Edilebilen Tahviller

Mevzuatımızda bulunmamakla birlikte , izahnameye bu hususta kayıt koymak şartı ile tahvillerin bir bölümü vadesinden önce itfa edilebilir. Bu durumda itfa edilen tahvillere işlemiş faiz bedeline ilaveten itfa primi ödenmektedir ve bu primin nasıl hesaplanacağı tahvil ihraç eden kuruluş tarafından izahnameye konulması gerekmektedir.

2.2.7.Garantili ve Garantisiz Tahviller

Çıkarılan tahvillerin satış miktarını artırabilmek için, tanınmış bir bankanın veya kuruluşun vadesinde ana para ve faiz ödemelerini geri ödeyeceği garantisinin bulunduğu **Garantili (Guaranteed Bonds)** tahvillerdir.

Garantisiz tahvillerde ise üç şekil mevcuttur. İhraç eden kuruluşun malvarlığının teminatı altında olan tahviller(**Secured Bonds**), bu borcu karşılayacak malvarlığı göstermeyen tahviller(**Naked Debentures**) ve kuruluşun anapara ve faizleri karşılayacak durumun olmadığı (**Junk Bonds**) tahvillerdir.

2.2.8.Sabit ve Değişken Faizli Tahviller

Yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde, tahvil faiz oranlarının devamlı olarak yükseltilmesi piyasanın istikrarsız duruma sürüklenmesine neden olur, orta vadede enflasyonun düşmesi ise tahvil ihraç eden şirketler için tahvil borcunun pahalı hale gelmesine yol açar.

Tahvil piyasasında yukarıda anlatılan nedenlerden ötürü meydana gelebilecek istikrarsızlıkları önlemek amacıyla yaratılan değişken faizli tahviller sermaye piyasasında ilk kez 1981 yılında T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenmiş, 1987 tarihinde ise SPK tarafından yürürlükten kaldırılmış olmasına rağmen Seri II-No 10 tebliğ ile yeniden düzenlenmiştir. Bu tebliğ ile anonim şirketler SPK izniyle en az 4 yıl vadeli değişken faizli tahvil çıkarabilmektedir. Ayrıca ilk faiz ödemesi izahnamede belirtilen oranda yapılmakta iken, takip eden yıllardaki faiz oranı ihraç yılından bir önceki yıl sonu itibarı ile mevduatı en yüksek bankanın 1 yıl vadeli mevduata uyguladıkları faiz oranlarının ortalamasının %20 altında veya üstünde olabilir, bu yüzde oranı izahnamede belirtilirken faiz ödemeleri yıllık veya 6 aylık dönemler halinde yapılmaktadır.

2.2.9.İndeksli Tahviller

Yüksek enflasyon dönemlerinde anapara değerinin aşınmasını engellemek amacıyla dövize veya altına endeksli tahvillerin ihraç edilmesi daha güvencelidir.

2.2.10.Nama ve Hamiline Yazılı Tahviller

Tahviller de diğer bütün menkul kıymetler gibi nama ve hamiline olabilirler. Ancak piyasamızda tahvillerin yalnız hamiline olarak ihraç edilmesi gelenekselleşmiştir. 1982 yılında tahvil faiz gelirinden stopaj yoluyla alınan %20 oranındaki menkul sermaye iradi gelir vergisi nama yazılı olan tahvillerde %10'a indirilmiş, bunun üzerine çok miktarda nama yazılı tahvil ihraç edilmiştir. Fakat daha sonra 1983 yılı başında nama-hamiline tüm tahvillerin stopaj oranı %10 olarak belirlenince nama yazılı tahvillerde ortadan kalkmıştır.²⁹

2.3.Tahvil Türevleri

2.3.1.Kara İştirakli Tahvil

Bu tahvilin diğer tahvillerden farkı gelirin sabit bir faiz oranı olarak değil, ihraç eden şirketin bilanço karından pay alma şeklinde olmasıdır. Kara iştirakli tahvilde dağıtılacak miktar belli olmasına karşın, tahvil sahibinin elde edeceği getiri yıl sonu bilançosundaki vergi öncesi brüt kar belirlendiğinde netleşir.

²⁹Karşlı, a.g.e., s.262.

Ayrıca bilanço karı belli olmadan tahvil sahiplerinde belli bir miktarda avans ödemesi yapılabilir.

Genel olarak üç çeşit kara iştirakli tahvil bulunmaktadır;

Kümülatif gelirli, Asgari gelir garantili kara iştirakli, Mutlak olarak kara bağı kara iştirakli tahvillerdir.

Kümülatif gelirli kara iştirakli tahvillerde esas alınan belli bir getiri oranının altında bilanço karının oluşması halinde gelecek yıllara mahsuben avans şeklinde dağıtım yapılır ve gelecek yıllardaki bilanço karından bu ödenen miktar düşürülür.

Asgari gelir garantili kara iştirakli tahvillerde her yıl asgari bir oranda gelir garantisi verilirken, bilanço karı düşük de olsa taahhüt edilen gelir sağlanmakta, yüksek çıktığında ise kar fazlasından da pay verilmektedir.

Mutlak olarak kara bağı kara iştirakli tahvillerde ise kar oluşması halinde pay dağıtımı yapılır, herhangi bir kar yoksa tahvil sahiplerine bir getiri dağıtımı yapılmaz.

Kara iştirakli tahviller diğer tahviller gibi bir takım izin ve işlemlere tabidir.

Bu tahvillerde her yıl dağıtılacak kar payının nasıl hesaplandığı ve ödeme zamanı izahnamede gösterilirken aşağıdaki seçeneklerden biri seçilebilir;

a.Kar payı ile sabit faiz miktarı arasında fazla getiri sağlayanın seçilmesi yoluyla ödeme yapılabilir.

b.Sabit faiz oranında gelir ödemesine ek olarak, kardan belirli tertipler için hesaplanan belli bir oranda pay ödenebilir.

c.Belirli bir faiz belirtilmeden, doğrudan tahvile düşen pay ödenebilir.

2.3.2.Hisse Senetleri ile Değiştirilebilen Tahvil

Bu tür tahviller, sahibin, belirli bir süre içerisinde aynı kuruluşun çıkaracağı hisse senetleriyle belli fiyatlar üzerinden değiştirme hakkı veren tahvillerdir.³⁰

Hisse senetleri ile değiştirilen tahvillerde değiştirme işlemi bir kaç yolla yapılabilir;³¹

a.Tahvilleri hisse senetleri ile değiştirme zamanı, kuruluşun kararına bırakılabilir.

b.Tahvillerle hisse senetlerinin değiştirilmesinde bir değiştirme paritesi belirlenir veya tahviller nominal değerden olmak üzere, hisse senetlerine bir değer biçilir.

c.Değiştirme uygulamasına yapılacak ilk sermaye artırımında başlanır veya tahvillerin vadesi içindeki tüm sermaye artırımlarında değiştirme işlemi yapılabilir.

d.Tahvillere karşılık verilecek hisse senetlerinin değişim gününde değişim paritesi olarak borsadaki değeri öngörülebilir.

Ayrıca sermaye artırımı sırasında hisse senedi sahiplerinin rüçhan hakkının izahname ile ortadan kaldırılması gerekecektir.

SPK ve TTK'da hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin ihraç sınırı genel tahvil ihracı limiti kapsamındadır. Ayrıca halka açık şirketler hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkarma yetkisini ana sözleşmeyle yönetim kuruluna devredebilir.

Tahvillerin hisse senetleri ile değiştirilmesinde nominal değerler esas alınırken(1.000 TL'lik tahvile karşılık 1.000 TL nominal değerde hisse senedi), izahname ve sirkülerde göstermek ve SPK'dan izin almak şartı ile hisse senetleri primli olarak çıkartılabilir.Vade açısından normal tahvillerde olduğu gibi 2-7 yıl sınırlaması geçerliliğini korurken değiştirme işlemi vade başlangıcından itibaren en erken 2 yıl geçtikten sonra yapılabilir.

³⁰Karşı, a.g.e., s.291.

³¹İmpexbank, a.g.e., s.60.

Talebi karşılayacak miktarda hisse senedi çıkarılırken bu hisse senetleri, belirlenen değiştirme süresi içinde hisse senedine değiştirilebilir tahvil sahiplerinden başkalarına satılamamaktadır.

Ayrıca değişim gününe kadar işlemiş faizler tahvil sahiplerine ödenir.

Genellikle hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil normal tahvillere nazaran daha az bir getiri sağlar ve değer kazanma potansiyeli şirketin hisse senedinin borsadaki değerine göre değişmektedir. Dolayısıyla hisse senedi fiyatının yükselmesi tahvil değerini de yükseltecektir.

Hisse senedine değiştirilebilir tahviller için üç değer vardır.

- a.Yatırım Değeri
- b.Değiştirme Değeri
- c.Piyasa Değeri

Hisse senedine çevrilebilir tahvillerin de diğer menkul kıymetler gibi ikinci el piyasada işlem gördüğü için bir de piyasa değeri söz konusudur. Piyasa değeri yatırım ve değiştirme değeri ile ilişkilidir.

$$\text{Değiştirme Primi} = \frac{\text{Piyasa Değeri} - \text{Değiştirme Değeri}}{\text{Değiştirme Değeri}} * 100$$

$$\text{Değiştirme Değeri} = \frac{\text{Piyasa Değeri} - \text{Değiştirme Değeri}}{\text{Değiştirme Değeri}} * 100$$

$$\text{Değiştirme Primi} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Değiştirme Değeri}}$$

şeklinde hesaplanır.

2.3.3. Gelir Ortaklığı Senedi

Gelir ortaklığı senetleri belli bir kamu altyapı tesisin belli bir süre içindeki gelirinin belli orandaki bölümü karşılık gösterilerek çıkarılır ve belli bir taahhüt içermemektedir.³²

Bir veya birkaç bankanın aracılık yüklenimi ile halka arz edilirken gelirleri yılda iki defada ve kupon karşılığı olarak yapılmaktadır.

Gelir ortaklığı senetleri hamiline yazılı olarak ihraç edilmekte ve senet sahiplerinin, senetleri aldıkları bankalara iade edip işlemiş günlük getiri ile birlikte nakde çevrilme kolaylığı bulunmaktadır. İşlemiş gelir, Kamu Ortaklığı İdaresi'nin tahmini gelir hesaplamasına göre hazırladığı, 3 aylık süreleri kapsayan günlük gelir cetvellerine göre belirlenmektedir.

Bu senetlerin çıkarılmasındaki amaç, bu senetlerin satışı ile elde edilen gelirin T.C. Merkez Bankası nezdinde kurulan Kamu Ortaklığı Fonu'nda toplanmasıyla kamu yatırımlarının bu fondan destekmesidir.

Gelir ortaklığı senedi ihracı yoluyla toplanan fonların yönetimi ve kullanılması esasları, gelir ortaklığı senetlerinin çıkarılma esasları, nitelikleri, şekli, satış esasları, gelir paylarının tespiti, ödenme usulü gibi konular Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği(R.G:13.9.1984-18514) ile belirlenmiştir

2.3.4. Bonolar

Sermaye piyasasında bonolar Banka bonoları, Banka garantili bonolar ve Finansman bonoları şeklinde ayrılabilir.

2.3.4.1. Banka Bonosu-Banka Garantili Bonolar

Bu tür bonolar, anonim şirketler ve yatırım-kalkınma bankaları tarafından finansmanları için ihraç edilirler ve periyodik gelir getirmeyen, doğrudan finansman sağlayan sermaye piyasası araçlarıdır.³³

³²Karlı, a.g.e., s.323.

³³İmpexbank, a.g.e., s.62.

Pratikte bu tür menkul kıymetler halka arz edilmeksizin ihraç edilen ikili ilişkiler içinde belirli alıcılara büyük miktarlarda plase edilen senetlerdir.

Bonolar kuponsuz ihraç edilirken asgari küpür büyüklüğü 1.000.000 TL olup, iskonto esası ile tahsil edilmektedir.

Banka bonoları ikinci el piyasada alım satımı tamamen serbesttir. Bonolar vadesinden önce, ihraç eden banka veya herhangi bir aracı kuruma o günkü fiyatlar üzerinden satılabilmektedir. Ayrıca bonoların ikinci el piyasada serbestçe alınıp satılabilmesi için beyaz ciro ve teslimatın yapılması yeterli olacaktır.

Bonoların ihraç için SPK'dan izine ihtiyaç olduğu gibi vadesi sona eren bonoların yerine yenilerinin satılması için de izine gerek vardır. Ayrıca banka bonoları mevzuat gereği nama yazılı olarak düzenlemek zorunda ise de, tasarruf sahibi beyaz ciro ile bonoyu istediği anda hamiline dönüştürebilir.

Bono faizleri de %10 stopaj vergisi ve vergi üzerinden %0.3 oranında SSDF kesintisine tabidir. Ancak bono sahibi bono üzerindeki yazılı olan meblağı tahsil etmekte, vergi ve fon ödemesini ihraç eden banka ödemektedir.

Halka arz yoluyla satışlarda vade 90-360 gün olur. Ayrıca bankalar 1 yıl vadeli mevduata uygulanan azami faiz oranının 1.2 katsayısı ile çarpımı sonucu bulunacak oranı geçmeyen, satış anında geçerli yıllık faiz oranı ile iskonto edilmiş fiyat üzerinden satılabilir.

Vadesine en çok 360 gün kalmış banka garantili bonolarda katsayı 1.2 iken vadesi 360 günü aşmış bonolarda ise katsayı 1.3' dür.

2.3.4.2.Finansman Bonosu

Şirketler kısa vadeli sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardıkları kısa vadeli senetlerdir. Tebliğdeki tanımıyla, finansman bonoları, ortaklıkların, kararname hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenledikleri emre muharrer senetlerden tebliğ hükümlerine göre SPK tarafından verilen izin çerçevesinde ihraç edilerek satılanlardır (SPK Tebliği Seri:III, No.4, m.1).

Finansman bonoları, diğer bonoların aksine, Sri V, No.1 tabliğın 2.maddesi kapsamına giren menkul kıymet niteliğinde sayılmıştır. Finansman bonoların da TTK m.688'de sayılan unsurları içermesi öngörülmüş, ayrıca tertip ve seri numarasına da yer verilmiştir. Ayrıca bütün unsurlar Seri III, No.4 Tebliğin 6. maddesinde belirlenmiştir.

Anonim ortaklıklar, son 3 yıla ait bilançoları zararsız kapanmış olmak şartı ile ve SPK onayıyla, menkul kıymet niteliği taşıyan 1 yıla kadar vadeli finansman bonoları ihraç edebilirler.

Finansman bonolarının vadesi 90 ile 360 gün arasında ve 30 günün katları şeklinde belirlenir.

Teminatlara göre finansman bonoları çeşitli tiplere ayrılır;³⁴

A tipi bonolar hiç garantisi olmayan bonolardır.

B tipi bonolar, çıkaran şirkete karşı taahhüt edilmiş olan bir banka kredisiyle desteklenmiş bonolardır.

C tipi bonolar, doğrudan doğruya bir bankanın müşterek borolu ve müteselsil kefil şeklinde garantisini taşıyan bonolardır.

D tipi bonolar, teminat portföyü ile desteklenmiş olup özvarlığın gerçek aktiflere oranının 1/4'ten az olmaması şartı aranmaktadır.

Finansman bonusu ihraç edebilmek için şirketlerin ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararı gerekirken, finansman bonusu ihraç yetkisi esas sözleşme ile yönetim kuruluna bırakılmaktadır.

2.3.5.İpotekli Borç Senedi

İpotekli borç senedi ipotekle teminat altına alınmış bir menkul kıymet türüdür. Henüz ülkemizde bir uygulaması olmadığı gibi SPK tarafındanda bir tebliğle düzenlenmiş değildir.³⁵

³⁴İmpexbank, a.g.e., s.62.

³⁵Karşı, a.g.e., s.303.

İpotekli borç senedi uygulamasında bu menkul kıymetin başkasına devir etme kolaylığı, vadesinde ödendiğinde ödeme karşılığının tekrar dolaşıma çıkarılabilmesi için yeni ipotek tesisine ve masraf yapılmasına gerek olmaması bu senetleri cazip kılmaktadır.

Batı ülkelerinde konut projelerinin finansmanında kullanımı oldukça yaygındır.

İpotekte, sadece alacakların bir gayri menkul rehni ile teminat altına alınması amaçlanmışken, ipotekli borç senedinde alacağı teminat altına alma görevi yanında, gayrimenkulün değerini tedavül ettirme görevi ön plana çıkmış bulunmaktadır.

İpotekli borç senedi, gayrimenkul sahibinin başvurusuyla Tapu Sicili'ne tescil ile düzenlenirken tapuda ayrıca alacaklı ve gayrimenkul sahibi borç alacak kişi arasında bir rehin sözleşmesi zorunlu olarak yapılmalıdır.

Borcun ödenmemesi durumunda ise İcra İflas Kanunu hükümleri uygulanmaktadır. Borcun ödenmesi halinde ise ipotekli borç senedi iptal edilmezken ihraç eden kuruluşa geri verilir ve yeniden dolaşıma çıkması mümkündür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE TAHVİL PİYASALARININ İŞLEYİŞİ

3.1. Birinci El Piyasalar

3.1.1. Birinci El İhraçları ve Değerlendirilme

Tahvil 1970'li yıllardan sonra sermaye piyasası içerisinde önemli bir yere sahiptir.

Tablo IX. 1982-1988 Yılları Arası Birinci El Menkul Kıymet İhraçları(Milyar TL).

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
A-Kamu Menk. K.	110.1	193.8	665.3	1792.3	3277.3	6659.7	8058.5
1.Devlet Tahvili	59.4	183.8	194.5	656.8	1269.4	2045.2	3436.6
2.Hazine Bonosu	45.7		560.8	995.5	1787.9	3954.5	4621.9
3.DYB -TEKB T.	5	10					
4.GOS			10	140	220	660	
B.Öz. Sek. Mn. K.	121.1	118.7	163.4	186.5	307.2	763.2	1278.5
1.Hisse Senedi	109.5	95.9	151.3	152.7	182.4	306	731.1
2.Tahvil	11.6	14.8	12.1	33.3	75	338	181.9
3.Finansman Bon.						52.3	127.3
4.Ban. - Ban.G.B.					48.9	66.1	238
5.KOB				0.5	0.9	0.8	0.2
TOPLAM	231.2	304.5	828.7	1978.8	3584.5	7422.9	9337

Kaynak:Abdullah AKYÜZ, SPK,İkinci El Piyasalar ve İkinci El Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi,Mayıs 1989,Ankara,s.38.

Tablo IX'da görüldüğü gibi 1984 yılına kadar Kamu menkul kıymet ihraçları ile Özel sektör ihraçları arasında büyük bir fark yoktur. 1982 yılında özel sektör menkul kıymet ihraçları kamu menkul kıymet ihraçlarından daha fazla olmuştur. Fakat 1984 yılından itibaren bu denge kamu menkul kıymet ihraçları tarafından bozulmuştur. Bunun temel nedeni kamu iç borçlanma gereksinimlerinin artmış olmasıdır.

1985 yılına kadar özel sektör menkul kıymetleri tahvil ve hisse senetlerinden oluşmaktaydı. Fakat 1985 yılından itibaren diğer menkul kıymet türleride özel sektör menkul kıymet ihraçlarına konu olmuştur.

1982-1985 yılları arasında çoğunlukla, özel sektör ihraçlarında hisse senedi ihraçları tahvil ihraçlarından fazla olmuştur. 1986-1987 yıllarında tahvil ihraçlarında önemli artışlar olmuş, tahvil ihraçları bir önceki yıla göre, 1986 yılında %120, 1987 yılında ise %350 kadar bir artış göstermiştir.

Özellikle 1987 yılındaki artışı tahvil ihraç tavanındaki genişlemeye ve yatırım fonlarından gelen talebe bağlamak mümkündür.

1988 yılında tahvil ihraçlarında önemli oranda azalmıştır. Bunu faiz oranlarındaki yükselmelere bağlayabiliriz. Fakat diğer kısa vadeli finansman bonusu ihraçları artmıştır.

Tablo X. 1967-1988 Yılları Arası Özel Sektör Tahvil İhraçları.(Milyar TL)

Yıllar	İhraç Verilen Tah.	İzni	Piyasaya Çıkan Tah.	İtfa Tutarı	Tahvil Stoku
1967	---	0.005	---	---	0.005
1968	---	0.11	---	---	0.11
1969	---	0.18	---	---	0.3
1970	0.38	0.36	0.001	0.65	0.65
1971	0.14	0.13	0.03	0.75	0.75
1972	0.28	0.27	0.08	0.94	0.94
1973	0.65	0.62	0.13	1.43	1.43
1974	0.62	0.6	0.14	1.89	1.89
1975	1.43	1.41	0.23	3.07	3.07
1976	1.73	1.66	0.29	4.44	4.44
1977	1.58	1.54	0.42	5.56	5.56
1978	2.2	2.12	0.61	7.07	7.07
1979	4.87	4.85	0.8	11.12	11.12
1980	18.01	17.99	1.08	28.03	28.03
1981	15.98	15.98	1.38	42.63	42.63
1982	14.01	11.6	4.3	49.9	49.9
1983	17.5	14.8	5.4	59.3	59.3
1984	11.8	12.1	5.4	66	66
1985	36.1	33.3	2.7	96.6	96.6
1986	109.8	75	41.7	129.9	129.9
1987	307.6	338	75.5	392.4	392.4
1988	210.9	181.9	67.9	506.4	506.4

Kaynak: Abdullah AKYÜZ, SPK, İkinci El Piyasalar ve İkinci El Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi, Mayıs 1989, Ankara, s.37.

Tahvil ihraç, satış, itfa ve stokundaki gelişmeler Tablo X'da özetlenmiştir. 1975 yılına kadar çok düşük düzeyde seyreden tahvil ihraç ve satışları bu yıldan itibaren artmaya başlamıştır. 1980 yılına ait tahvil stoku bir önceki yıla göre %150 artmıştır. Daha sonraki yıllarda azalmaya başlayan tahvil ihraçları 1986 yılından itibaren artmaya başlayarak 1988 yılı sonu itibarıyla tahvil stoku 500 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Birincil piyasadaki 1990-1992 yılları arası genel duruma baktığımızda, özellikle 1992 yılında devletin sermaye piyasası üzerindeki ağırlığı artarken özel sektörün ağırlığı azalmaya devam etmiştir.

Tablo XI. Birinci El Piyasada Paylar.

	1990	1991	1992
Kamu Menkul Kıym.	%37.8	%37.1	%50.8
Hazine Bonosu	15.3	27.3	27.6
Devlet Tahvili	22.5	9.8	23.2
Banka Mevduatı	%50.9	%57.6	%46.2
Döviz Mevduat	13.6	22.9	20.6
TL Mevduat	37.3	34.6	19.6
Özel Menkul Kıym.	%11.3	%5.4	%3.1
Hisse Senedi	7.4	3.5	2
Tahvil	1.4	0.6	0.3
Diğerleri	2.6	1.3	0.8

Kaynak:Osman ULUGAY,Sermaye Piyasasında Devlet Sıltası,Sabah Gazetesi, 13 Nisan 1993.

Bu tabloda görüldüğü gibi kamu menkul kıymetlerinin birinci el piyasadaki ağırlığı 1992 yılında %50'yi geçmiş, buna karşılık özel sektör birincil piyasadaki payı 1990 yılında %11.3 iken 1992 yılında bu pay %3.1'e gerilemiştir. Bu değerlerdende anlaşılacağı üzere tasarrufların büyük çoğunluğu devlet eliyle yönlendirildiği anlaşılabılır.

SPK araştırmalarına göre özel sektörün sermaye piyasasındaki payının giderek azalmasının temel nedenleri;

a.Kamu açıklarının giderek büyümesi,

b.Yatırımcının giderek dövize yönelmesi,

c.Hisse senedi piyasasında yeterli güvenin sağlanamaması,

d.Kamu açıkları nedeniyle efektif faiz oranları yükselirken özel sektör borçlanma araçları faizlerinin buna uyum sağlamasına olanak tanınmaması şeklindedir.

Tablo XII. Tahvil Satışlarının Dönemler İtibarıyla Dağılımı.(%)

	1970-79	1980-84	1970-84
A.Tahvil Satışları	100	100	100
-Kamu	92	84	89.3
-Özel	8	16	10.7
B.Kamu Tahvil Satışları	100	100	100
-Bankalar	19.8	36.6	25.4
-Tasarru�cu Kuruluşlar	57	24.9	46.3
-Özel şirketler	2.6	9.2	4.8
-Tasarruf Sahipleri	20.6	29.3	23.5
C.Tasarruf Sahip. Satılan. Tahv.	100	100	100
-Kamu	67.1	64.1	66.1
-Özel	32.9	35.9	33.9

Kaynak:Fatih COşAN ve Güven SAK, Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri  zerine Değerlendirmeler, SPK, 1985, s.9.

Tablo XIII. Tasarruf Sahiplerine Satılan Tahvillerin İhraççı Kesimler İtibarıyla Dağılımı (Milyon TL.)

Halka Satılan Tahvil Tutarı	Yılı	Kamu(%)	Özel(%)
494.1	1970	27.6	72.4
359.5	1971	63.6	36.4
905.5	1972	70.7	29.3
1442.6	1973	57.3	42.7
2262.6	1974	73.5	26.5
3806.2	1975	63	37
5632.6	1976	70.6	29.4
7393.5	1977	79.1	20.9
12995.7	1978	83.6	16.4
26705	1979	81.9	18.1
29715.5	1980	39.5	60.5
40513.5	1981	60.6	39.4
40940.9	1982	74.5	25.5
36285.5	1983	54.2	45.8
151849	1984	91.7	8.3

Kaynak: TCMB, SPK, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı.

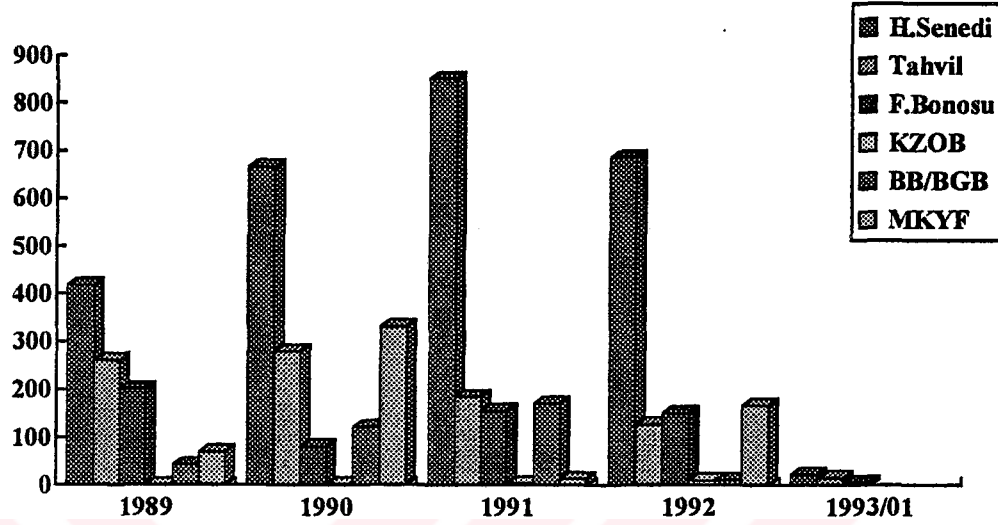
Tablo XII ve Tablo XIII de 1970 ile 1984 yılları arasında tahvillerin kamu ve özel sektörler ihraç miktarları gibi istatistiksel değerler verilmiştir.

Ocak 1993'de sermaye piyasası kurulu tarafından 2.185.4 milyar TL'lik menkul kıymet ihracı kayda alınmıştır. Ocak 1993'de kayda alınan menkul kıymetlerin %1.8'i finansman bonusu, %6.2'si özel sektör tahvili, %80.8'i varlığa dayalı menkul kıymet ve %11'i hisse senedi ihraçlarından oluşmaktadır.

Ocak ayı içerisinde 242.3 milyar TL'lik hisse senedi, 40 milyar TL'lik finansman bonusu, 136.5 milyar TL'lik tahvil, 1.766.5 TL'lik varlığa dayalı menkul kıymet ihracı kayda alınmıştır.³⁶

³⁶Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Ocak 1993, s.8.

Şekil 3.1989-1993/01 itibariyle Birinci El Piyasada Kurul kaydına alınan menkul kıymet ihraçları



Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Ocak 1993, s.4.

3.2.İkinci El Piyasalar

Tablo XIV. İkinci El Piyasa İşlem Hacmi

	1986		1987		1988	
	Milyar TL	(%)	Milyar TL	(%)	Milyar TL	(%)
A.Özel Sek. Men. Kıy.	149.6	6.2	647.4	11.1	1.398.1	11.7
1.Hisse Senedi	8.7	5.8	105.2	16.2	149	10.7
2.Özel Sektör Tahvili	104.5	69.9	394.9	61	1.032.2	73.8
3.BB ve BGB	36.4	24.3	95.6	14.8	41.2	2.9
4.Finansman Bonosu			51.7	8	175.7	12.6
B.Kamu Menkul Kıy.	2.247.4	93.8	5.191.8	88.9	10.569.4	88.3
1.Devlet Tahvili	546.3	24.3	1.526.1	29.4	2.630.9	24.9
2.Hazine Bonosu	1.411.9	62.8	3.219.9	62	7.528.8	71.2
3.GOS	289.2	12.9	445.9	8.6	409.7	3.9
C.TOPLAM	2.397	100	5.839.2	100	11.967.5	100

Kaynak: Abdullah Akyüz, İkinci El Piyasalar ve İkinci El Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi, SPK, Ankara, Mayıs 1989, s.42.

Tablo XIV'de 1986-88 yılları arası ikinci el piyasa işlem hacmi verilmiştir. Bu tablodanda görüleceği üzere incelenen yıllar arası kamu menkul kıymetleri işlem hacminin %90'nı oluşturmaktadır. Özel sektör tahvillerinin 1988 yılında bir önceki yıla göre üç misli arttığı gözlenmekte ve bu artışın ise büyük ölçüde yatırım fonlarının işlemlerine bağlamak mümkündür.

1992 Aralık ayında İkinci El Piyasalarda 94.690 milyar TL'lik işlem gerçekleştirilmiştir. Aralık ayında ulaşılan bu düzey, geçen yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında toplam işlem hacmi %271'lik bir artış sağlanmıştır. Aralık ayında gerçekleştirilen toplam ikinci el piyasa işlem hacminin %30.5'i devlet tahvili, %58.2'si hazine bonosu, %5.3'ü hisse senedi, %1.6'sı dövizde endeksli tahvil ve %2.5'i gelir ortaklığı senedi işlemlerinden oluşmaktadır. Bu dönemde toplam işlem hacminin %89.5'i bankalar, %10.5'i aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir.

3.2.1. İkinci El Piyasada SPK Öncesi Dönem

Ülkemizde tahvilin özel sektör kuruluşlarınca bir finansman kaynağı olarak düşünülmesi 1967 yılında başlamıştır. Fakat bu kuruluşlardaki ihracat artışı 1970 yılından sonra yoğunlaşmıştır.

SPK öncesi dönemi işleyiş bakımından 1967-1978 ve 1978-1982 olarak iki döneme ayırmak mümkündür. Birinci dönemde özel sektör kuruluşlarının tahvil ihracı vasıtasıyla finansman sağlamadaki temel nedenler, uygulanan seçici kredi politikaları ve genel olarak kredi hacminde görülen daralmadır. Birinci el piyasadaki daralmaya karşılık bir ikinci el tahvil piyasası oluşmuştur. İkinci el piyasada faaliyet gösteren aracı kuruluşlar borsa bankerleridir ve piyasa tamamıyla borsa dışında oluşmuştur.

İkinci dönemi(1978-1982) önceki dönemden ayıran temel farklılık, borsa bankerleri olarak isimlendirilen ve daha sonra piyasa bankerleri adıyla çeşitlenecek kuruluşların faaliyetlerinin niteliğinde ortaya çıkan değişikliktir.³⁷ Bu dönemde aracılık yapan kuruluşlar ikinci el tahvil piyasasında aracılık yapmaktan çok mevduat toplayan kuruluşlar haline gelmişlerdir.

³⁷Abdullah Akyüz, İkinci El Piyasalar ve İkinci El Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi, SPK, Ankara, Mayıs 1989, s.48.

Bu farklılık, tahvilin piyadaki işlevini farklılaştırmış, tahvil yatırımcıya teminat olarak verilen bir araç haline gelmiştir. Yatırımcı bu kuruluşlara, vadesi ve faiz koşulları aralarında belirlenen bir mevduat yatırmakta ve bunun karşılığı olarak, vadesi ve faiz koşulları asıl sözleşme koşullarından çok farklı olan bir tahvili teminat olarak almaktadır.

Bu uygulamanın bir diğer sonucu ise, genellikle 7 yıl vadeli olarak ihraç edilen tahvillere ikinci el piyasada likidite sağlanmasının kolaylaşmasıdır. Bu dönemde birinci ve ikinci el tahvil piyasasında bir canlanmaya rağmen bir menkul kıymet piyasası olarak tahvil piyasasının varlığından söz etmek mümkün değildir.

İkinci dönemde şirketler, aracı kuruluşlar ve yatırımcılar arasındaki ilişkiler önemli değişikliklere uğramıştır. Şirketlerle aracı kuruluşlar arasında bir kredi ilişkisi vardır ve şirketler tahvil ihracını yatırımcılara satarak bir finansman kaynağı yaratmayarak banker kuruluşlarından kredi alarak karşılığında tahvili bir teminat olarak vermektedirler. Tahviller belirli bir iskonto karşılığında ihraççı kuruluşlardan alınmaktadır. Bu uygulama ana hatlarıyla, günümüzdeki aracılık yüklenimine çok benzemektedir.

Aracı kuruluş, tahvilin faiz oranından ve itfa koşullarından bağımsız olarak yatırımcıya mevduat kabulünde uyguladığı standart faizi vermekte ve tahvili her an paraya çevirmeyi kabul etmektedir. Diğer ifade ile aracı kuruluşlar ellerindeki tahvili kullanarak, faiz ve itfa koşulları farklı olan bir araç yaratmaktadırlar.

Mekanizmanın bu şekilde yapılanmasından dolayı her bir tahvil için piyasa ayrı bir yerde oluşmuş ve bu yer ise tahvili teminat olarak veren banker kuruluşudur.

3.2.2.İkinci El Piyasada SPK Sonrası Dönem

Özellikle 1981-82 yıllarında yeni kaynak akışının durmasıyla ikinci el tahvil piyasasındaki işleyen çark durmuş ve benker kuruluşları görevlerini yerine getiremez duruma gelmişlerdir. 1982 yılında SPK'nın faaliyete geçmesi ile bu piyasaya ilişkin bir takım yeni düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemeler arasında en önemlisi iskonto mekanizmasının ve tahvil ihraç üst limitinin yükseltilmesidir. Ayrıca bir takım vergi düzenlemeleriyle tahvil faizinden gelir vergisi stopajı kesilmeye başlanmıştır.

Gerçekte SPK sonrası dönemde ikinci el tahvil piyasasının işleyişi 1978-82 dönemini yansıtan bir şekilde yürüdüğünü söylemek mümkündür. Fakat yine de bazı farklılıklar bulunmaktadır. Bu dönemde tahvil ihraç eden ihraççı kuruluşla yatırımcı arasındaki ilişki aracılık yüklenimi şeklinde yürümektedir. Aracı kuruluşlar ihraç ettikleri menkul kıymetin satışına aracılık etmekte ve bazende satılamayan kısmı satınalmayı taahhüt etmektedir. Bazen de aracı kuruluş ile ihraççı kuruluş arasında kredi ve iştirak ilişkisi olduğu görülebilmektedir.

Diğer taraftan bankaların kredi alacaklarını tahsil edebilmek için ihraççı kuruluşları tahvil ihracına zorladıkları gözlenmektedir.

Yatırımcı ile aracı kuruluş arasındaki ilişkide sürmekte ve bu ilişkide artık sadece mevduat toplama şeklinde olmayıp tahvilin faiz ve itfa şartlarından farklı bir sözleşme söz konusu olmamaktadır. Yatırımcı ile aracı kurum arasındaki sıkı ilişkinin bir diğer sonucu da ikinci el piyasanın likidite sağlama işlevini yerine getirememesinden dolayı birinci el piyasada tahvilin aracılık yüklenimini veya pazarlamasını yapan kuruluşun likidite sağlama görevini de üstlenmek durumunda kalmasıdır.³⁸

SPK sonrası dönemde ikinci el tahvil piyasasının işleyişini etkileyen diğer bir unsur da menkul kıymet yatırım fonlarıdır. Sadece bankalar tarafından kurulan yatırım fonlarını portföylerini büyük bir kısmı tahvilden oluşmaktadır. Bankanın kendi portföyü ile yatırım portföyündeki tahviller arasında sıkı bir ilişki vardır. Bankalar pazarlama zorluğu çektiği tahvilleri fon portföyüne almakta, kendi portföylerinde olan ve vadesi gelmiş tahvilleri ise geçici olarak fon portföyüne alarak vergi muafiyetinden yararlanmaktadırlar.³⁹

³⁸AKYÜZ, a.g.e., s.50.

³⁹Abdullah AKYÜZ, Türkiye'de Tahvil ve Hisse Senedi İkincil Pazarları, SPK, Ağustos 1988, s.12.

3.3.Borsa Dışı Piyasalar

Sermaye piyasası bulunan hemen her ülkede borsa dışı piyasalara rastlamak mümkündür. Bu piyasalarda genellikle borç doğuran menkul kıymetler işlem görürken bunlar arasında en büyük işlem hacmini ise kamu menkul kıymetleri oluşturmaktadır.

Borsa dışı piyasalar için bazı ülkelerde bir takım düzenlemeler yapılmış iken, bazı ülkelerde ise hiç bir düzenleme olmaksızın bazı meslek kuralları çerçevesinde işlemektedir. Bir meslek kuruluşu tarafından işletilen ve kontrol edilen NASDAQ sistemi örnek gösterilebilir.

Borsa dışı piyasalarda kamu menkul kıymetlerinin işlem hacmi çok yüksek olduğundan, bu piyasanın düzenlenmesi ve işletilmesinden sorumlu bir takım kamu otoriteleri mevcuttur. Buna örnek olarak o ülkenin merkez bankası verilebilir.

Borsa dışı piyasaları borçlanma araçları piyasası ve NASDAQ sistemi olarak ikiye ayırmak mümkündür.

a.Borçlanma Araçları Piyasaları

Borçlanma araçları piyasaları piyasasında etkin olan işleyiş komisyoncu/aracı piyasalardır.⁴⁰ Bu piyasalarda en önemli işlem hacmini kamu menkul kıymetleri tutarken Amerika, İngiltere, Japonya gibi ülkelerin kamu menkul kıymetleri bu piyasalarda işlem görürler. Ayrıca bu ülkelerde ikinci el işlemleri açısından blok alım ve satımlar önemli bir yer tutmaktadır.

Bu piyasalarda aracı kuruluş ile yatırımcı arasındaki ilişki çoğunlukla telefon aracılığıyla gerçekleştirilir.

Bazı ülkelerin borçlanma araçları piyasasında işlem hacmi çok düşük olduğundan işlemler komisyoncular aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bunun yanı sıra, aracılardan birbirleriyle işlem yaptıkları toptan piyasalarda da bazen komisyoncular aracılık yapabilmektedir. Aracılar, stoklarındaki hareketlerin diğer aracılardan tarafından izlenmesini istemediklerinde, alıcı ve satıcıyı biraraya getiren komisyoncu modeli işlemektedir. Ülkemizde bankalar arası piyasa buna örnek gösterilebilir. Bu piyasada merkez bankası hem aracı ve hemde aracı olarak yer almaktadır.

⁴⁰AKYÜZ, a.g.e., s.19.

b.Nasdaq Sistemi

Borsa dışı piyasalar içerisinde en iyi örgütlenmiş ve düzenlenmiş olan piyasa, hisse senetleri üzerinde işlem yapılan NASDAQ sistemidir. 20.000 hisseye kadar olan emirler bilgisayar tarafından karşılaştırılır ve bu sayının üstündeki alım satım emirleri için sistem sadece enformasyon sistemi olarak işlev yapar.Yani ekranda görülen emirler(Bids) telefonla pazarlık edilerek sonuçlandırılır.⁴¹

Bu sistem aracı piyasası modeli ile işlemektedir. Sistemde işlem görece her hisse senedinin en az iki aracısı olması gerekmektedir.Bu piyasada yatırımcılar doğrudan işlem yapamamakta ve işlemler doğrudan NASD üyesi komisyoncular tarafından yapılmaktadır.

Nasdaq sisteminde üç türlü terminal vardır. Birinci terminal sadece piyasayı izleyenler tarafından kullanılmakta, ikinci düzey terminaller daha çok komisyoncular tarafından kullanılmakta ve üçüncü düzey terminaller ise sadece aracılar tarafından kullanılmaktadır.

Kurulduğu yıldan beri sürekli gelişen NASDAQ sistemi günümüzün en büyük borsaları ile boy ölçüşebilir seviyeye gelmiş ve 1987 yılı itibarıyla işlem miktarı ve piyasa değeri açısından ilk üç borsa arasına girmiştir.

3.4.Organize Piyasalar (IMKB Tahvil Piyasası)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 4.4.1991 tarih ve 131 no'lu genelgesi ile esasları belirlenerek 17 haziran 1991 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde faaliyete geçen Menkul Kıymetler Piyasası (Tahvil Piyasası), Türkiye'nin sabit getirili menkul kıymetlerde ilk ve tek organize piyasası durumundadır.

Genelge'de, piyasanın amacı 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üyesi banka ve aracı kurumlar arasında menkul kıymet hareketini teşvik etmek ve yatırımcıların hisse senedi dışındaki menkul kıymetlere yapacakları yatırımların fiyatlarının piyasada, rekabet ortamında belirlenmesini ve istenildiği anda nakde dönüştürülebilmesini sağlamaktır' şeklinde açıklanmıştır.

⁴¹KARSLI, a.g.e., s.159.

3.4.1.Piyanın Kurulmasındaki Amaç

İkinci el piyasalar(yaygın kullanımıyla borsalar) daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasalar dolaşımdaki menkul kıymetlerin olabildiğince kısa sürede, az kayıpla ve düşük maliyetle el değıştirmelerini sağladıkları ölçüde etkin olarak tanımlanır. Bu üç temel olguyu yerine getiren ikinci el piyasalar likiditenin yükselmesine, yatırımcı sayısının artmasına, yeni ihraçların daha düşük maliyetle ve daha uzun vadeler için yapılabilmesine olanak verir.

1986 yılından itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde hisse senetleri için bir piyasa kurulmasına rağmen diğer menkul kıymetler için herhangi bir piyasa mevcut değildi. Bu piyanın oluşmamasında, İMKB'nın aslında bir hisse senedi piyasası olduğu düşüncesinin yanısıra özel sektör borçlanma araçları piyasasının yeterince gelişmemiş olmasının da payı vardır. Fakat zaman içerisinde ortaya çıkan, özellikle devlet iç borçlanma senetleri ihracının ve buna bağlı olarak alım satımının artması, portföylerinin tamamına yakınının borçlanma araçlarından oluşan yatırım fonlarının çoğalması, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirme ihtiyacının artması ve yabancı yatırımcılara portföy yatırımı imkanının verilmesi gibi nedenler organize bir ikinci el piyanın kurulmasını zorunlu hale getirilmiştir.

Hisse senedi dışındaki menkul kıymetler, mevcut durumda bankalar, aracı kurumlar ve birtakım yatırımcılar arasında işlem görmektedir. Bu menkul kıymetler arasında işleme en yoğun konu olan devlet tahvilleri ve hazine bonoları birçok banka ve aracı kurum tarafından alınıp satılmaktadır. Bu şekilde, söz konusu kuruluşlar arasında bir rekabet olmaktadır. Ancak, bu işlemler belirli bir merkezde veya bilgisayarlı bir ortamında yapılmadığından, alım veya satım yapmak isteyenler bir arama maliyetine katlanmakta ve hiçbir zaman en iyi fiyatla işlem yapıldığından emin olunamamaktadır. Bu yapı, yatırımcı sayısının artmasını ve çeşitlenmesini güçleştirmektedir.

Özel sektör borçlanma araçları olan tahviller ve finansman bonoları yaygın bir alım satım konu olamamaktadır. Bu araçların ikinci el piyasaları kapalı devre olarak işlemeye devam etmekte, ikinci el piyasada alım satım sadece aracılık yüklenimi yapmış olan banka ve aracı kurum tarafından gerçekleştirilmektedir.

Bu araçların vergi avantajından dolayı büyük bireysel yatırımcılar ve şirket ortaklarınca tercih edilerek çoğunlukla vade sonuna kadar elde tutulması ve bir kısmında yatırım fonlarının portföylerinde bulunması, ikinci el piyasanın gelişmesini engellemektedir. Fakat, organize bir ikinci el piyasanın kurulması, bu menkul kıymetlerde de işlem hacmini uzun vadede arttıracaktır.

Borçlanma araçları üzerinde borsa dışında gerçekleştirilen alım ve satımlar gerçek bir piyasa ortamından uzak bir şekilde yapılmaktadır. Bir başka deyişle, borsa dışında oluşan piyasalar, bütün alıcı ve satıcıların biraraya geldiği, rekabetin varolduğu ve şeffaflığa sahip bir görünüm arz etmemektedir. İşte bu amaçlara ulaşarak, hem yatırımcılara ve hem de menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşlarla aracı kurum ve bankalara bir hizmet sunmak amacıyla İMKB bünyesinde Menkul Kıymetler Piyasası'nın kurulmasına karar verilmiştir. Piyasa 17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete geçmiştir.

Menkul Kıymetler Piyasası yeni yatırım seçeneklerine hızlı ve düşük bir maliyetle ulaşma imkanı vermektedir. Yatırımcılar emirlerinin piyasaya ulaşmasını sağlayarak o anda bulunabilecek en iyi fiyattan en hızlı ve ucuz bir şekilde işlemlerini gerçekleştirmektedir. İMKB bünyesinde yeni yatırım araçlarına ulaşma imkanının verilmesi yatırımcıların portföy yönetimlerinin daha etkin yapılabilmesine imkan vermektedir. Likiditesi yüksek, hızlı ve düşük maliyetle çalışan ikinci el piyasanın faaliyete geçmesi menkul kıymetlerin geniş ve yatırımcı kesimine ulaşmasını sağlamaktır. İkinci el piyasası aktif bir likit olan ihraççı kuruluşların prestiji artacak, sermaye piyasasından fon sağlama kapasiteleri yükselecektir.

Böylece daha kolay, düşük maliyetli, daha büyük miktarda ve uzun vadeli yeni ihraçlar yapılabilecektir. Banka ve aracı kurumlar ise fon yönetiminde yeni seçeneklere sahip olacaktır. Büyük miktarlarda ve hızlı bir şekilde işlem yapabileceklerdir. Ayrıca, müşterilerine sadece portföylerinde bulunan kıymetlerle işlem yapmayıp geniş bir seçme şansı sağlanacaklardır.

3.4.2.İşlem Türleri ve Valörlü İşlemler

Piyasada halen doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleri yapılmaktadır. Geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri de mevzuatta SPK tarafından gerekli düzenlemeler yapıldıktan sonra piyasada gerçekleştirilecektir.

Menkul Kıymetler Piyasasında aynı gün ve yedi güne kadar valörlü işlemler yapılabilmektedir. Hangi valörlü olursa olsun açığa alım satım yapılması yasaktır. Üyeler, mevcut olan veya satın aldıkları fakat henüz teslim almadıkları ya da hazine ihalesinden alınmış fakat teslim alınmamış menkul kıymetler üzerinde işlem yapabilirler.

3.4.3.Lot Büyüklüğü ve İşlem Saatleri

Devlet tahvili ve hazine bonolarında en düşük işlem miktarı nominal değer üzerinden 5 milyon TL olup, işlemler 5 milyon ve katları şeklinde gerçekleştirilir. Alt limitler, Borsa yönetim kurulunca değiştirilebilir.

Aynı şekilde en düşük işlem miktarı özel sektör tahvillerinde 10 milyon TL, dövizde endeksli tahvil ve gelir ortaklığı senetlerinde 1000 DM ve Amerikan doları şeklindedir.

İşlem saatleri Borsa yönetim kurulunca belirlenir. İşlemler aynı gün valörlü işlemler için 10:00-14:00 saatleri arasında, diğer günler valörlü işlemler için 10:00-17:00 saatleri arasında yapılmaktadır. Bu saatler gerek görüldüğü durumlarda Borsa yönetimi tarafından değiştirilebilir.

3.4.4.Menkul Kıymetler Piyasasında Alım-Satım Fiyatlarının Hesaplanması⁴²

Üzerinde faiz kuponu taşıyan tahvillerde fiyat, tahvilin belirli tarihlerde yapacağı faiz ödemeleri ve vade sonu nda yapacağı anapara ödemesi yatırımcının beklediği getiri oranı ile bugüne indirgenerek bulunur. Bonoda ve üzerinde faiz kuponu taşımayan tahvillerde ise fiyat, vade sonunda yapılacak anapara ödemesi yatırımcının beklediği getiri oranı ile bugüne indirgenerek bulunur. Menkul kıymetler piyasasında işlemler gerçekleştirilirken düz getiri formülü kullanılır.

⁴²İMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü Notları.

Günlük , haftalık ve aylık bültenlerde gerçekleşen işlemlerle ilgili bilgiler verilirken düz getiri yanında bileşik getiri ve tahvil eşiti getirilerde verilmektedir.

Düz getiri, bileşik getiri ve tahvil eşiti getiriler hesaplanırken aşağıdaki formüller kullanılmaktadır.

3.4.4.1.Düz Getiri

3.4.4.1.1.Hazine Bonosu ve Kuponsuz Devlet Tahvilleri

$$B = \frac{G}{1 + \frac{c}{365} * r}$$

r= Getiri oranı
c= Vadeye kalan gün sayısı
B= Tahvilin veya bononun fiyatı
G= Nominal değer

3.4.4.1.2.Sabit Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri

$$B = \frac{1}{1 + \frac{c}{m} * r} * (F + F * \frac{(1+r)^n - 1}{r * (1+r)^n} + \frac{A}{(1+r)^n})$$

r= Getiri oranı
c= Vadeye kalan gün sayısı
m= Bir faiz ödeme döneminin içerdiği gün sayısı
i= Kupon faiz oranı
A= Anapara
n= Vadeye kalan dönem sayısı
B= Tahvilin veya bononun fiyatı
F= i*A (Özel sektör tahvillerinde i=i*(1-0.105))

3.4.4.1.3. Değişken Faizli Devlet-Özel Sektör Tahvilleri

$$B = \frac{F + A}{\left(1 + \frac{c}{m} * r\right)}$$

- r= Net getiri oranı
 c= Vadeye kalan gün sayısı
 m= Bir faiz ödeme döneminin içerdiği gün sayısı
 A= Anapara
 i= Kupon faiz oranı
 B= Tahvilin fiyatı
 F= $i * A$ (Özel sektör tahvillerinde $i = i * (1 - 0.105)$)

3.4.4.2. Günlük Bileşik Getiri

3.4.4.2.1. Hazine Bonosu ve Kuponsuz Devlet Tahvilleri

$$B = \frac{G}{(1 + r)^{\left(\frac{c}{365}\right)}}$$

- r= Getiri oranı
 c= Vadeye kalan gün sayısı
 B= Tahvilin fiyatı
 G= Nominal değer

3.4.4.2.2. Devlet Tahvilleri

$$B = \frac{1}{(1 + r)^{\frac{c}{m}}} * F + \sum_{k=2}^n \frac{F + A}{(1 + r)^{k-1}}$$

- r= Getiri oranı
 c= İlk faiz ödeme tarihine kalan gün sayısı
 n= Vadeye kadar yapılacak faiz ödeme sayısı
 i= Faiz oranı
 A= Anapara
 F= İlk ödenecek faiz tutarı
 m= Bir faiz ödeme döneminin içerdiği gün sayısı

(Yılda bir faiz ödemeli tahvillerde 365, 6 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 182, 3 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 91 alınacaktır.)

3.4.4.2.3. Değişken Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri

$$B = \frac{F+G}{(1+r)^{\frac{c}{m}}}$$

r= Getiri oranı

c= İlk faiz ödeme tarihine kalan gün sayısı

F= Net faiz tutarı

G= Nominal değer

m= Bir faiz ödeme döneminin içerdiği gün sayısı

(Yılda bir faiz ödemeli tahvillerde 365, 6 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 182, 3 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 91 alınacaktır.)

3.4.4.2.4. Özel Sektör Tahvilleri

$$B = \frac{1}{(1+r)^{\frac{c}{m}}} * F + \sum_{k=2}^n \frac{F+A}{(1+r)^{k-1}}$$

r= Getiri oranı

c= İlk faiz ödeme tarihine kalan gün sayısı

n= Vadeye kadar yapılacak faiz ödeme sayısı

i= Faiz oranı

A= Anapara

F= İlk ödenecek faiz tutarı

m= Bir faiz ödeme döneminin içerdiği gün sayısı

(Yılda bir faiz ödemeli tahvillerde 365, 6 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 182, 3 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 91 alınacaktır.)

3.4.4.3.Eşdeğer Tahvil Getirisi

$$B = \frac{G}{(1+r)^{n+f}} + F * \frac{(1+r)^{n+1}-1}{r * (1+r)^{n+f}}$$

Tahvil Eşiti Getiri = $2 * r$

r = Dönemsel getiri oranı

B = Tahvilin fiyatı

G = Anapara(100.000)

F = $i * G$ (i =yarım yıla tekabül eden kupon oranı)

f = İlk fiktif faiz ödemesine kalan gün sayısı/dönemdeki gerçek sayısı



3.5.İşlem Yapmak İsteyen Borsa Üyelerinin İzlemesi Gereken Prosedür⁴³

Dilekçe

I

Taahhütname

I

Yetkili Kişiler

I

Onay

I

Başvurunun Kabulü

I

İşlem Limiti ve

Yetkili Kişi Kodu

I

İşlem Limit Karşılıkları
(Hesap Açımı)

I

İşlem Yapma Yetkisi

I

Takas İşlemleri
(Hesap Açımı)

⁴³İMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü Eğitim Notları.

3.6.Piyasa İşleyişi ve İşlemlerin Gerçekleştirilmesi⁴⁴

Menkul Kıymetler Piyasası'nda işlemler telefon, bilgisayar, reuters, telerate ve veritel gibi bilgi dağıtım firmalarının ekranları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

İşlemlerin gerçekleştirilmesindeki izlenen iş akışı aşağıdaki gibidir;

Piyananın açılması(Saat 10:00)

I

Emirlerin borsaya iletilmesi

(Aynı gün valörlü işlemler 10:00-14:00

diğer valörlü işlemler 10:00-17:00)

I

Emirlerin sıra ile bildirilmesi, borsa eksperleri tarafından emrin tekrarını takiben sisteme aktarılan emrin sıra numarasının öğrenilmesi

I

En iyi emrin otomatik olarak ekrana aktarılması diğer emirlerin öncelik sırasına göre sıraya konması

I

Emrin gerçekleşmesi durumunda ikinci en iyi emrin ekrana aktarılması

I

Emri gerçekleşen üyeye işlemin gerçekleştiğinin teyidi, takas bilgilerinin alınması üyeye ve takas merkezine işlemin yazılı olarak bildirilmesi

I

Aynı gün valörlü işlemler için takasın saat 15:00'a kadar gerçekleştirilmesi

I

Piyananın saat 17:00'de kapanması

(Gerçekleşmeyen emirler gün sonunda otomatik olarak iptal edilecektir)

⁴⁴Abdullah AKYÜZ, IMKB, Menkul Kıymetler Piyasası(Tahvil ve Bono Piyasası), Haziran 1992, s.3.

3.6.1.Emirlerin Borsa'ya İletilmesi

Menkul Kıymetler Piyasasında işlem yapmaya yetkili banka ve aracı kurumlar işlem yapmak istediklerinde, İMKB'nin Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü'nü telefonla (249 97 67) arayarak emirlerini eksperlere iletirler. Emirlerin bildiriminde hangi valörle işlem yapmak istediklerini, teklif veya talep ettikleri kıymetin fiyatını (100.000 TL üzerinden ve kurusuz olarak) bildirmeleri gerekir. Aşağıda emir bildirim formu örneği verilmiştir.

Emir Bildirim Formu

Emir No:

1. Üye Kodu:

2. Temsilci Kodu:

3. Tanım:

A. İtfa Tarihi:

B. Süre (Ay)/Tür:

C. Faiz Ödeme Sıklığı (Varsa):

D. Ek Tanım (Varsa):

E. Faiz Oranı (Varsa):

F. Şirket Kodu (Varsa):

4. Emir Tipi (N=Normal, B=Blok):

5. İşlem Türü (A=Alım, S=Satım):

6. Valör Tarihi:

7. Nominal Değer:

8. Fiyat:

9. Oran:

Sistem Giriş Formatı

Emir No :-----

Üye No :-----

Üye Adı :-----

Yetkili 1:-----

İtfa Tarihi :--/--/--

Yetkili 2:-----

Ay Süre Tür :---

Yetkili 3:-----

Faiz Ödeme :---

Yetkili 4:-----

Ek Tanım :---

Yetkili 5:-----

Faiz Oranı :---

Yetkili :-----

Kod :---

İşlem Limiti:-----

Şirket Adı :-----

Emir Tipi :-B_Blok İşlem:-(A/S) Valör:--/--/--

Nominal :----- Fiyat:----- Verim:-----

Bilgiler Doğru mu? :-(E/H) Neden:-(U-Üye, B-İMKB)

Yukarıdaki örnek formda emirlerin borsa eksperleri tarafından bilgisayar sistemine giriş formatı verilmiştir. Burada girilen emirlerin bilgisayar programları yardımıyla değerlendirilerek en iyi emirler ekrana yansıtılarak alıcı veya satıcılara kolaylık sağlanır.

3.6.2.Emirlerin İşleme Sokulması

Emirleri alan ilgili birim, telefon aracılığıyla gelen emirleri, alım emirlerinde en yüksek fiyatlı olanı, satım emirlerin ise en düşük fiyatlı olanı bilgisayar aracılığıyla belirlenip, bilgi dağıtım firmalarının ekranları aracılığıyla üyelere otomatik olarak PTT hatlarından online olarak iletilmektedir. Bu işlem sırasında en iyi talep ve teklif bilgisayar programları yardımıyla kullanılan PTT hattının hızına bağlı olarak birden fazla ekrana aynı anda ve hızlı olarak yansır.

En iyi talep ya da tekliften işlem yapılması halinde sonraki bekleyen en iyi teklif ya da talep otomatik olarak ekrana gelir. Üyelerin alım ve satım emirlerindeki önceliklerini, İMKB yönetmeliği'nin 32.maddesindeki öncelik kurallarına göre, tamamen bilgisayar tarafından belirlenmektedir. Fiyatlarda eşitlik olması durumunda zaman önceliği dikkate alınacaktır.

3.6.3.Emirlerin Gerçekleştirilmesi

Ekranlarda yer alan doğrudan alım veya doğrudan satım emirlerini karşılamak isteyen üyeler, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü'nü telefonla arayarak bu taleplerini iletirler. İletilen bu talepler doğrudan bilgisayara girilir ve prensip itibarıyla talep ve teklifin karşılanması beklemeden, tesadüfe bırakılmadan ve sıra kaybı olmaksızın gerçekleştirilir. Emirler tamamen karşılanabileceği gibi kısmende karşılanabilir.

Emirlerin gerçekleşmesi için gerekli şartlar;⁴⁵

Normal emirlerde

- 1.Arz ve talepteki fiyatların eşit olması,
- 2.Menkul kıymetlerin aynı olması,
- 3.Valörlerin aynı olması,

⁴⁵İMKB,Eğitim Semineri Ders Notları, Haziran 1992.

Blok emirlerde

- 1.Arz ve talepteki fiyatların eşit olması,
- 2.Miktarların aynı olması,
- 3.Menkul kıymetlerin aynı olması,
- 4.Valörlerin aynı olması gerekmektedir.

Emirler karşılandığında otomatik olarak ekrandan silinir.

Piyasada işlem yapan banka ve aracı kurumlar işlem sırasında birbirlerini bilmeyecek ancak işlem tamamlandığında İMKB tarafları birbirine bildirecektir. Bu andan itibaren tarafların sorumluluğu birbirlerine karşı olmaktadır.

Aşağıda emirlerin yansıdığı ekran formatı;

MKP Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu Ekran Formatı⁴⁶

0645 Istanbul Stock Exchange Bonds ana Bills Tel2499767 IMLA					
VL MAT	Tanım	Talep-Bid	Teklif-Offer		Last
08*050892	9B		68.00-95042/1000		08.07/67.5
08*070792	12T	78.24-56171/2000			08.07/78.3
08 231292	9B		76.44-73972/1500		08.07/76.2
08*020992	9B	72.38-90005/500			08.07/73.5
09 300992	9B	73.94-85457/1000	72.75-141200/500		07.07/73.3
09*050892	9B		67.50-95244/1000		08.07/67.5
09*301093	36T		69.17-146680/750		08.07/69.3

2	6	5	18	18	10

Devlet tahvili ve hazine bonolarının yer aldığı ekranlar

Reuters : IMLA-IMLD

Telerate : 26448-26451

Veritel : IMKB Menüsü A9

VL: İşlemin valör tarihini göstermektedir.

MAT: Üzerinde işlem yapılacak kağıdın vade tarihini göstermektedir.

Tanım-Id: Üzerinde işlem yapılacak kağıdın tanımını göstermektedir(9B,12T,24T v.b.).

Talep-Bid: Vadesi ve tanımı verilen kağıttan alış talebi olması halinde 100.000TL üzerinden alış fiyatını o fiyata karşılık gelen oranı ve Milyon TL üzerinden alınmak istenen nominal tutarı göstermektedir.

⁴⁶İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Ağustos 1992, s.136.

Teklif-Offer: Vadesi ve tanımı verilen kağıttan satış talebi olması halinde 100.000 TL üzerinden satış fiyatını o fiyata karşılık gelen oranı ve Milyon TL üzerinden satılmak nominal tutarı göstermektedir.

En Son-Last: Vadesi ve tanımı verilen kağıt üzerinde daha önceden işlem yapılmışsa en son yapılan işlemin oranını ve valör tarihini göstermektedir.

* Valör ile Vade arasındaki (*) işareti, varolan emir veya emirlerin blok olduğunu, işlemin bölünme olmadan gerçekleşeceğini göstermektedir.

3.6.4. Emirlerin Gerçekleştirildiğinin Teyidi

İMKB, piyasada gerçekleşen her işlem için taraflara birer teyit gönderir ve bu teyit MKP sözleşme dökümü ile yapılır.

Aşağıda bu sözleşme döküm formu verilmiştir.⁴⁷

İMKB Menkul Kıymetler Piyasası Sözleşme Dökümü

Sözleşme No:----- Saat : ---:---:--- Tarih : --/--/--

Tahvil :	Verim :
Fiyat :	Tutar :
Nominal :	
Valör :--/--/----	
İşlem Türü :-----	İşlem Türü :-----
Üye Kodu :-----	Üye Kodu :-----
Üye Adı :-----	Üye Adı :-----
Alıcının	Satıcının
Ödeme Şekli ve Yeri:-----	Menkul Kıymet Teslim
-----	Şekli ve Yeri:-----
-----	-----

Menkul Kıymet	Nakit Teslim
Teslim Alma Yeri:-----	Alma Yeri:-----
-----	-----

⁴⁷Abdullah AKYÜZ, İMKB, Mekul Kıymetler Piyasası(Tahvil ve Bono Piyasası), Haziran 1992, s.6.

Taraflar Takası Kendi Aralarında Yapmayı Kabul Etmişlerdir:

ONAY

İsim :

İmza :

Sözleşme dökümü, işlem gerçekleştirildikten sonra 3 nüsha olarak düzenlenir. 1 nüshası alış yapan kuruluşa, 1 nüshası satış yapan kuruluşa, kalan nüsha ise T.İş Bankası A.Ş. Borsa şubesine (Takas için) fakslanır. Sözleşme dökümünün aslı İMKB Menkul Kıymetler Piyasası'nda klase edilir.

Taraflar işlemin takasını, Borsa dışında kendi aralarında gerçekleştirilmesi halinde sözleşme dökümü sadece taraflara fakslanır, aslı da klase edilir.

3.6.5.Emirlerin Geçerliliği

Reuters sayfalarına girilen emirlerden piyasa kapanışına kadar karşılanamayan emirler otomatik olarak iptal edilmiş sayılır. Ayrıca banka ve aracı kurumlar henüz karşılanmamış emirlerin işlem günü, seans esnasında her zaman ilgili borsa birimini arayarak emirin iptalini isteyebilir veya değiştirebilirler.

3.7.Gerçekleşen İşlemlerin Takası

Menkul kıymetler piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin takası, İMKB denetimi altında T. İş Bankası tarafından gerçekleştirilmektedir.

Takas işlemleri, MKP'de işlem yapan borsa üyelerinin nakit ve menkul kıymet hesapları aracılığıyla yapılmaktadır. Alım-satımla ilgili menkul kıymet ve nakit hareketi, banka ve aracı kurumların takas ve ödeme işlemlerini yürüten banka (T.İş Bankası) nezdindeki Menkul Kıymetler Depo Hesapları ve Serbest Tevdiat Hesapları kullanılarak sağlanmaktadır. Üyeler menkul kıymet ve nakit olarak tüm borçlarını bu iki ana hesaba yatırmakta ve bu hesaplarda toplanan tutarlar T. İş Bankası tarafından birebir olarak karşı üyelere aktarılmaktadır.

Takas işlemleri aşağıdaki esaslar çerçevesinde gerçekleştirilir;

3.7.1.Hesapların Açılması

Piyasada işlem yapan bütün üyelerin, nakit için T. İş Bankası A.Ş. borsa şubesi nezdinde Serbest Tevdiat Hesabı ve menkul kıymet için Menkul Kıymetler Depo Hesabı açtırmaları gerekmektedir.

Söz konusu hesapların açılabilmesi için üyelerin yetkili elemanlarının imza sirküleri ve kuruluşu temsille ilgili diğer belgeler ile birlikte T. İş Bankası A.Ş. borsa şubesine müracat etmesi gerekmektedir.

Borsa ile T. İş Bankası arasında yapılan protokol gereğince yurt sathındaki bütün şubeleri vasıtasıyla aracı kurumlar ve yatırımcılara her türlü kolaylık sağlanarak saat 17:00 ye kadar aynı gün valörlü işlemlerdeki düzenlemeler hariç nakit ve hesaben her türlü işlem yapılmaktadır.

3.7.2.Üyelerin Takas ve Yükümlülüklerini Yerine Getirmesi

Menkul Kıymetler Piyasası'nda herhangi bir işlemin gerçekleşmesinden sonra , İMKB Menkul Kıymetler Piyasası tarafından Sözleşme Dökümü takas merkezine iletilir.

Sözleşme dökümünde alıcı ve satıcı üyelerin takas yükümlülüklerinin hangi şekilde yerine getirecekleri belirtilmektedir. Buna göre;

Alıcı Üye

Parasını;

a.T.İş Bankası borsa şube'sinin 28198 no'lu Tahvil Takas Hesabı'na nakden veya T.C. Merkez Bankası çeki ile öder.

b.T.C. Merkez Bankası İstanbul şubesindeki T. İşBankası borsa şubesi'nin 350204570-5 no'lu hesabı'na nakden veya hesaben öder.

c.T.İş Bankası veya diğer banka şubeleri üzerinden T.İş Bankası Tahvil Takas Hesabı'na havale yapmak suretiyle öder.

Menkul Kıymetlerini;

- a.Takas Merkezi'ne fiziken veya T.C.Merkez Bankası makbuzu (ihalelerde alınan makbuz) olarak teslim alır.
- b.Banka depo hesabın'a devrini ister.
- c.T.C. Merkez Bankası nezdindeki Serbest Depo hesabı'na veya bir başka üyenin Serbest Depo Hesabı'na ister.

Satıcı Üye

Parasını;

- a.Takas Merkezi nezdindeki üye nakit hesabına ister,
- b.T.C.Merkez Bankası nezdindeki üye Serbest Tevdiat Hesabına ister,
- c.T.C.Merkez Bankası nezdindeki başka bir üye Serbest Tevdiat Hesabına ister.

Menkul Kıymetlerini;

- a.Banka Depo(Saklama) Hesabı'ndan virman yapar,
- b.T.C.Merkez Bankası İstanbul şubesindeki T.İş Bankası Borsa şubesinin 500501570 no'lu Serbest Depo Hesabı'na hesaben teslim eder.
- c.Takas Merkezi'ne fiziken veya T.C.Merkez Bankası makbuzu (ihalelerde alınan makbuz) olarak teslim eder.

3.7.3.Menkul Kıymetler Piyasasında Takas Saatleri

Üyelerin daha önce gerçekleştirmiş oldukları o gün valörlü ve o gün gerçekleştirdikleri aynı gün valörlü işlemlerinin takasını , gişe hareketi gerektiren durumlarda saat 14:00'e kadar herhangi bir kıymet tevdi veya teslimatı ile gişe hareketinin söz konusu olmadığı durumlarda saat 15:00'e kadar yerine getirmeleri gerekmektedir.

3.7.4.Takasta Netleştirme

Üyenin aynı gün valörüyle hem alım hem satım olarak birden fazla işlem yapması durumunda üye Net yükümlülüğünü yerine getirecektir.Bu amaçla, üye net pozisyonuna göre teslim yapacak veya virman talimatı verecektir.

3.8.Temerrüt-Taahhüdünün Yerine Getirilmemesi Durumu⁴⁸

Üye valör gününde saat 15:00'e kadar yükümlülüğünü yerine getirmemişse herhangi bir ihbara gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır. Temerrüt durumunda borsa yönetmeliğinin 49.maddesi uygulanır.

49.ncu madde;

Menkul kıymetlerin satıcısı durumunda olan üyenin yükümlülüğü, satılan menkul kıymetin veya onları temsil eden belgeleri takas şartlarına uygub bir şekilde Takas Merkezine teslim ederek bedellerini tahsil etmek, alıcı durumdaki üyelerin yükümlülüğü ise şartlara uygun olarak satın aldığı menkul kıymetin bedelini Takas Merkezine ödeyerek , menkul kıymetin veya onları temsil eden belgeleri teslim almaktadır.

Üyelerin kesin alım-satım işlemlerine ait karşılıklı yükümlülükleri, işlemin kesinleştiği günü takip eden ve Yönetim Kurulu'nca tespit edilen süre içinde yerine getirilir. Bu süre içinde yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeden, temerrüde düştüğü tarihten itibaren taahhüdünü yerine getirdiği tarihe kadar ve tesliminde temerrüde düşülen menkul kıymetin işlem günlerindeki ağırlıklı ortalama fiyatlarından hesaplanan toplam borsa değerleri veya nakit borcu esas alınarak T.C. Merkez Bankası'nın ilan ettiği genel reeskont faizinin iki katı olan faiz oranından hesaplanan faiz tutarı tahsil olunur. Temerrüt halinin bir haftayı doldurması halinde, bir haftalık sürenin bitimini takip eden ilk iş günü işlem konusu menkul kıymet, kendisine teslimat yapılmayan üyeye alıcı veya satıcı olmasına göre eksper tarafından aldırır veya sattırır.

⁴⁸IMKB, Araştırma ve Eğitim Müdürlüğü Notları.

Bu suretle alım veya satımın sonuçları, yerine getirilmeyen alım veya satıma göre daha olumlu ise, herhangi bir işlem yapılmaz, yani işlemin eskisine göre daha olumsuz şartlarda yapılmışsa, yükümlülüğü yerine getirmeyen üye aradaki farkı Takas Merkezi'ne ödemek zorundadır.

İşlem konusu menkul kıymeti satın almak veya satmak mümkün olmamışsa ve/veya anapara, değer farkları ve temerrüt faiz gibi üyenin yükümlülüğünün gerektirdiği ödemeler yapılmamışsa, ödenmesi gereken para, üyenin borsa'ya yatırmış olduğu teminattan borsa'ca re'en karşılanır.

Temerrüde düşen üyenin savunması alınarak, Yönetim Kurulu kararı uygulanır. Temerrüde düşen üyenin savunması, 3 iş gününden az olmamak üzere, borsa başkanlığınca verilecek süre içinde alınır.

3.9.Kurtaj ve Borsa Payı

İMKB Menkul Kıymetler Piyasası'nda gerçekleşen işlemler için tarafların herbirinden ayrı ayrı, işlem tutarı üzerinden yürürlükteki oranlar baz alınarak hesaplanan kurtaj tutarının (binde 2.5'nin) %2'si oranında bir borsa payı tahsil edilir.

Menkul Kıymetler Piyasası'nda gerçekleşen işlemlerin ayrıca borsa'da tescil ettirilmesine gerek yoktur.

İşlemlerin borsa dışında gerçekleşmesi halinde ise, alım satımın borsa'ya tescili gerekmektedir. İşlemlerin borsa'ya tescilinden dolayı üyeler, işlem hacmi rakamlarının binde 2.5'nin %3*2'si tutarında borsa payı ödemek zorundadırlar. Bu durumda, Menkul Kıymetler Piyasası'nda işlem yapmak isteyen üyelere herhangi bir ek yük getirmemekte, aksine dışarıda yapılan işlemlerin tesciline oranla %50 borsa payı avantajı sağlamaktadır.

Kurtaj ve borsa payı oranları Yönetim Kurulu'nun teklifi üzerine SPK'nın onayıyla 10 misline kadar artırılabilenekte veya aynı oranda azaltılabilmektedir.

3.10.Real Time Piyasa Bilgileri(Reuter IMLX Sayfası)

Gün içerisinde gerçekleşen işlemler ile ilgili bilgiler Reuters'in IMLX sayfasında gerçek zamanlı olarak verilmektedir.

Bu sayfada gerçekleşen işlemin valörü, vadesi, tanımı, ağırlıklı ortalama fiyatı, basit ve bileşik faizi ve gerçekleşen işlemlerin toplam nominal tutarı verilmektedir.

Reuters'in IMLX sayfasının formatı aşağıda verilmiştir;

0645Istanbul Stock Exchange Bonds and Bills Tel2499767
IMLX

Market Information

-----01/07/1992-

VL	MAT.	ID	AVG.PRI	S.YIELD	C.YIELD
NOM.VOL*1000					
01 300992	9B	84.057	76.07	100.60	35.650.000
01 020992	9B	88.682	73.94	100.50	6.500.000
01 080792	9B	93.709	70.01	96.91	500.000

3.11.İkinci El Piyasanın Kantitatif Görünüşü

Ülkemizde sabit getirili menkul kıymetler piyasasının rakamsal görünümüne bakıldığında, yıllar itibarıyla tüm kalemlerde birbiriyle orantılı olarak genel bir artış olduğu dikkati çekmektedir.

İlk olarak yıllar itibarıyla devlet iç borçlanması içinde kamu menkul kıymetlerinin payına bakılacak olursa iç borç stoğu içinde tahvil ve bononun payının arttığı görülmektedir(Tablo XV). Buradan, devletin bütçe finansmanını sağlamada, yıllar itibarıyla menkul kıymet ihraçlarını daha fazla tercih eder duruma geldiği sonucuna varılabilir. İç borç stoğu içinde, 1986 yılında toplam %22 olan tahvil ve bononun payı yıllar itibarıyla sürekli bir artış göstererek 1991 yılı itibarıyla %47'ye ulaşmıştır. Devlet tahvili ve hazine bonosunun iç borç stoğuna bağlı olarak kendi içindeki dağılımına bakıldığında devlet tahvillerinin sürekli daha yüksek bir paya sahip olduğu görülmektedir. Bu da devletin daha ziyade uzun vadeli borçlanmaya gittiği devletin daha ziyade uzun vadeli borçlanmaya gittiği sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Tahvil ve bono ile yapılan borçlanmada ise en çok kullanılan vade 1 yıldır.

Tablo XV. İç Borç Stoğu İçinde Tahvil ve Bononun Payı
(Milyar TL)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Tahvil	1.511	2.407	4.880	10.940	18.879	24.697
Bono	823	1.923	2.542	3.537	5.469	18.258
Diğer	8.181	12.889	21.036	27.535	32.910	47.094
Toplam	10.515	17.219	28.458	42.012	57.258	90.049

İç Borç Stoğu İçinde Tahvil ve Bononun Payı
(%)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Tahvil	14.37	13.98	17.15	26.04	32.97	27.43
Bono	7.83	11.17	8.93	8.42	9.55	20.28
Toplam	22.20	25.15	26.08	34.46	42.52	47.70

Kaynak: Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Nisan 1992

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE TAHVİL PİYASASININ İŞLEYİŞİ

4.1.AT'ye üye bazı ülkelerin tahvil piyasaları

Bugün çeşitli firmalar ve başta bankacılık sektörü olmak üzere çeşitli finansal kurumlar aracılığıyla bir çok finansman yöntemine kavuşmuşlardır. Bu yöntemlerden uluslararası piyasalarda düz tahviller(Straight Bonds) ve sendikasyon kredilerinin yoğun olarak tercih edildiği gözlenmektedir. Düz tahvil ihraç ederek finansman sağlama uluslararası piyasalarda 1991'den önceki yıllarda %30-35 düzeylerinde iken bugün finansman sağlamakta bu oran %50'lere ulaşmıştır.

İkinci büyük değişiklik menkul kıymetler piyasalarında gözlenmektedir. Uluslararası piyasalarda yoğun kullanılan para birimi üzerinden çıkarılan tahvillerin 1991 yılı yıllık artışı %10 olurken, az kullanılan para birimleri üzerinden çıkarılan tahvillerin artış hızı %86 olmuştur.

OECD ülkeleri genelinde yapılan bir çalışmada uluslararası sermaye piyasalarında kullanılan temel finans araçlarının 1988-1991(Ağustos) dönemindeki yıllık yüzde dağılımı aşağıda verilmektedir.

Tablo XVI.Uluslararası Sermaye Piyasalarında Kullanılan Finansal Araçlar(%)

(Ocak-Ağustos)

	1988	1989	1990	1990	1991
Düz Tahviller	35.3	31.1	36.8	37.5	46.1
Sendikasyon Kredileri	26.5	26	28.1	26.7	19.6
(-)Yabancı Krediler	-2.1	-1.4	-0.5	-0.5	-0.3
Finansman Bonoları	12.6	11.6	11.2	12	7.3
Değişken Faizli Tahvil	4.9	3.8	8.6	7.8	3.6
Hisse Sen.Çev.Tahvil	6.6	14.2	4.9	4.5	8.1
Aracısız Diğ.Finans.Ola.	4.3	4.1	4.1	3.8	8.6
Diğer	11.9	10.6	6.8	8.2	7
Toplam	100	100	100	100	100
Toplam(Milyon \$)	453.5	466.5	431.9	281.6	320.5

Kaynak:İş Bankası,Türk Sermaye Piyasası ve Avrupa Topluluğu,Kasım 1992,s.25.

Tablo XVI'da görüldüğü gibi, uluslararası sermaye piyasalarında işlem hacmi yönünden en büyük paya sahip finansal araçlar düz tahviller olup, Ocak-Ağustos 1991 döneminde paylarını %46.1'e çıkarmıştır.

Çeşitli para birimleri üzerinden kurulan uluslararası tahvil piyasası dalgalanarak büyümektedir. Bu ortam içinde yeni basılan tahviller arasında 1991 yılında %40 oranında artan hacim ile ECU birimi, Amerikan dolarından sonra Avrupa Tahvil Piyasasında ilk kez ikinci sırada yer almıştır.

1988-1991(Ağustos) dönemindeki tahvil ihtiyaçları AT'ye üye ülkeler ve ülkemiz için aşağıda sunulmaktadır.

Tablo XVII.Uluslararası Tahvil İhraçları
(Milyon \$)

	1988	1989	1990	1990	1991
Belçika	2,900	3,400	3,700	2,900	4,100
Danimarka	4,300	4,900	4,300	3,600	800
Fransa	16,500	13,700	17,400	11,700	16,000
Almanya	12,300	10,000	9,600	7,900	8,600
Yunanistan	400	1,100	900	700	1,500
İrlanda	600	1,600	1,000	800	1,000
İtalya	7,900	9,300	13,200	9,000	8,200
Hollanda	4,400	3,200	2,200	1,300	2,800
Portekiz	1,900	100			200
İspanya	1,900	600	3,300	2,100	1,800
İngiltere	26,500	20,300	20,000	12,700	20,200
Türkiye	1,200	1,200	700	600	300

Kaynak:İş Bankası, Türk Sermaye Piyasası ve Avrupa Topluluğu,Kasım 1992,s.26.

Tablo XVII'den görüldüğü gibi, 1988 yılında Türkiye, Yunanistan ve İrlanda'dan daha çok uluslararası tahvil ihraç ederken 1990 yılında AT'ye üye ülkelerin hepsi Türkiye'ni üzerinde yer almıştır. 1991 yılının ilk sekiz ayı bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında, pek çok ülkenin uluslararası boyutta tahvil ihracını artırdığı, Danimarka, İtalya ve Türkiye'nin ise genel terndin aksine uluslararası tahvil ihracını azalttığı anlaşılmaktadır.

4.1.1.ALMAN YA PİYASASI

Alman markı tahvil piyasası, sabit getirili menkul kıymetlerde, 1989 yılı itibarıyla piyasadaki menkul kıymet hacmi olarak amerikan doları ve yen tahvil piyasalarının dünya sıralamasında üçüncü durumdadır.

4.1.1.1.Tahvil Piyasası⁴⁹

Alman markı üzerinden ihraç edilmiş olan sabit getirili menkul kıymetler üç ana başlık altında toplanabilir;

a.Yerli Tahviller

Bu tahvilleri ihraç edenler;

-Kamu kuruluşları

Alman hükümeti, eyaletler, yerel idareler, demir yolları, posta idaresi.

Kamu kuruluşlarınca gerçekleştirilen ihraçlarda en önemli pay Alman hükümetinin olup süresi 1-30 yıl arasında değişmektedir.

1989 yılı itibarıyla 518 milyar alman markı olup ihraççılar açısından yüzde dağılımı aşağıdaki gibidir;

Alman Hükümeti	%80
Eyaletler	%0.80
Yerel İdareler	%0.01
Demiryolları	%0.50
Posta İdaresi	%0.69
Fon	-----

- Mortgage Banks ve diğer bankalar
- Uzmanlaşmış Kredi Kuruluşları
- Şirketler

⁴⁹DM Bonds Structure and Rules in Germany, Dresdner Bank

Alman tahvil piyasasında dolaşımda bulunan yerli tahvillerin, 1990 yılı itibarıyla değeri 1.368 milyar Alman markı olup, bunların yüzde dağılımı;

Kamu Tahvilleri	% 38
Belediye Tahvilleri	% 27
Uzmanlaşmış Banka Tahvilleri	% 8
Diğer Banka Tahvilleri	% 17
Mortgage Bonds	% 10

4.1.1.2.İkinci El Tahvil Piyasası⁵⁰

Almanya Sermaye Piyasası'nda 1989 yılı istatistiklerine göre, piyasadaki toplam nominal işlem hacminin %75'lik kısmı sabit getirili menkul kıymetlerde gerçekleşirken, hisse senedi işlem hacminin pazar payı %25 olmuştur. 1989 yılında ülkemiz için aynı oran , tahvil %95, hisse senedi %5 şeklindedir.1991 yılı ilk altı aylık verilerine göre sabit getirili menkul kıymetlerde net satış tutarı 1.755 milyar Alman Markı(1.302 Milyar \$) olarak gerçekleşmiştir.

Alman markı ile ihraç edilmiş tahvillerin alım-satım işlemleri 8 alman borsasında toplanmış olmasına rağmen işlemlerin çok büyük miktarı Frankfurt Borsa'sında gerçekleşmektedir. Bu oran 1990 yılı itibarıyla %80 olarak gerçekleşmiştir. Gerçekleşen işlemlerde ağırlık, yerli tahvillerde ve özellikle kamu tahvilleri üzerindedir. Borsalarda işlemler üç farklı bölümde gerçekleşir.

- a.Resmi pazar
- b.Organize pazar
- c.Serbest pazar

Resmi ve organize pazarlar kamu düzenlemesine tabidir. Borsalara ulaşan alım-satım emirleri gerekli koşulları taşıyorsa elektronik göstergeye yansıtılır ve resmi bir broker tarafından en fazla emir gerçekleşebilecek şekilde karşılaştırılır daha sonraki işlemler oluşturulan bu standart fiyat üzerinden gerçekleştirilir.

Yüksek standarttaki bazı tahvillerdeki işlemler ise değiştirilebilir fiyat verme usulüyle gerçekleştirilir.

⁵⁰Federation Of The German Stock Exchanges, Annual Report, 1989.

Tahvil işlem hacmi kayıtları 1986 yılı sonuna kadar sadece satış rakamlarına dayalı olarak tutulurken, 1987 yılından itibaren dünya uygulaması paralelinde kayıtlar alım-satım olarak çift taraflı tutulmaya başlanmış ve bu doğrultuda işlem hacmi rakamları 1986 yılında 275 milyar mark iken, 1989 yılı sonunda 1.916 milyar Alman mark'ına ulaşmıştır. Yıllar itibarıyla işlem hacmi rakamlarında düzenli bir artış gözlenmektedir. 1989 yılı işlem hacmi rakamı bir önceki yıla göre %55 oranında artış göstermiştir. Burada verilen değerler sadece borsalarda gerçekleşen işlemler olup borsa dışında gerçekleşen işlemlerinde varlığıda söz konusudur.

Borsa'da işlemler 10:30-13:30 saatleri arasında gerçekleştirilir.

Kağıtlarda ortalama verim, 1980-1990 yılları arasında, %5 ile %12 arasında olmuş ve en düşük değerine 1986 yılında %5.5, en yüksek değerine ise 1981 yılında %11.5 ile ulaşmıştır.

4.1.1.3.Yapılan İşlemlerde Takas

İşlemlerin borsa'da gerçekleşmesinden sonraki 2 işgünü içinde takas gerçekleştirilir. Bu süre uluslararası işlemlerde 7 gündür. Takasta, sertifikalar kullanılır ve normalde fiziksel teslim mümkün değildir. Her bankanın Central Depository Bank'ta bir menkul kıymet hesabı ve Regional Reserve Bank'ta nakit hesabı bulunur ve takas işlemleri hesaplar arasında gerçekleştirilerek hesaplar her gün Central Depository Bank tarafından netleştirilir.

4.1.2.İTALYA PİYASASI

İtalyan Lireti'nin istikrarı ve tahvil faiz oranlarının yüksek oluşu, İtalya tahvil pazarının dünyanın en ilginç ve çekici pazarları arasına girmesine neden olmuştur. Sabit getirili menkul kıymetlerde İtalya, reel faiz geliri açısından Avrupa'nın en iyi pazarı durumundadır.

4.1.2.1.Sabit Getirili Menkul Kıymetler Pazarı⁵¹

İtalya sabit getirili menkul kıymetler piyasasında, 1991 yılı ortalarında dolaşımda bulunan menkul kıymet miktarı, yaklaşık 1.300 trilyon Lire(1.002 milyar \$) değerindedir. Dolaşımda bulunan toplam miktarın %80-85'lik kısmını devlet tahvilleri oluşturmakta ve toplam işlem hacminin %90'nına yakını İtalya yerli pazarında meydana gelmektedir.

İşlemlerdeki en büyük pay , bankalara ve kurumsal yatırımcılara aittir. Piyasada en çok talep edilen kağıtlar ise, Hazinesinin ihraç ettiği 6-12 ay vadeli bonolardır. Hazine Bonolarının ihracı, Ülkemizde uygulanan benzer bir yöntemle Merkez Bankası tarafından ihale usulü ile gerçekleştirilmektedir. İhalelere ise sadece bankalar ve kurumsal yatırımcılar katılabilmektedir.

4.1.2.2.Düzenlenmiş İkinci El Tahvil Piyasası(Circuito Telematico)⁵²

İtalya'da son yıllarda artış göstermeye başlayan kamu açıkları, Kamu Menkul Kıymetleri'nin önemini artırarak piyasasının düzenlenmesi gereğini gündeme getirmiştir.

İtalya'da organize bir ikinci el piyasanın kurulması oldukça yenidir. Dünyadaki pek çok sistem incelendikten sonra daha önceleri İngiltere'de de kullanılmış olan Amerikan sistemi örnek alınmış ve bu konudaki ilk girişim 1988 yılında yapılmıştır. İlgili bakanlık, 8 Şubat 1988'de, İtalya Merkez Bankası ve toplam 141 kuruluş ile bir anlaşma imzalanmış ve 16 Mayıs 1988'den itibaren, italyan kamu menkul kıymetleri piyasası, Circuito Telematico (Automated Quotation System) adı altında faaliyete geçmiştir. 1988 yılı sonundaki üye sayısı 184 olmuş ve bu sayı 1991 yılı ortalarında 239'a ulaşmıştır. Antlaşmaya göre, kamu menkul kıymetlerinde işlem yapmaya yetkili olan kuruluşlar üç ana kategoride toplanmaktadır;

- The association of bank operators in securities(ASSOBAT)
- The association of the treasurers of the credit institutes(ATIC)
- The association of Italian Banks(A.B.I)

⁵¹Current Issues In Turkish Capital Markets, SPK Yayınları, Yayınları No.14, Proceedings Of The OECD-CMB Conference, September 3 rd-8 th, Antalya, Turkey, 1989

⁵²European Domestic Bond Markets, Euromoney, July 1991.

Bu gruplara dahil olan kuruluşlar; İtalyan Merkez Bankası, Krdei kuruluşları, Commission dealers, Sigorta şirketleri, Borsa'ya kote edilmiş finans şirketleri, ve kaynakları ile sınırlı olmak şartıyla yatırım fonlarıdır.

Anlaşmaya getirilen önmeli hükümlerden biri, bütün üyelerin Merkez bankası takas merkezinin ve Monte Titoli saklama merkezinin üyesi olmaları zorunluluğudur. Brokerlar bu anlaşmanın dışında tutulmuş ve kendilerine piyasada işlem yapma yetkisi verilmemiştir.

Piyasada işlemler, 9:30-13:00 ve 15:00-16:30 saatleri arasında olmak üzere iki seanstır. Her gün işlem yapan üyelerden gelen bilgiler Merkez Bankasında toplanır ve Merkez bankası kanalıyla, minumum-maksimum-ağırlıklı ortalama fiyatlar gib bilgiler Reuters'de yayınlanır. İşlem yapmak isteyen üyeler kendi bilgilerini terminallerinden ana sisteme aktarırlar. Piyasada işlemler fiyat esası üzerinden gerçekleştirilir. 1989 yılı için n düşük işlem limiti nominal değer olarak 5 milyar liredir.

Piyasanın yönlendirilmesinde en büyük etkinlik Hazine Bakanlığı'nın denetimind, Primary Dealers olarak ifade edilen piyasa yapımcılarının elindedir.

Piyasa yapımcılarından her biri, sistemdeki 30 menkul kıymetten en az 7'sine 5 milyar lireden az olmamak koşulu ile alım-satım fiyatı vermek zorundadır.

Piyasa yapımcı olarak işlem yapmaya yetkili olabilmek için net varlık tutarının en az 20 milyon lired ve son bir yıllık dönemdeki kamu menkul kıymetlerdeki işlem hacminin en az 5 trilyon lired olması gerekmektedir.

Piyasanın yönetiminden çeşitli üyelerden oluşturulmuş bulunan Yönetim Komitesi sorumludur. Komite üyeleri şunlardan oluşmaktadır;

- A.B.I.'den 1 kişi(Başkan)
- ASSOBAT'tan 1 kişi
- ATIC'dan 1 kişi
- Primary Dealers'lardan 4 kişi(Banka olmamak şartıyla ve 6 ayda bir değişirler.)

Komite küçük yatırımcı'yı piyasaya çekebilmek ve piyasayı daha aktif ve cazip hale getirebilmek için çeşitli aralıklarla düzenlemeler yapar.

Bu amaçla yapılan düzenlemelerden biri de minimum işlem yapabilme miktarını belirlemektedir.

4.1.2.3.Takas ve Saklama

İtalyan borsalarında işlem gören hamiline menkul kıymetler ve tahviller, işlem gününden sonraki iç gün içinde 6 Merkez Bankası ofisi aracılığıyla takas edilir. Saklama hizmetlerini Monte Titoli adındaki özel bir kuruluş yürütür.

4.1.2.4.Sonuç

İtalya 'da oluşturulan organize piyasaya rağmen, kamu menkul kıymetlerindeki işlemlerin çok büyük bir kısmı Borsa dışında ve kendiliğinden oluşan fiyat ve miktarlardan gerçekleşmeye devam etmiştir. Dışarıda gerçekleşen işlemler ülkemizde de şu anda olduğu gibi telefon bağlantısı ve karşılıklı anlaşmaya dayalı olarak yapılmaktadır. İtalyan sabit getirili menkul kıymetler piyasasında, en son verilere göre, toplam işlem hacminin %95'lik bir kısmı serbest piyasada gerçekleşirken, diğer %5'lik kısmı ise resmi pazarlarda gerçekleştirilmektedir.

Piyanın kurulmasından sonra geçen ilk altı aylık dönemde piyasa dışındaki işlem hacmi günlük ortalama 281 milyar liret olarak gerçekleşirken bu tutar piyasada gerçekleşen günlük ortalamanın yaklaşık 14 katına isabet etmektedir. Piyasada gerçekleşen işlem hacmi, yıllar itibarıyla şu değerlere ulaşmıştır.

(Liret/Milyar)	1988	1989	1990
	-----	-----	-----
Top. İşlem Hacmi	42.857	72.255	426.923
Günlük Ortalama	267	285	1.700

Büyük umutlar ve beklentiler içinde gerçekleştirilen italyan kamu menkul kıymetler piyasası bekleneni verememiş ve işlemlerin büyük çoğunluğu piyasa dışında gerçekleştirilmiş ve günlük işlem hacmi beklenen değerlerin çok altında kalmıştır.

4.2.JAPONYA PİYASASI

Uluslararası Japon tahvil piyasalarını piyasalarda işlem gören tahvillerin özelliklerine göre Samurai Tahvil Piyasası, Shibosai Tahvil Piyasası, Shogun Tahvil Piyasası ve Euro-Yen Tahvil Piyasası olmak üzere dört başlık altında incelemek mümkündür.

4.2.1.Uluslararası Japon Tahvil Piyasaları⁵³

Samurai tahvilleri Japonya'da yerleşik olmayan kuruluşlarca Japonya'da ihraç edilen yen cinsinden tahvillerdir. Bu tahvillerin en belirgin özelliği halka arz edilmek üzere borsa kotuna alınmalarıdır.

Shibosai tahvilleri de Japonya'da yerleşik olmayan kuruluşlarca Japonya'da ihracı yapılan yen cinsinden tahvillerdir. Ancak halka arz edilemezler. Shogun tahvilleri Samurai tahvillerinin yen dışında bir yabancı para cinsinden olanı olarak tanımlanabilir. Euro-Yen tahvilleri ise diğer Euro tahvillere benzer şekilde yen cinsinden ihraç edilen tahvillerdir.

4.2.1.1.Samurai Tahvil Piyasası

1970 yılında Asya Yatırım Bankası tarafından ihraç edilen 6 milyar yen tutarındaki ihraçla faaliyete geçen Samurai tahvil piyasası birinci ve ikinci petrol krizleri sırasında güçlüklerle karşılaşmışsa da 1985 yılına kadar hızlı bir gelişme göstermiştir. 1985 yılından itibaren Euro-Yen piyasasının getirilen tedbirlerle hızla büyümesi Samurai tahvil ihraçlarının daralmasına neden olmuştur. Ancak diğer piyasalarda olduğu gibi bu piyasada da serbestleştirme sürmektedir.

Samurai tahvillerinin başlıca ihraç şartları;

-Bu tahvilleri ihraç edecek ticari bankalar dışındaki özel şirketler ve hükümler kuruluşlar(Sovereign entities) yetki verilmiş derecelendirme kuruluşlarından (Rating Agencies) en az tak-A derecesi almış olmalarıdır.

⁵³Nesrin DANIŞMAN, TCMB Araştırma, Planlama ve Eğitim Genel Müdürlüğü, Uluslararası Japon Tahvil Piyasaları, APE Tartışma Tebliği No.8811, 27 Mayıs 1988.

Anılan bu kuruluşların garanti verdiği özel şirketler de Samurai tahvili çıkarabilmektedir.

-Yetki verilmiş derelendirme kuruluşları ise; ABS'den Moody's, Standard and Poors ve Fitch, Japonya'dan Japan Bond Institute, Japan Credit Rating Agency ve Nippon Investors Service.

-Derecelendirilmemiş özel şirketlerin Samurai tahvili çıkarabilmesi için bazı mali şartları yerine getirmiş olması beklenmektedir.

-İhraç miktarlarının üst sınırları derecelendirmeye bağlı olarak belirlenmiştir. Üç-A derecesi almış ihraççılara üst limit konulmazken derece almamış ihraççılar için üst limit 10 milyar yen olarak belirlenmiştir.

-İhraç edilen tahvillerin vadeleri de derecelendirmeye bağlı olarak tespit edilmektedir. Buna göre uluslararası organizasyonlar, üç-A veya iki-A derecesi almış ihraççılar 15 yıl, tek-A derecesi almış ihraççılar 12 yıl, derece almamış ihraççılar ise 7 yıl vadeli ihraç yapabilmektedirler.

Dönem sonunda, bir defada itfa edilen tahvillerin(Bullet) çıkarılabilmesi de bazı şartlara bağlıdır. Uluslararası kuruluşlar, iki-A veya üç-A derecesi almış ihraççılar 15 yılın altında vadeli tahvillerini bullet tipinde çıkarabilmektedirler. Tek-A derecesi almış ihraççılar için söz konusu tip tahvillerin 8 yıldan daha az vadeli olması gerekmektedir. Bununla birlikte bazı özel durumlarda 12 yıl vadeye kadar izin verilebilmektedir. Derece almamış kuruluşlar ise 7 yıl vadeye kadar olan ihraçlarında bullet tipini uygulayabilmektedirler.

4.2.1.2.Shibosai Tahvil Piyasası

Shibosai tahvil piyasası Kasım 1972'de Fairway Tankers Limited şirketince çıkarılan 10.690 milyar yen tutarındaki tahville faaliyete geçmiştir. Mart 1986 ya kadar daha önce halka arzedilen tip tahvil çıkarmış olanların girmesi yasaklanmıştır.

Shibosai tahvillerinin ayırıcı özelliği halka arzedilmeyip özel olarak plase edilmeleridir. Özel plasman daha kısa süre ve daha basit işlemler gerektirdiğinden bazı avantajlar sağlamaktadır.

Özellikle piyasa şartlarının değişken olduğu durumlarda kısa sürede tamamlanabilme niteliği dolayısıyla cazip bir alternatif oluşturmaktadır. Bu tür tahviller piyasada etkili kurumsal yatırımcılara plase edildiğinden piyasaya yeni girenler açısından da avantajlı olmaktadır.

Piyasaya yeni girenlerin kendilerini tanıtmaları, ileride halka arzedilmek üzere çıkaracakları tahviller için hazırlanmaları ilk elde Shibosai piyasasına girmeleriyle daha kolay gerçekleşmektedir.

Bu piyasadaki ihraç şartları ise;

-İhracı yapan veya ona garanti veren kuruluş üç-A derecesi almış ise maksimum ihraç miktarı 30 milyar yen,iki-A derecesi almış ise 20 milyar yen'dir.

-Yetki verilmiş derecelendirme kuruluşları Samurai tahvil piyasası bölümünde anılanlardır.

-Bu düzenleyicinin satın alabileceği maksimum tahvil miktarı %10 ile sınırlandırılmıştır. Ancak 15 yılın üzerinde vadeli tahvillerde bu oran %20 dir.

-Satın alanların herbiri için maksimum alım oranı %20 olarak belirlenmiştir.

-Japon Maliye Bakanlığı bir yılda özel plasman yöntemiyle ihraç edilecek tahvil miktarını o yıl Samurai ve Shogun piyasalarındaki toplam ihraç tutarının üçte biri ile sınırlandırılmıştır(1/3 kuralı).

-Shibosai tahvillerinde lider düzenleyici olarak menkul kıymet kuruluşlarının yanı sıra bankalarada görev verilebilmektedir.

-Alıcıların tahvilleri aldıkları tarihten itibaren iki yıl içinde Maliye Bakanlığı'nın izni olmaksızın satmaları yasaktır. İki yılın sonunda tüm tahviller bir defada ve tek yatırımcıya satılabilmektedir.

4.2.1.3.Shogun Tahvil Piyasası

Shogun tahvilleri esas olarak Samurai tahvillerinin yen dışında bir para cinsinden olandır. İlk Shogun tahvili 1972 yılında Avrupa Yatırım Bankası'nca ihraç edilmiştir.

Bu ihracı takiben birinci petrol şokuna kadar geçen kısa sürede 47 ihraç daha yapılmıştır. 1973-1978 dönemindeki petrol fiyatlarının hızlı artışı sonucu ortaya çıkan dış ticaret açıkları nedeniyle piyasada herhangi bir faaliyet gözlenmemiştir. 1978 yılında Avrupa Yatırım Bankası'nca iyi kabul gören bir ihraç daha yapılmışsada 1979 yılında ortaya çıkan ikinci petrol şoku piyasanın yeniden durmasına neden olmuştur.

1985 yılından itibaren Shogun piyasası Samurai piyasasına paralel bir biçimde serbestleştirilmiştir. Serbestleştirmenin etkisiyle piyasanın hızla canlandığı görülmüştür.

Tablo XVIII.Japonya'da Yerleşik Olmayan Kuruluşların Tahvil İhracı

Yıllar	Samurai		Shogun	
	Sayı	Miktar(Milyar Yen)	Sayı	Miktar(Milyon \$)
1970-74	13	164		
1975	2	20		
1976	6	65		
1977	15	296		
1978	29	722	1	100
1979	16	3333		
1980	14	261		
1981	27	495		
1982	37	663		
1983	41	720		
1984	37	915		
1985	35	1115	7	894,16
1986	21	590	9	901,39
1987	15	420	8	829,88

Kaynak:Yamaichi Securities Co.,Financing Opportunities in the Japanese Capital Market and Euro-Yen Market, October 1987.

4.2.1.4.Euro-Yen Tahvil Piyasası

Euro-Yen tahviller yen cinsinden çıkarılan ve Japonya'da yerleşik olmayan yatırımcılara satılan tahvillerdir. Bu tahvillerin piyasa ve ihraç şartları genellikle diğer Euro tahvillere benzemektedir.

Ancak önemli bir fark olarak Euro-Yen tahvillerinin Japon Maliye Bakanlığı'na kayıt ettirilme zorunluluğu vardır.

İlk Euro-Yen tahvil ihracı 1977'de yapılmıştır. 1984 yılının sonuna kadar geçen dönemde Euro-Yen ihraçları sınırlı bir gelişme göstermiştir. Bu sınırlı gelişmenin temel nedeni anılan dönemde sadece hükümler yada devletler üstü kuruluşların ihraç yapmasına izin verilmiş olmasıdır.



Tablo XIX. Euro-Yen Tahvil İhracı

Yıllar	Sayı	Miktar(Milyar Yen)
1977	2	30
1978	1	15
1979	2	25
1980	4	55
1981	5	80
1982	6	95
1983	4	70
1984	13	227
1985	66	1445.7
1986	141	2551.5
1987	143	2912.94

Kaynak:The Bank Of Tokyo, Tokyo Capital Market & EuroYen Market, April 1988.

4.2.2.Piyasadaki Sabit Getirili Menkul Kıymetler⁵⁴

Japonya Sermaye Piyasası'ndaki sabit getirili menkul kıymetler aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır;

a.Kamu Tahvilleri (Public Bonds)

-Devlet Tahvilleri

Çok uzun vadeli, kuponlu, hamiline tahviller,
Faiz kuponu taşıyan hamiline tahviller,
Faiz kuponu taşıyan hamiline, orta vadeli tahviller,
İskontolu orta vadeli devlet tahvilleri,
İskontolu tahviller.

-Yerel İdarelerin Tahvilleri

Halka arzedilen yerel idare tahvilleri,
Halka arz dilmeyen yerel idare tahvilleri.

-Devlet Kuruluşlarının Tahvilleri

Devlet garantili tahviller,
Devlet kuruluşlarının halka arzedilmeyen tahvilleri.

⁵⁴Securities Market In Japan, 1989.

b. Özel Sektör Tahvilleri

-Endüstri Tahvilleri

Endüstri şirketlerinin tahvilleri,
Elektrik idaresi tahvilleri,
Diğerler.

-Konvertibl Tahviller

-Warrantlı Tahviller

-Yabancı Hükümet ve Kuruluşların Yen üzerinden ihraç ettikleri yabancı tahviller

-Borç Senetleri

Cooperative Bank Debentures,
Banka Borç Senetleri

4.2.3. İkinci El Piyasanın İşleyişi

Dünyanın en önemli tahvil pazarlarından birine sahip olan Japonya'da, ikinci el tahvil piyasası işlem hacmi rakamları oldukça yüksektir. 1988 yılında dolaşımdaki toplam tahvil hacmi, nominal değer olarak, 301.047 milyar yen'dir. Bu miktarın tahvil türleri ile ilgili dağılımı Tablo XX'de verilmiştir.

Tablo XX. Japonya Tahvil Stoku(Milyar Yen/1988 yılı verileri)

	Dolaşımdaki Miktar	Oranı(%)
Devlet Tahvilleri	153.503	51
Finansal Borçlanmalar	52.661	18
Kamu Kuruluşu Tahvilleri	46.389	16
Yerel İdare Tahvilleri	20.584	7
Konvertibl Tahviller	11.008	4
Özel Şirket Tahvilleri	10.342	3
Yen İhraçlı Yabancı Tah.	4.782	1
Toplam	299.269	100

Kaynak:Securities Market In Japan, 1989.

Son yıllarda işlem hacmi rakamları artış göstermesine rağmen, 1988 yılı işlem hacmi 4.368.586 milyar Yen olarak gerçekleşerek bir önceki yıla oranla %75 azalmıştır.

Dolaşımdaki tahviller içersinde yıllar itibarıyla, devlet tahvilleri %90'ın üzerinde seyreden payları ile en yüksek işlem hacmini oluştururken, işlem hacmi sıralamasında ikinci öncelik konvertibl tahvillerin olmaktadır.

1988 yılı içinde bu oranlar;

	İşlem Hacmi	Oran(%)
	-----	-----
Devlet Tahvilleri	4.103.127	94
Konvertibl	114.755	3
Diğer	150.704	3

Diğerleri olarak ifade edilen gruba finansal borçlanmalar, devlet tahvilleri, endüstri tahvilleri ve yen üzerinden ihraç edilmiş yabancı tahviller dahildir. İşlem hacmi rakamları dünya uygulaması doğrultusunda alış ve satış rakamlarından oluşan çift taraflı kayıt metoduyla belirlenmektedir.

Devlet tahvilleri işlem hacmi rakamlarının çok yüksek olmasının nedenleri arasında, bankaların Nisan 1983'te underwrite ettikleri kamu tahvillerinin satışına başlamaları ve Haziran 1984'de de kamu tahvilleri üzerinde işlem yapmaya başlamaları gösterilmektedir. 1988 yılı sonunda, toplam 216 banka kamu tahvillerinde işlem yapmaya yetkili durumdadır.

1988 yılı işlem hacminin, işlem yapmaya yetkili olanlar açısından dağılımı ise;

Tahvil dealer'ları	% 72.0
Bankalar	% 11.7
Yabancı Yatırımcılar	% 3.6
Sigorta Şirketleri	% 1.9
Diğerleri	% 11.7

Piyasadaki başlıca satıcılar; şirketler, bireyler ve uzun vadeli bankalar, alıcılar ise yatırım ortaklıkları ve bankalardır. Yeni tahvil ihraçlarında bankalar geleneksel olarak yüksek hacimlere sahiptirler.

İkinci el piyasa işlemleri borsa dışında ve borsalarda gerçekleştirilmektedir.

4.2.4.Borsalarda Gerçekleşen İşlemler⁵⁵

Tokyo, Osaka ve Nagoya borsalarında sadece belirli sayıdaki ihraçlar kote edilmektedir. Endüstri tahvilleri, konvertibl tahviller ve warantlı tahvillerin borsaya kotasyonu Maliye Bakanlığı tarafından zorunlu kılınmış olmasına rağmen devlet tahvilleri ve devlet garantili tahviller ile yerel idarelerin ihraç ettikleri tahviller için kotasyon söz konusu değildir.

Borsadaki işlemlerde, büyük ve küçük lot sistemi olarak iki farklı işlem tipi uygulanmaktadır. Küçük lot sistemi 10 milyon Yen'den düşük miktarlı işlemler için ve bireysel yatırımcının talebini karşılamak amacıyla getirilmiştir.

Devlet tahvillerinde küçük lot işlemler(1 milyon Yen-10 milyon Yen) için günde iki seans yapılır. Özel ihraçlar öğleden sonra normal tahviller öğleden önce yapılan seanslarda işlem görür. 10 milyon Yen'in üzerindeki büyük lot tahvillerinde işlemler devamlı ihale usulu ile yapılır. Seanslar 9:00-11:00 ve 13:00-15:00 saatleri arasında olmak üzere günde iki defa yapılır. Öğleden sonra yapılan seanslarda 10 milyon Yen'in üzerindeki özel işlemler yapılır.

4.2.5.Borsa Dışı Piyasalarda (OTC) Gerçekleşen İşlemler

Borsa dışındaki işlemler, menkul kıymet şirketleri ile yatırımcılar arasında veya menkul kıymet şirketlerinin kendi aralarında gerçekleştirilmektedir. Sabit getirili menkul kıymetlerde işlemlerin çok büyük bir kısmı Borsa dışındaki piyasada (Over The Counter Market) gerçekleşmektedir. Bu oranın yıllar itibarıyla aldığı değerler aşağıdaki şekilde oluşmuştur;

	OTC Piyasa(%)	Borsa(%)
	-----	-----
1985	94.2	5.8
1986	92.1	7.9
1987	95.8	4.2
1988	95.6	4.4

⁵⁵Nursen DURAPLI, İMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü, Çeşitli Ülkelerde Tahvil Piyasaları, Kasım 1991.

İşlemlerdeki en önemli rol, lider durumundaki dealer'ların olup, Haziran 1984'den itibaren işlem yapmaya başlayan bankaların rolü de artmıştır.

Özellikle devlet tahvillerinde işlemlerin çok büyük bir kısmı Borsa dışında, organize olmamış piyasalarda gerçekleşmektedir.

4.2.6.Repo İşlemleri(Gensaki)

Japonya'nın sermaye piyasasında, 1970'li yıllarda sabit getirili menkul kıymetlerde gerçekleşen işlemlerin ortalama %50'si repo olarak gerçekleştirilmiştir. Fakat 1980'li yıllarda işlemlerin repo olarak gerçekleşme oranının düştüğü ve 1985 yılında %10 dolaylarında gerçekleştiği görülmüştür. Bu düşüşün nedeni olarak menkul kıymet şirketleri ve bankaların yanısıra özel şirketlere de çeşitli menkul kıymetler üzerinde işlem yapma yetkisinin tanınması ve repo maliyetlerindeki artış sayılabilir.

Yıllar itibarıyla repo oranları Tablo XXI'de verilmiştir.

Tablo XXI.Japonya Repo Pazarı

Yıl	Repo İşlem Hacminin Toplam İçindeki Oranı(%)
1978	52.5
1979	55.7
1980	55.5
1981	47.0
1982	39.5
1983	32.7
1984	19.4
1985	10.9
1986	20.8
1987	21.0
1988	30.1

Kaynak:Nursen DURAPLI, Çeşitli Ülkelerde Tahvil Piyasaları

1988 yılı sonunda toplam repo işlem hacminin %20'sini yabancı yatırımcılar gerçekleştirmiş ve ikinci öncelik ticari bankalar ve özel şirketlerin olmuştur.

SONUÇ

Finansal piyasaların oluşturulmasındaki temel amaç tasarrufların yatırımlara dönüşmesini ve dolayısıyla atıl olarak duran tüm kaynakların ekonomiye kazandırılmasını sağlamaktır.

Finansal piyasalardan sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin menkul kıymetler yoluyla karşılaştığı piyasa olup bu piyasada sağlanan kaynaklar genellikle yatırım sermayesi olarak kullanılır.

Ülke ekonomisinin gelişmişliği, o ülkedeki piyasaların etkinliği oranında olup, bu piyasaların iyi işlemesi büyük ölçüde piyasa araçlarında güvenliğin ve çeşitliliğin sağlanabilmesine bağlıdır.

Sermaye piyasası kurulu denetleyici ve düzenleyici bir kurum olarak 1982 yılında faaliyete geçmiştir. Borçlanma araçlarında yüksek likiditeyi sağlamak ve tasarruflarını riske atmak istemeyen yatırımcıları sermaye piyasasına çekmek ve fon talep edenlerin bu piyasada daha aktif rol almalarını sağlamak amacıyla 1991 yılında da IMKB bünyesinde tahvil borsası faaliyete geçmiştir. Fakat bu piyasanın oluşturulmasına karşın işlemlerin büyük çoğunluğu borsa dışında gerçekleştirilmektedir.

Ülkemiz için daha önceki yıllar itibarıyla menkul kıymet ihraçlarına bakıldığında en büyük payı kamu kesiminin aldığını ve özellikle 1980'li yıllardan itibaren kamu kesimi finansman açığını menkul kıymet ihracı yoluyla gidermeye çalıştığı gözlenmektedir.

1990'lı yıllarda ise menkul kıymet kıymet ihraçlarında özel sektörün varlığı küçük bir miktarda olsa hissedilmeye başlanmıştır. Ancak özel sektör kuruluşlarınca ihraç edilen menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olmaktan çok ihraç eden kuruluş ve satışı gerçekleştiren aracı kuruluş arasında borç alacak ilişkisi doğuran belge niteliğinde olduğu ve likiditelerinin çok düşük olduğu gözlenmektedir. Menkul kıymetler piyasasına dahil edilmekle özel sektör kıymetlerine bu yolla likidite sağlanması amaçlanmış ancak sermaye piyasası genelindeki diğer düzenlemelerinde eksikliği ile bu tam anlamıyla sağlanamamıştır.

Piyasada gerekleŖen iŖlemlerin büyük oğunluğ  bankalar tarafından gerekleŖtirilirken küçük bir bölümü ise aracı kuruluŖlar tarafından gerekleŖtirilmektedir.

GeliŖmiŖ olan ülkelerin sermaye piyasasında iŖlem gören sabit getirili menkul kıymet eŖitlerinin sayısı ülkemizdeki iŖlem gören menkul kıymet sayısına göre oldukça fazla olup, aynı Ŗekilde tahvillerin vadeleride diğ r ülke tahvil vadeleriyle karŖılaŖtırıldıėında oldukça kısadır. İncelenen  lkelerde(Almanya, İtalya, Japonya) 20-30 yıl vadeli tahvillere rastlanırken, ülkemizde bu tür vadeli tahvillere rastlanmamaktadır.

Bu alıŖmanın tahvil piyasasıyla ilgili olarak ileride yapılacak alıŖmalara bir kaynak teŖkil etmesini dilerim.



BİBLİYOGRAFYA

- 1.Ünal BOZKURT, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası, Eğitim Yayınları, No.4, 1988.
- 2.Selahattin TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası(Teori-Uygulama), Okan Yayımcılık, 1985.
- 3.IMKB Yayınları, Borsa Tarihi Araştırmaları Borsa Rehberi, 1992.
- 4.Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, 3.Baskı, Beta Yayımcılık.
- 5.Yılmaz ULUSOY, Hisse Senetleri, 20-21 Nisan 1984 tarihli Sermaye Piyasası Seminerine Sunulan Tebliğ Metni, İstanbul, 1984.
- 6.IMKB, Eğitim Semineri Notları, Aralık 1991.
- 7.IMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Ağustos 1992.
- 8.Impexbank, Tahvil İşlemleri Türkiye Uygulamaları ve İkinci El Tahvil Piyasası Düzenlemeleri, İstanbul.
- 9.İş Bankası, Menkul Kıymetler, Şubat 1991.
- 10.SPK, Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, Seri:V, Tebliğ No.7.
- 11.IMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü, Genelge No:204, 6 Ocak 1993.
- 12.Ekonomi Politika Dergisi, Şeffaf Repo Devri, Şubat 1993.
- 13.Borsa Market Dergisi,, Repo Nedir ve Nasıl Hesaplanır, Şubat 1993.
- 14.Abdullah AKYÜZ, İkinci El Piyasaları ve İkinci El Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi, SPK, Ankara, Mayıs 1989.
- 15.Osman ULUGAY, Sermaye Piyasasında Devlet Sultası, Sabah Gazetesi, 13 Nisan 1993.

- 16.Fatih COŞAN-Güven SAK, Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri Üzerine Değerlendirmeler, SPK, 1985.
- 17.Abdullah AKYÜZ, Türkiye'de Tahvil ve Hisse Senedi İkincil Pazarları, SPK, Ağustos 1988.
- 18.İş Bankası,Türk Sermaye Piyasası ve Avrupa Topluluğu,1992.
- 19.DM Bonds Structure and Rules in Germany, Dresdner Bank
- 20.Federation Of The German Stock Exchanges, Annual Report, 1989
- 21.Current Issues In Turkish Capital Markets, SPK Yayınları, Yayınları No.14, Proceedings Of The OECD-CMB Conference, September 3 rd-8 th, Antalya, Turkey, 1989
- 22.European Domestic Bond Markets, Euromoney, July 1991.
23. Nesrin DANIŞMAN, TCMB Araştırma, Planlama ve Eğitim Genel Müdürlüğü, Uluslararası Japon Tahvil Piyasaları, APE Tartışma Tebliği No.8811, 27 Mayıs 1988.
- 24.The Bank Of Tokyo, Tokyo Capital Market&EuroYen Market, ,April 1988
- 25.Yamaichi Securities Co.,Financing Opportunities in the Japanese Capital Market and Euro-Yen Market, Octtober 1987.
- 26.Securities Market In Japan, 1989.
- 27.Nursen DURAPLI, İMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü, Çeşitli Ülkelerde Tahvil Piyasaları, Kasım 1991.
- 28.Uğur KORUM, Para Piyasaları ve Para Piyasalarını Etkileyen Faktörler, Milli Prodüktivite Merkezi.
- 29.Zühtü AYTAÇ, Sermaye Piyasası Araçları, Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara Üniversitesi.
- 30.Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Ocak 1993.
- 31.Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı,Başlıca Ekonomik Göstergeler,Nisan 1992.
- 32.IMKB,Abdullah AKYÜZ, Menkul Kıymetler Piyasası(Tahvil ve Bono Piyasası), Haziran 1992