

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARININ
GELİŞİMİNE YÖNELİK
ÖNERİLER**



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARININ
GELİŞİMİNE YÖNELİK
ÖNERİLER**

Şubat 2005

(Yayın No. TÜSİAD-T/2005-02/391)

Meşrutiyet Caddesi, No.74 34420 Tepebaşı/İstanbul
Telefon: (0212) 249 07 23 • Telefax: (0212) 249 13 50

© 2005, TÜSİAD

*Tüm hakları saklıdır. Bu eserin tamamı ya da bir bölümü,
4110 sayılı Yasa ile değişik 5846 sayılı FSEK uyarınca,
kullanılmazdan önce hak sahibinden 52. Maddeye uygun
yazılı izin alınmadıkça, hiçbir şekil ve yöntemle işlenmek, çoğaltılmak,
çoğaltılmış nüshaları yayılmak, satılmak,
kiralananmak, ödünç verilmek, temsil edilmek, sunulmak,
telli/telsiz ya da başka teknik, sayısal ve/veya elektronik
yöntemlerle iletilmek suretiyle kullanılamaz.*

ISBN : 975-8458-78-7

LEBİB YALKIN YAYIMLARI VE BASIM İŞLERİ ANONİM ŞİRKETİ
Oto Sanayii, Barbaros Cad. No.78 34396 4. Levent-İSTANBUL
Tel: (0212) 282 39 00 Faks: (0212) 280 99 34

ÖNSÖZ

TÜSİAD, özel sektörü temsil eden sanayici ve işadamları tarafından 1971 yılında, Anayasamızın ve Dernekler Kanunu'nun ilgili hükümlerine uygun olarak kurulmuş, kamu yararına çalışan bir dernek olup gönüllü bir sivil toplum örgütüdür.

TÜSİAD, demokrasi ve insan hakları evrensel ilkelerine bağlı, girişim, inanç ve düşünce özgürlüklerine saygılı, yalnızca asli görevlerine odaklanmış etkin bir devletin varolduğu Türkiye'de, Atatürk'ün çağdaş uygarlık hedefine ve ilkelerine sadık toplumsal yapının gelişmesine ve demokratik sivil toplum ve laik hukuk devleti anlayışının yerleşmesine yardımcı olur. TÜSİAD, piyasa ekonomisinin hukuksal ve kurumsal altyapısının yerleşmesine ve iş dünyasının evrensel iş ahlakı ilkelerine uygun bir biçimde faaliyette bulunmasına çalışır. TÜSİAD, uluslararası entegrasyon hedefi doğrultusunda Türk sanayi ve hizmet kesiminin rekabet gücünün artırılarak, uluslararası ekonomik sistemde belirgin ve kalıcı bir yer edinmesi gerektiğine inanır ve bu yönde çalışır. TÜSİAD, Türkiye'de liberal ekonomi kurallarının yerleşmesinin yanısıra, ülkenin insan ve doğal kaynaklarının teknolojik yeniliklerle desteklenerek en etkin biçimde kullanımını; verimlilik ve kalite yükselişini sürekli kılacak ortamın yaratılması yoluyla rekabet gücünün artırılmasını hedef alan politikaları destekler.

TÜSİAD, misyonu doğrultusunda ve faaliyetleri çerçevesinde, ülke gündeminde bulunan konularla ilgili görüşlerini bilimsel çalışmalarla destekleyerek kamuoyuna duyurur ve bu görüşlerden hareketle kamuoyunda tartışma platformlarının oluşmasını sağlar.

TÜSİAD Sanayi, Hizmetler ve Tarım Komisyonu bünyesinde faaliyetlerini gösteren, başkanlığını Komisyon Başkanı Agah Uğur'un sürdürdüğü Finansman Modelleri Çalışma Grubu tarafından yürütülen "Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler" başlıklı rapor, Finansman Modelleri - Yurtiçi Sermaye Piyasaları Alt Çalışma Grubu Başkanı Elif Bilgi Zapparoli ve Alt Çalışma Grubu Üyeleri Barbaros Çıtmacı, Hasan Cüneyt İlçöl, Jak Telyaz, Ozan Özcan, Selin Bayar, Senem Başyurt, Erkin Erimez, Fatih Berk, Sezai Bekgöz, Sinan Gümüşdiş, Şule Korkmaz tarafından yazılmıştır.

Şubat 2005

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	9
1. GİRİŞ	15
1.A. TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI	17
1.B. MEVCUT VE İŞLEYEN PİYASALAR	18
1.B.1. Hisse Senedi Piyasaları.....	18
1.B.2. DİBS Piyasaları	20
1.C. UYGULAMADA OLMAYAN ÜRÜNLER	22
2. FON YARATICI ÜRÜNLER: ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ENSTRÜMANLARI	25
2.A. FON YARATICI ÜRÜN ÖRNEKLERİ	38
2.A.1. Kısa Dönem TL Bazında Finansman Bonosu.....	38
2.A.2. Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil	40
2.A.3. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil	42
2.A.4. Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	44
3. RİSK DAĞITICI ÜRÜNLER: TÜREV ÜRÜNLER	53
3.A. RİSK DAĞITICI ÜRÜN ÖRNEKLERİ	63
3.A.1. Orta-Uzun Dönem Döviz/TL Future Kontrat	63
3.A.2. Kısa-Orta Dönem İMKB Endeks Future Kontrat	66
4. EKLER	71
4.A. EK-1: İNCELENEN ÜRÜNLERİN MEVCUT DURUMU	73
4.A.1. Kısa Dönem TL Bazında Finansman Bonosu.....	73
4.A.2. Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil	75
4.A.3. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil	77
4.A.4. Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	81
4.A.5. Orta-Uzun Dönem Future Kontrat.....	83
4.A.6. Kısa-Orta Dönem İMKB Endeks Future Kontrat	85
4.B. Ek-2: ÜLKE KARŞILAŞTIRMALARI	89
4.B.1. Brezilya	89
4.B.2. Polonya	98
4.B.3. Güney Kore	107
4.B.4. ABD	115

TABLO VE GRAFİK LİSTESİ

Tablo 1: Sermaye Piyasasına İlişkin Göstergeler	17
Tablo 2: İhraç Eden Tarafından Yerine Getirilecek Vergi ve Diğer Mali Yükümlülükler - 2004 Yılı İtibarı ile	30
Tablo 3: Fon Yaratıcı Ürünlerin İşlevsel Olabilmesi İçin	48
Yapılması Gerekenler Özet Tablosu	
Tablo 4: Spot ve Türev Piyasaları Birleşen Borsalar	61
Tablo 5: Spot ve Türev Piyasaları Aynı Çatı Altında Oluşturulan Borsalar	62
Tablo 6: Risk Dağıtıcı Ürünlerin İşlevsel Olabilmesi İçin	69
Yapılması Gerekenler Özet Tablosu	
Tablo 7: Brezilya Sermaye Piyasasında İşlem Hacimleri	90
Tablo 8: Bovespa'da İşlem Hacminin Dağılımı	92
Tablo 9: Brezilya Piyasası İşlem Hacimleri	94
Tablo 10: Brezilya Borsası'nda Elektronik Sistemde İşlem Gören Ürünler	95
Tablo 11: Brezilya Piyasası Günlük Ortalama İşlem Hacimleri	96
Tablo 12: Brezilya Takas Kuruluşları	97
Tablo 13: Polonya Sermaye Piyasası Göstergeleri	99
Tablo 14: Polonya Takas Kuruluşları	101
Tablo 15: WSE Döviz Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Özellikleri	102
Tablo 16: WSE Tüm Vadeli Sözleşmelerin 2002 Yılı Performansları	103
Tablo 17: Polonya Takas Kuruluşları	105
Tablo 18: G. Kore Sermaye Piyasası Göstergeleri, 2002	108
Tablo 19: G. Kore Takas Kuruluşları	113
Tablo 20: Amerika Birleşik Devletleri Tahvil Pazar Büyüklükleri	116
Tablo 21: ABD Kurumsal Bono Tipleri	117
Tablo 22: ABD Opsiyon Borsaları Pazar Payları - 2002	119
Tablo 23: Amerikan Borsalarında İşlem Gören Opsiyon Ürünleri	120
Tablo 24: Amerikan Türev Araçlar Piyasalarında En Fazla İşlem Gören	120

Grafik 1:	Seçilmiş İMKB Verileri.....	19
Grafik 2:	İMKB'nin Toplam Piyasa Değeri.....	19
Grafik 3:	Gelişmekte Olan Borsalar İşlem Hacmi.....	20
Grafik 4:	İç Borç Stok Verileri.....	21
Grafik 5:	Sabit Getirili Menkul Kıymetler İle İlgili Göstergeler.....	22
Grafik 6:	Tahvil ve Finansman Bonosu İhraçları.....	27
Grafik 7:	BM&F'te İşlem Gören Vadeli İşlemlerin Günlük İşlem Hacmi.....	94
Grafik 8:	2002 Yılında WIG20 Endeks Vadeli İşlemlerinin Performansı.....	102
Grafik 9:	2002 Yılında WSE Döviz Vadeli İşlemlerinin Performansı.....	103
Grafik 10:	KSE Toplam İşlem Hacmi.....	110
Grafik 11:	KOFEX İşlem Hacminde Dağılım.....	112
Grafik 12:	ABD Vadeli Pazarının Gelişimi.....	118
Grafik 13:	ABD Türev Araçlar Piyasası Toplam İşlem Hacmi.....	119
Grafik 14:	ABD Toplam Opsiyon Pazar Payları - 2002.....	119

YÖNETİCİ ÖZETİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

Kurum ve Kuruluşların Alternatif Kaynaklardan Fon Yaratma ve Riski Dağıtma İhtiyacı

Türkiye ekonomisinde uzun süredir devam eden makroekonomik istikrarsızlık ve yüksek kamu borçlanma gereksinimi dolayısıyla reel sektörün finansmanı üzerinde belirgin bir baskı ortamı oluşmuştur.

Mali sistemin geneline bakıldığında, kamu açıklarının finansmanı amacıyla devletin mali piyasalardan giderek artan şekilde borçlanması, faizlerin yüksek seviyelerde seyretmesine, dolayısıyla reel sektör finansman maliyetinin aşırı derecede yükselmesine yol açmıştır. Yine bu politik ve ekonomik istikrarsızlık dolayısıyla yurt içinden ve dışından uzun vadeli fon bulmak şirketler açısından imkansız bir hale gelmiştir.

Ülkemizde faaliyet gösteren şirketlerin bilançolarına bakıldığında genellikle yetersiz özkaynak, kısa vadeli banka borcu ve ticari borçla finanse edildikleri görülmektedir. Ayrıca bir çok şirket faiz, vade ve kur riskine açık şekilde faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu yapıda olan şirketler piyasalardaki dalgalanmalardan olumsuz yönde etkilenmektedir.

Son dönemde, politik alanda sağlanan göreceli istikrar, ekonomik parametrelerdeki iyileşme, enflasyondaki azalma, Avrupa ile yakınlaşma ve benzeri olumlu göstergeler neticesinde ekonomik yapıda önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Büyüme, artan üretim ve zorlaşan rekabet koşulları, tüketici beklentilerindeki değişim gibi faktörler reel sektörün finansman ihtiyaçlarının da değişmesine ve yeni finansman modelleri arayışına girmelerine yol açmıştır.

Türk Sermaye Piyasaları Gelişim İhtiyacı:

Yukarıda da bahsedildiği üzere, kamu sektörünün kaynak açığını, mali piyasalardan borçlanarak kapatma yolunu kullanması dolayısıyla mali sistemin üzerinde devletin yarattığı baskı giderek artmaktadır. Kamunun dışlama etkisi ve makroekonomik istikrarsızlık, düşük tasarruf eğilimi ile birleşince Türk Sermaye Piyasalarının ürünler açısından az gelişmesine yol açmıştır.

Kamu, devlet borçlanma senetleri lehine yarattığı vergi avantajları ve sağladığı yüksek faizlerle, sermaye piyasasından özel sektörün dışlanmasına neden olmakta-

dır. Son dönemde ekonomide yaşanan olumlu gelişmeler ve devlet borçlanmasının daha uzun vadelere kayması nedeniyle öncelikle kısa vadede özel sektöre borçlanma imkanı yaratılabilmesi için özel sektör ile kamu borçlanma senetleri üzerindeki vergi dezavantajının kaldırılması gerekmektedir.

Ayrıca, dünyanın birçok ülkesinde derinleşen sermaye piyasalarıyla birlikte artan risklerin kontrol altına alınmasını sağlayan türev ürünlerin kullanımı henüz ülkemizde başlamamıştır.

Öte yandan, Türkiye sermaye piyasasındaki bu az gelişmişliğin sebeplerinin sadece makroekonomik istikrarsızlık ve yüksek enflasyon ile açıklanamayacağı bir gerçektir. Dünyadaki benzer piyasalara bakıldığında, bu ürünlere ilişkin kanun ve kural koyan ve denetleyenler ile ürünlerin kullanıcılarının tutumlarının piyasaların gelişmişliğini önemli boyutta etkilediği görülmektedir.

Sermaye Piyasalarının Gelişimini Sağlayacak, Kurum ve Kuruluşların Fonlama İhtiyaçlarına Cevap Verebilecek Alternatif Ürünler:

Bu çalışmada, konjonktürel olarak Türkiye piyasasında işlemesi mümkün olmayan ürünler bir kenara bırakılmış, Türkiye’de oluşturulabilecek piyasa ve ürünlere yoğunlaşarak, neden işlevsel olmadıkları ve nasıl olabilecekleri iki ana ürün grubu başlığı altında irdelenmiştir (Özel Sektör Tahvilleri ve Vadeli Ürünler). Bu iki farklı grup içinden, gerek eksiklikleri gerekse de Türkiye’de uygulanabilirlikleri, kullanım ve faydaları açısından kurum ve kuruluşların fonlama ve risk dağıtma ihtiyaçlarına bire bir cevap verebilecek 6 ürün inceleme altına alınmıştır. Aşağıda kısaca listelenen bu 6 ürün, ayrıca, benchmark olarak alınan çeşitli ülkeler bazında da incelenmiş ve çalışmaya bir ek oluşturulmuştur.

a. Fon Yaratıcı Ürünler:

1. Kısa Vadeli TL Bazında Bono,
2. Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil,
3. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil,
4. Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet,

b. Risk Dağıtıcı Ürünler:

1. Orta-Uzun Dönem Döviz/TL Future Kontrat, ve
2. Kısa-Orta Dönem IMKB Endeks Future Kontrat’tır.

Ürünlerin Gelişimi İçin Yapılması Gerekenler:

Çalışma sonucunda görülmüştür ki, Türk sermaye piyasalarının hak ettiği gelişimi sağlaması için hem kural koyucu ve denetleyici mercilerin, hem de kullanıcı tanımına giren kurum ve kuruluşların yeni bir anlayışla bu konuya eğilmeleri ve üzerlerine düşen değişim görevlerini vizyonel bir yaklaşımla yerine getirmeleri gerekmektedir.

Bu kapsamda kural koyuculardan ve kullanıcılardan beklenenler aşağıda özetlenmiştir:

Kural Koyucular:

Maliye: 01.01.2006 tarihinden itibaren vergi perspektifi kamu ve özel sektör borçlanma ürünleri için aynı rekabet şartlarını sağlayacak şekilde düzenlenmiş böylelikle bugüne kadar kamu sektörünün borçlanması lehine olan durum düzeltilmiştir. Bununla beraber, özel sektörün uluslararası şartlarda rekabet gücünün artırılmasında birincil gereklilik olan sermayeye kolay ulaşımın sağlanması için bu ürün ve piyasaları geliştirici vergi teşviklerine öncelik verilmelidir.

Hazine: Hazine'nin Türk Sermaye Piyasaları'ndaki tek borç alıcı durumu devam ettirilmemelidir. Hazine tahvil ve bonolarına avantaj sağlanması alternatifleri bitirmemekte, sadece yurt dışına kaymasına sebep olmaktadır. Bu gibi farklılıklar nedeniyle kaynakların gittikçe artan bir bölümü bilanço dışına, sistem dışına ve hatta yurt dışına çıkmakta ve piyasalar sığlaşmaktadır. Hazine bu gerçeğin farkında olarak kurallarını revize etmelidir.

SPK: Yeni ürünlerin hamisi tüm dünyada SPK benzeri kurumlardır. SPK'nın vizyonu mevcut durumun regülasyonunun yanısıra Türkiye Sermaye Piyasalarının derinleşmesi ve çeşitlendirilmesi olmalıdır. SPK, prosedürlerin basit ve hızlı olmasını sağlamalı ve mevzuatları genel çerçevelerde esnek olacak şekilde düzenlemelidir.

Kullanıcı Kurum ve Kuruluşlar:

Şirketler: Kamu idaresi üzerine düşen tüm değişikliklerin yanısıra, özel sektör kuruluşları ve aracı kurumlar piyasaların ve piyasa kurallarının değişimine hazırlıklı olmak zorundadır. Oluşturulması beklenen alternatif piyasaların yeterli seviyede kullanılabilmesi için kurumsallaşmanın yanısıra şirketlere uzun vadeli vizyon sağlayacak gerekli eğitimlerin sistematik bir yaklaşım içinde verilmesi gereklidir.

B Ö L Ü M

GİRİŞ

1. GİRİŞ

1.A. Türkiye Sermaye Piyasası

1981 yılında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Sermaye Piyasalarında düzenleyici kurum olarak Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuş ve tezgahüstünde yürütülen sermaye piyasası işlemlerinin güven içerisinde düzenli ve denetime bağlı olarak yürütülmesi hedeflenmiştir. Ülkemiz sermaye piyasasının son durum itibarıyla geldiği noktayı göstermek üzere, sermaye piyasasına ilişkin göstergeler aşağıda verilmektedir:

Tablo 1: Sermaye Piyasasına İlişkin Göstergeler

Kurul Kaydındaki Şirket Sayısı	627
İMKB şirketleri	305
<i>İşlem Gören Şirket Sayısı : 294</i>	
<i>Borsa Dışında İşlem Gören Şirket Sayısı : 11</i>	
İMKB Dışı Şirket Sayısı	322
Borsada İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri (milyar ABD \$)	70.14
İMKB Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.125.694 *
Aracı Kuruluş Sayısı	156
<i>Bankalar : 43</i>	
<i>Aracı Kurumlar : 113</i>	
Yatırım Fonları Sayısı	293
<i>Yerli Yatırım Fonları : 246</i>	
<i>Türkiye'de Satılan Yabancı Yatırım Fonları : 47</i>	
Yerli Yatırım Fonları Portföy Değeri (trln TL)	23,836
Türkiye'de Satılan Yabancı Yatırım Fonları Portföy Değeri (milyon ABD \$)	192 *
Yerli Yatırım Fonları Yatırımcı Sayısı	2,597,377
Emeklilik Yatırım Fonları Sayısı	81
<i>Emeklilik Şirketi Sayısı : 11</i>	
Emeklilik Yatırım Fonları Portföy Değerleri (milyon ABD \$)	30 *
Yatırım Ortaklıkları Sayısı	23
Yatırım Ortaklıkları Portföy Değerleri (trln TL)	223.7 **
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sayısı	9
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Değerleri (trln TL)	1178.9 **
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Sayısı	1
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Portföy Değeri (trln TL)	4.1 **
Portföy Yönetim Şirketi Sayısı	21

Portföy Yönetim Şirketlerince Yönetilen Portföy Değerleri (trln TL)	20.5 ***
Bağımsız Denetim Şirketi Sayısı	81
Derecelendirme Kuruluşları Sayısı	5

Kaynak: SPK, Ağustos 2004 verileri

** Ekim 2003 itibariyle*

*** 2003 sonu itibariyle*

**** 2004 Haziran itibariyle*

Sermaye piyasasının mali sistem içerisindeki yerine bakıldığında, 224 milyar dolar tutarındaki toplam mali varlıkların %59.6'sının menkul kıymet stoklarından oluştuğu ve bu stokların %93'ünün, kamu sektörü menkul kıymetlerine ait olduğu görülmektedir. Finansal sistemde yaratılan kaynakların, önemli bir bölümünün kamu tarafından kullanılması, özel sektörün piyasadan dışlanması sonucunu doğurmuştur. Finansal piyasalarda kamunun ağırlığına karşın, 1986 yılından bu yana özel sektör sermaye piyasası araçlarıyla reel sektöre aktarılan kaynak yaklaşık 23 milyar dolar olmuştur.

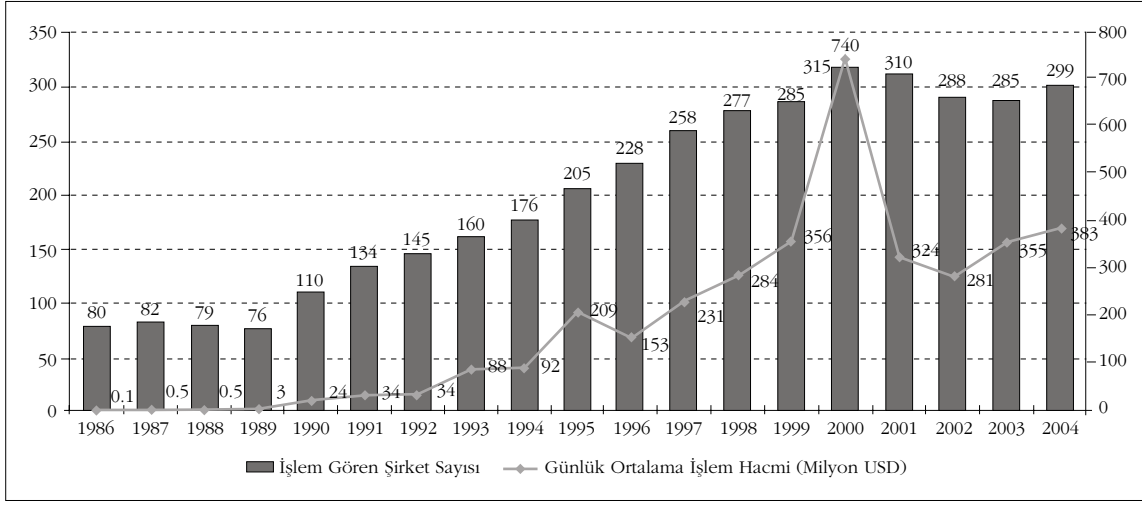
1.B. Mevcut Ve İşleyen Piyasalar

1.B.1. Hisse Senedi Piyasaları

1983 yılında yayınlanan 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile sermaye piyasası araçlarının işlem görebileceği menkul kıymet borsalarının kurulması amaçlanmış ve bu doğrultuda 03.01.1986 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası toplam piyasa değeri 900 milyon dolar olan 41 adet hisse senedi ve 36 üye ile faaliyete başlamıştır.

Başlangıçta İMKB hisse senetlerinin günlük ortalama işlem hacmi 100.000 dolar olmuştur. Ancak, hisse senetleri piyasası, 2004 Ağustos itibariyle, 119 aracı kuruluş, 299 işlem gören şirket, günlük ortalama 383 milyon dolar işlem hacmi ve toplam 70 milyar dolar piyasa değeri ile büyük ve önemli bir piyasa haline gelmiştir. Diğer taraftan, başka bir menkul kıymetler borsası olmadığı için İMKB'deki gelişimler aynı zamanda Türk sermaye piyasalarının gelişimini belirlemiştir. Söz konusu gelişim aşağıda özetlenmiştir.

Grafik 1: Seçilmiş İMKB Verileri

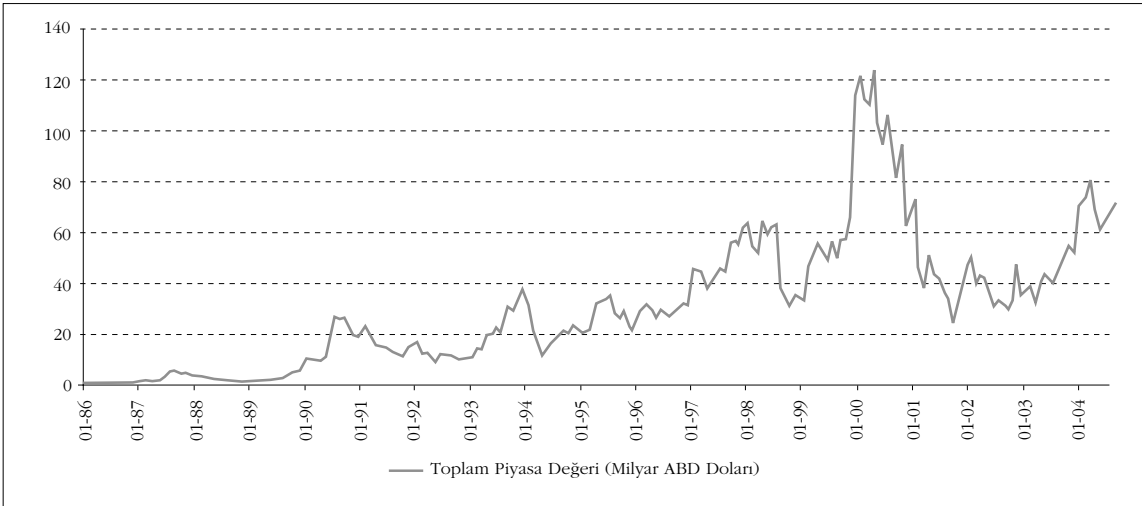


Kaynak: İMKB

İMKB'de işlem gören şirket sayısı 2001 yılında yaşanan ekonomik krize kadar istikrarlı bir artış trendi izlemiştir.

2000 yılının nisan ayında yaklaşık 125 milyar dolar ile İMKB tarihinin en yüksek seviyesine ulaşan piyasa değeri, 2001 yılında yaşanan krizler ve TL'nin Dolar karşısındaki değer kaybı sonucu düşmüş, ancak 2003 yılında ekonominin canlanmasıyla yükselmeye başlamıştır. 2003 Aralık itibariyle piyasa değeri 59 milyar dolara ulaşan İMKB'nin Ağustos 2004 itibari ile toplam piyasa değeri 70 milyar dolardır.

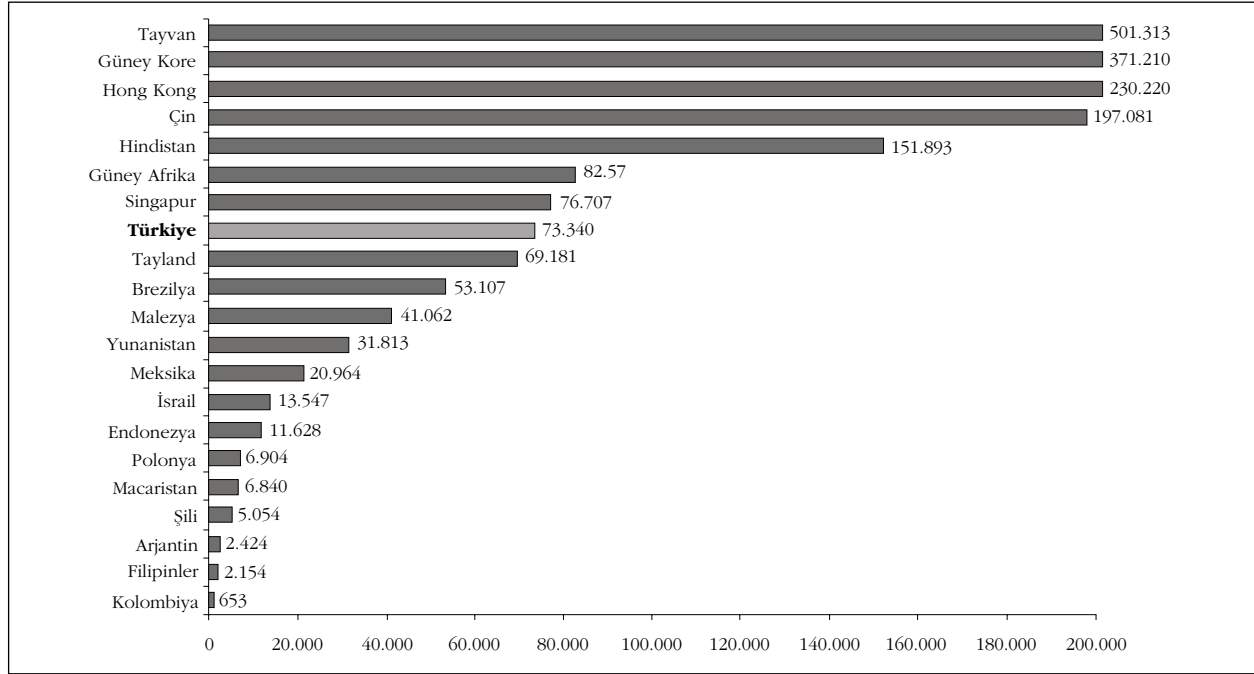
Grafik 2: İMKB'nin Toplam Piyasa Değeri



Kaynak: İMKB

İşlem hacmi dolar bazında yıllar itibarı ile istikrarlı artış trendine devam etmiş, 2000 yılında 740 milyon dolar ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2001 yılında yaşanan derin ekonomik krizler ve TL'nin yüksek oranlı değer kaybı nedeniyle dolar bazlı işlem hacminde düşüş gözlenmiş, ancak, son dönemde IMF ile yapılan programın başarılı olmasına bağlı olarak işlem hacminde önemli artışlar izlenmiştir. 2003 yılının ilk 10 ay toplamı itibarıyla, İMKB işlem hacmi açısından gelişmekte olan piyasalar içinde 8. sıradadır.

Grafik 3: Gelişmekte Olan Borsalar İşlem Hacmi (Milyar \$)



Kaynak: WFE 24

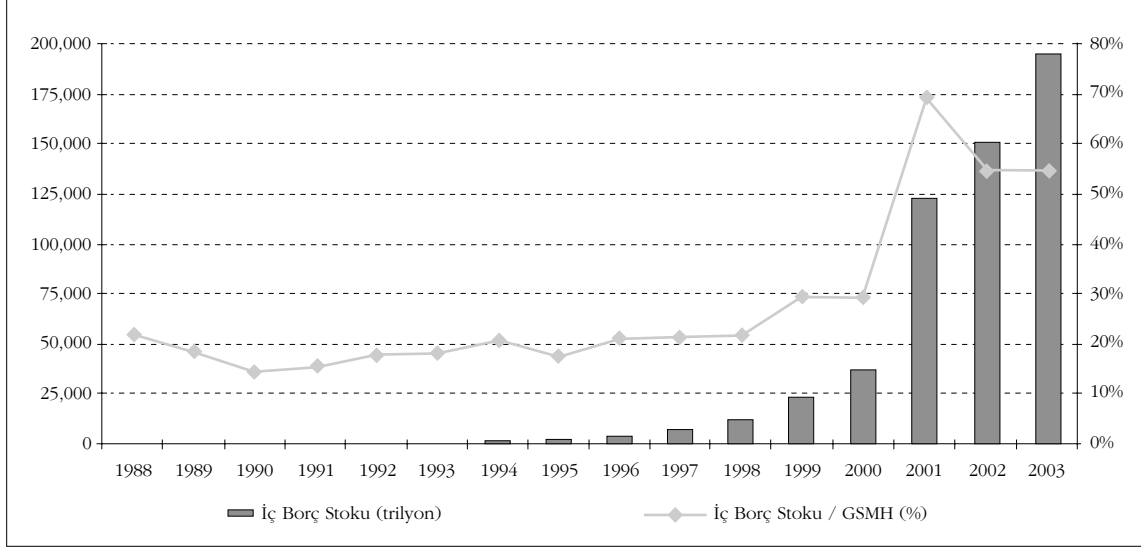
1.B.2. DİBS Piyasaları

Ülkemizde Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır. Bu ürünler gerek stok açısından ağırlıklı, gerekse de piyasalarda en yoğun işlem gören menkul kıymetlerdir.

1998 yılından sonra özel sektör tahvil ve finansman bono ihraçlarının durması ile birlikte, ülkemizde var olan tüm hazine bonusu ve devlet tahvillerinin toplam nominal değeri iç borç stokunu göstermektedir. 2001 yılında güven ve likidite krizi ile devalüasyondan darbe alan bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması

çerçevesinde bu sektöre, özellikle kamu ve TMSF kapsamındaki bankalara, aktarılan senetlerle iç borç stokunun hızla arttığı, milli gelirdeki payının %29 seviyesinden %69'a yükseldiği hatırlanacaktır.

Grafik 4: İç Borç Stok Verileri

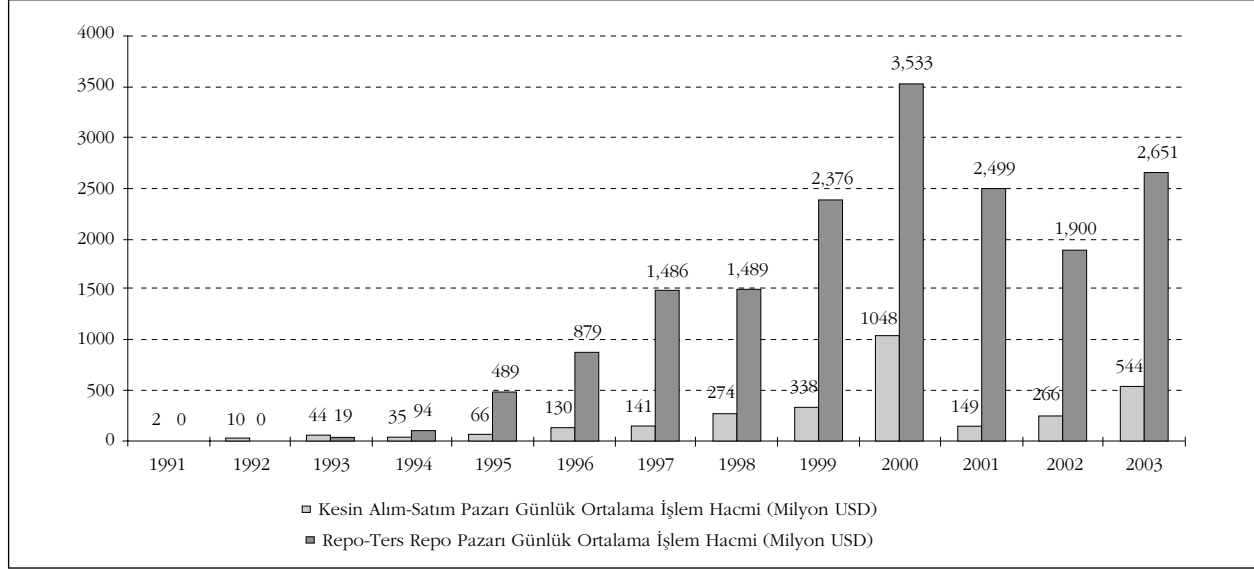


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve Devlet Planlama Teşkilatı

Ülkemizde DİBS ikincil piyasalarında, hem tahvil ve bonolarda kesin alım-satım işlemleri yapılabilmekte, hem de repo-ters repo işlemleri yer almaktadır. Kesin alım-satımlar ile repo-ters repo işlemleri organize İMKB piyasalarında yapılabildiği gibi, aracı kuruluşlarla müşteriler veya aracı kuruluşlar arasında da yapılabilmektedir. Ancak, bu işlemlerin de İMKB'ye tescil ettirilmesi, diğer bir deyişle kayda alınması gerekmektedir.

Sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmelerini sağlayarak bu menkul kıymetlerin likiditesini artırmak amacıyla, 17 Haziran 1991 tarihinde Tahvil ve Bono Piyasası ve 17 Şubat 1993 tarihinde de Repo-Ters Repo Pazarı faaliyete geçmiştir. Piyasaların faaliyete geçmesinin ardından özellikle kamu borçlanma ihtiyacının sürekli artması neticesinde piyasa işlem hacimleri kuruluşundan kısa süre sonra önemli büyüklüklere ulaşmıştır. Ancak, 2001 yılında yaşanan ekonomik krizler sonrası yaşanan belirsizlikler ve kamuya karşı oluşan güven eksikliği, işlem hacimlerinde ciddi dalgalanmalar yaşanmasına neden olmuştur. 2003 yılı itibarıyla ise kesin alım-satım pazarının ve repo-ters repo pazarlarının işlem hacimleri günlük 544 milyon dolar ve 2,651 milyon dolardır.

Grafik 5: Sabit Getirili Menkul Kıymetler İle İlgili Göstergeler



Kaynak: İMKB

Mali piyasalarda kamunun çok önemli bir ağırlığı mevcuttur. Bugün için özellikle mali piyasalardaki fonların %92 gibi büyük bir kısmı kamu tarafından talep edilmektedir. Pek çok gelişmiş veya gelişmekte olan ülkede toplam SGMK'ler hem kamu ve hem de özel kesim tarafından ihraç edilmektedir. Ancak, kamu kesimi borçlanma gereğinin iyice arttığı son yıllarda ülkemizde SGMK'lerin tümü kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır.

1.C. Uygulamada Olmayan Ürünler

20. yüzyılın sonlarında uluslararası finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucunda şirketlerin ve yatırımcıların hareket alanları genişlemiş ve giderek globalleşen uluslararası para piyasalarının işlevselliği ve ürün çeşitliliği ortak kural ve standartlara uyum sağlamıştır. Giderek artan bir çeşitlilikle, borçlanma enstrümanları ve türev ürünler mali piyasaların gelişmesine katkıda bulunmuş, daha geniş yelpazeli finansal araçlar ile derinleşmiş finansal piyasalar, bankaların, banka dışı mali kuruluşların, kurumsal yatırımcıların ve şirketlerin fon yaratmalarına ve karmaşık stratejiler uygulayarak karşılaştıkları riskleri daha iyi kontrol edebilmelerine olanak tanımıştır.

Ancak benzer ülkeler ile karşılaştırıldığında Türkiye, sağlıklı bir finansal sistemin oluşturulması açısından önemli olan ve uluslararası finans çevreleri tarafından

kabul gören standartların ve ürünlerin uygulamasında geç kalmış, yürürlüğe konan ürünler ise işlevselliklerini yitirmişlerdir. Son yıllarda artan kamu kesimi açıkları nedeniyle Hazine'nin borçlanma gereksinimi önemli ölçüde büyümüş ve Hazine, ihraç ettiği tahvil ve bonolar yoluyla mali piyasalardan giderek daha fazla pay almış, özel kesim dışlanmıştır. Bunun yanında, dünyanın bir çok ülkesinde derinleşen sermaye piyasalarıyla birlikte artan risklerin kontrol altına alınmasını sağlayan türev ürünlerin kullanımı henüz ülkemizde başlamamıştır.

TÜSİAD çalışma grubu tarafından hazırlanan bu raporun devam kısımlarında Türkiye Sermaye Piyasaları'nda organize olarak işlem görmeyen iki farklı ürün grubu hakkında bilgi sunulmaktadır. Bu ürün grupları;

Fon Yaratıcı Ürünler

Risk Dağıtıcı Ürünler olarak ikiye ayrılmaktadır

Ayrıca, her bir ürün grubu içinden, kısa vadede işlevselliğe kavuşabileceği düşünülen ürünler ayrıntıları ile açıklanmış ve öneriler getirilmiştir. Bu ürünler ise;

1. Kısa Dönem TL Bazında Bono,
2. Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil,
3. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil,
4. Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet,
5. Orta-Uzun Dönem Döviz/TL Future Kontrat, ve
6. Kısa-Orta Dönem İMKB Endeks Future Kontrat'tır.

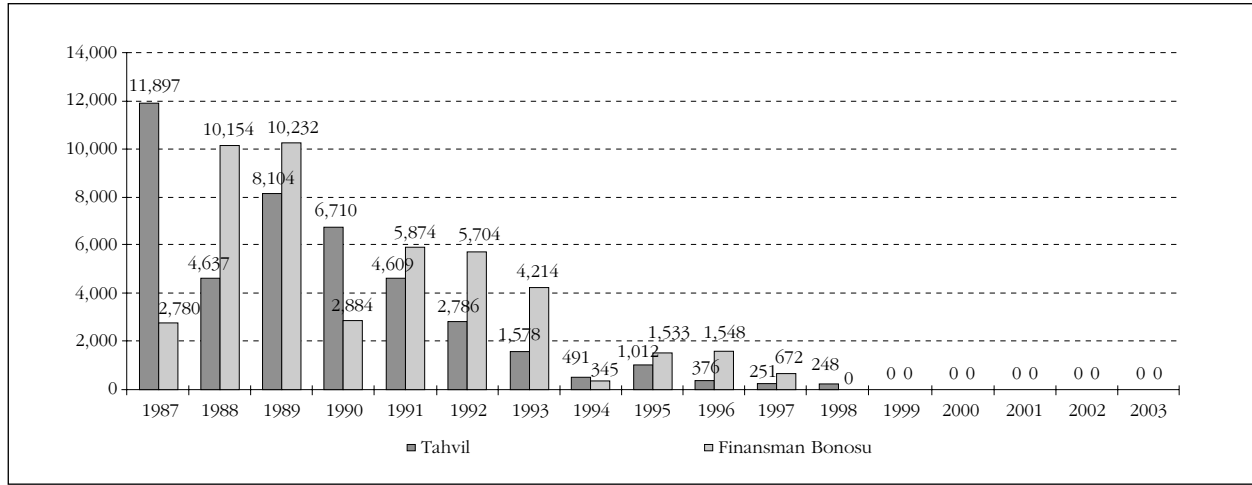
B Ö L Ü M
2

FON YARATICI ÜRÜNLER:
ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA
ENSTRÜMANLARI

2. GİRİŞ

Bilindiği üzere özel sektörün sermaye piyasalarından fon temin etmesi temel olarak borçlanma ve özkaynak kullanma olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. Ancak, uzun yıllardır ülkemizde yaşanan makro ekonomik sorunlar, krizler, sürekli artan açıkları dolayısıyla kamunun yüksek reel faizlerle borçlanarak finansman sağlanması, sermaye piyasalarını olumsuz yönde etkilemiş, özel sektörün borçlanma yoluyla sermaye piyasasından kaynak temin etmesi giderek güçleşmiştir. Özellikle 1990'ların ikinci yarısından sonra giderek azalan tahvil ve finansman bonusu ihraçları 1998 yılı itibarı ile son bulmuş, özel sektör finansman ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senedi piyasalarına ve banka kredilerine yönelmek zorunda kalmıştır.

Grafik 6: Tahvil ve Finansman Bonusu İhraçları (Sabit Fiyatlarla, 1994=100 Milyar TL)



Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

Oysa, dünya örneklerinden¹ de görüleceği gibi, özel sektörün sermaye piyasalarının borçlanma tarafındaki ağırlığının artırılması kaynakların etkin dağılımında ve ekonomik dengelerin düzeltilmesinde son derece önemli bir rol oynamaktadır. Şöyle ki;

- i. Maliyet olarak uzun dönemde düşük faizle borçlanılması banka kredilerinin talebini azaltacağından kısa vadeli faiz oranları üzerinde de olumlu bir

(1) Bakınız Ek:2 - Ülke Örnekleri

etkiye sahip olacaktır. Bu durum, Türkiye dışında yaşanan parasal krizlere karşı bir korunma oluşturması açısından da önem arz etmektedir.

- ii. Şirketler açısından, uzun vadeli yatırımların ve operasyonel faaliyetlerin finansmanının tahvil veya finansman bonusu ihracı ile karşılanması maliyet açısından daha avantajlı olmaktadır. Banka kredilerine göre faiz açısından daha düşük borçlanma alternatifi teşkil etmesinden dolayı özellikle tahvil ihracı uzun vadeli ve geniş ölçekli faaliyetlerin finansmanı için tercih edilen bir yöntemdir. Bu şekilde şirket karlılığına katkıda bulunduğu gibi finansman için farklı alternatifler uygulanarak şirketin özkaynak kullanımı ve borçlanma dengelerinin (kaldıraç etkisi) sağlanması da mümkün olmaktadır. Bankacılık sisteminin kredi hacmi dikkate alındığında reel faizlerin düşmesi neticesinde menkul kıymetler portföyünün toplam aktife oranında gerileme söz konusudur. 2002 yılında bu oran %63,7 iken 2003 sonunda %60,9 olarak gerçekleşmiştir. Bankaların kredi piyasasına dönmesi ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Fakat bireysel bankacılık alanına kayan ciddi iştah önümüzdeki dönemde kurumsal kredileri olumsuz etkileyebilir. Bunun yanısıra Basel 2 prensipleri neticesinde rating değerlendirmesi ön planda olacağından şirketlerin kendi kaynaklarından da yaratabileceği kaynak borç / özsermaye rasyosunu düşürmek yoluyla kredibilitiyi destekleyecektir. Şirketler açısından banka kredileri dışında kalan borçlanma piyasasına tekrar girmesinde DIBS'lerin tabi olduğu ihraç maliyetlerinin geçerli olması önemli rol oynayacaktır.
- iii. Diğer taraftan, tasarruflarını uzun vadeli bir yatırım aracı ile değerlendirmek isteyen kurumsal ve bireysel yatırımcılar için özel sektör tahvilleri daha düşük getirili devlet tahvillerine göre daha karlı bir yatırım aracı özelliğini taşımaktadır. Ayrıca, özel sektör tahvilleri yatırımcıların değişik risk seviyesindeki getirileri arasında seçim yapmalarına olanak sağlayarak portföy çeşitlenmesine de katkıda bulunur.
- iv. Özel sektör kurumlarının mevcut yapı içerisinde tek borçlanma kaynakları bankacılık piyasalarıdır. Mevcut ekonomik büyüklükler içerisinde şirketler kaynak ihtiyaçlarının önemli bir bölümünü sistem içinden sağlamaya çalışmaktadırlar.

Ekonomideki büyümeye paralel olarak şirketler de büyüyecekler ve kaynak ihtiyaçları da artacaktır. Bu durumda, yurtdışı örneklerde görüldüğü gibi tüm kaynak ihtiyaçlarının bankacılık sisteminden sağlanması mümkün olmayacaktır. Zaten

bankacılık sistemi de tüm yükü sırtında taşımak yerine riski paylaşma yoluna gitmek isteyecektir. Bu yüzden bankalar şirketlerin tüm kaynak ihtiyaçlarını kendi bilançolarından fonlamak yerine, bu ihtiyaçların bir kısmının sermaye piyasalarından fonlanması konusunda yönlendirici rol oynayacaklardır.

Sermaye (hisse senedi borsası dışı enstrümanlar) piyasalarının gelişmesi yukarıda bahsettiğimiz gelişmeler açısından bir zorunluluktur. Bugün söz konusu piyasalar devletin bono ve tahvil piyasasında yarattığı avantajlar ile nerede ise tek oyuncu olması dolayısıyla gelişmiş değildir. Ancak uzun vadede ekonominin sağlıklı ve kalıcı bir büyüme trendini sürdürmesi ve mikro ölçekte şirketlerin sağlıklı bilançolara sahip olabilmeleri için sermaye piyasalarının gelişmesi gerekmektedir.

Sermaye piyasalarının gelişmesi ile birlikte şirketler gerek uzun gerek kısa vadeli fon ihtiyaçlarının bir bölümünü bu piyasalardan sağlayacaklardır. Özellikle uzun vadeli fonların bu piyasalardan sağlanması şirket bilançolarını sağlıklı bir yapıya kavuşturacaktır. Yatırımların uzun vadeli kaynaklar ile yapılması imkanı doğacaktır.

Bu noktaya kadar verilen bilgiler çerçevesinde, sermaye piyasasının gelişebilmesi ve özel sektörün sermaye piyasasından kaynak sağlayabilmesi için, ekonomideki yapısal problemlerin çözümlenerek özel sektörün borçlanma senedi ihraç edebilir hale gelmesi önem arz etmekte olup, bunun için öneriler aşağıda sıralanmaktadır:

A. Devlet İç Borçlanma Senetlerinde (DİBS) Vadelerin Uzatılması:

Kamu sektörünün borçlanmasında vadelerin giderek uzun dönemlere kaydırılarak özel sektöre öncelikle kısa vadede borçlanma imkanının sağlanması ve kamunun kısa vadeli borçlanma piyasasından çekilmesi, daha sonra kamunun borçlanma ihtiyacını düşürecek ekonomik yapılanmanın sağlanmasıyla, devletin borçlanma piyasasındaki ağırlığının giderek azaltılması gerekmektedir.

B. DİBS'lere Sağlanan ve Özel Sektör Borçlanma Senedi İhracını İmkansız Kılan Vergi Avantajlarının Kaldırılması:

1.1.2006 tarihinde yürürlüğe girecek 5281 sayılı Kanunun ilgili maddeleri ile bugüne kadar sadece DİBS'lere yönelik olan teşvik amaçlı vergi düzenlemeleri kamu sektörü borçlanmaları ile özel sektör borçlanmalarını eşit hale getirmiştir. Aşağıdaki tabloda özetlenen düzenlemelerden; 5281 sayılı Kanun'dan önce teşvik amaçlı vergi düzenlemelerinin sadece DİBS'lere yönelik olarak yapıldığı, oluşturulan vergileme sisteminin özel sektörü sermaye piyasasından borçlanamaz hale getirdiği anlaşılmaktadır.

Tablo 2: İhraç Eden Tarafından Yerine Getirilecek Vergi ve Diğer Mali Yükümlülükler - 2004 Yılı İtibarı ile

Gider Türü	Özel Sektör Tahvili	Devlet Tahvili
Damga Vergisi	İhraç tutarı üzerinden %0.6	İstisna
SPK Kayıt Ücreti	İhraç değeri üzerinden %0.3	%0
Eğitime Katkı Payı	SPK tarafından alınan kayıt ücretinin 1/4'ü	%0
Özel İşlem Vergisi	SPK tarafından alınan kayıt ücretinin 1/4'ü	%0
Gelir Vergisi Stopajı	İhraç eden kurum tarafından faiz ödemeleri üzerinden %	%0
Tam Mükellef Bireysel Yatırımcıların Elde Ettikleri Gelirlerin Vergilendirilmesi		
Gider Türü	Özel Sektör Tahvili	Devlet Tahvili
	Stopaja tabi %10	Stopaj (%0)
	Elde edilen gelir, enflasyon indiriminden sonra 14 milyar TL'nı aşarsa tamamı beyan edilir. Döviz cinsinden veya dövize endeksli olanlarda enflasyon indirimi uygulanır.	26.7.2001-31.12.2003 tarihleri arasında ihraç edilenlerin faiz ve alım satım kazançları toplamının 156.505.290.000 TL kısmı (2004 için geçerli) 2005 sonuna kadar istisna.
Faiz Geliri	Stopajın enflasyon indiriminden sonra kalan kısmı, hesaplanan gelir vergisinden edilir.	26.7.2001 tarihinden önce veya 1.1.2004 tarihinden sonra ihraç edilen faiz gelirinin enflasyon indiriminden elde edilen sonraki tutar 12 milyar TL'nı aşarsa gelirin tamamı beyan edilir. Döviz cinsinden veya dövize endeksli olanlarda enflasyon indirimi uygulanamaz.
		26.7.2001-31.12.2003 tarihleri arasında ihraç edilenlerin faiz ve alım satım kazançları toplamının 156.505.290.000 TL kısmı (2004 için geçerli) 2005 yılı sonuna kadar istisna.
Alım Satım Kazancı	12 milyar TL'nı aşarsa aşan kısım beyan edilir.	26.7.2001 tarihinden önce veya 1.1.2004 tarihinde ihraç edilenlerde kazanç 12 milyar TL'nı aşarsa aşan kısım beyan edilir.
Tam Mükellef Kurumların Elde Ettikleri Gelirlerin Vergilendirilmesi		
Gide Türü	Özel Sektör Tahvili	Devlet Tahvili
	Faiz ödemesinde stopaj %10	Stopaj %0
	Kurumlar Vergisi (%33 2004 için, % 30 sonraki yıllar için)	Kurumlar Vergisi %30
Faiz Geliri	Bankaların ve aracı kurumların faiz gelirlerinde %5 oranında BSMV	BSMV'den istisna
	Bankaların ve aracı kurumların alım satım kazançlarında %5 oranında BSMV	Bankaların ve aracı kurumların alım satım kazançlarında %1 oranında BSMV

Mevcut vergilendirme sistemimizin karmaşık yapısı yanında, düzenlemelerin sık sık değiştirilmesi, özellikle küçük yatırımcı açısından basit ve anlaşılabilirlikten uzak olması, sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerin menkul sermaye iradı ve değer artış kazancı olarak ayrıma tutularak gelirlerin farklı sistemlerde vergilenmesi gibi genel vergileme sisteminin sorunlarının çözümlenmesinin ve etkin ve adil bir vergi sisteminin oluşturulmasının, sermaye piyasası açısından yararlı etkiler sağlayacağı açıktır. 1.1.2006 tarihinden itibaren ihraç edilecek DİBS ve özel sektör tahvillerinin faiz gelirleri ile alım satım kazançları ise % 15 stopaja tabi tutularak DİBS ile özel sektör borçlanma senetleri arasında gerek beyan yükümlülüğü gerekse stopaj oranlarında yaratılan farklılıkların giderilerek özel sektörün sermaye piyasasından borçlanma yoluyla kaynak temin edebilmesinin önü açılmıştır. Ancak, % 15 stopaj oranının aşağıya çekilmesi ve özel sektör borçlanma senetleri üzerindeki *damga vergisinin kaldırılması uygun olacaktır.*

C. Derecelendirme Mekanizmasının Geliştirilmesi ve Teşvik Edilmesi:

İhraççıların anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirme güçlerinin bağımsız bir şekilde değerlendirilerek, kamuyu aydınlatmanın sağlanması, özel sektör borçlanma senedi talebini artıracaktır.

Mali sistem içerisinde DİBS'ler karşılık ve teminat olarak kullanılabilen iken özel sektör araçlarının bu nitelikte kullanımı mümkün olamamaktadır. Türkiye'deki sosyal güvenlik kurumlarının ve sigorta şirketlerinin özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapmaları ise yasalarla kısıtlanmıştır. Özel sektör borçlanma senetlerinin DİBS'lere nispeten daha yüksek oranda risk içermesi ile birlikte güven ve likidite sıkıntısından kaynaklanan bu kısıtlamaların, derecelendirme sistemi ile ortadan kaldırılması mümkün olacaktır. Özel sektör borçlanma senetleri için derecelendirmenin yapılması, kurumsal yatırımcıların portföy yatırımları için esneklik sağlayacak ve bu araçlara olan bireysel ve kurumsal yatırımcı talebini arttıracaktır.

Bankacılık denetimine ilişkin Basel Komitesi² tarafından 1988 yılında yayımlanmış olan Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı'nın (Basel-I) yerini alacak olan Yeni Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı (Basel-II), bankalarca risklerin mümkün olduğunca hassas ölçümü ve ölçülen riskler karşılığı asgari düzeyde özkaynak tahsisi amacını taşımakta-

(2) Basel Committee on Banking Supervision.

dır. Gelişmiş ülkelerde 2006, yükselen ekonomilerde ise 2007 yılında uygulanmaya başlanması planlanan Yeni Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı (Basel-II) ile bankaların açtıkları nakdi kredilerin risklerine göre değerlendirilmesinde, krediyi kullanan şirketlerin bağımsız bir derecelendirme kurulundan aldıkları derecelendirme son derece önem kazanacaktır. Dolayısıyla derecelendirme, firmanın bankalardan veya diğer finansal piyasalardan kaynak bulmasını belirgin oranda kolaylaştıracaktır. Bununla birlikte, derecelendirmenin ihraççılar için maliyet artırıcı bir unsur olduğu ve mevcut düzenlemeler çerçevesinde ihtiyari kılındığı dikkate alınarak, şirketlerin derecelendirme yaptırımalarını sağlayacak teşviklerin oluşturulması gerekmektedir.

Derecelendirme yaptırmış olan şirketlerin borçlanma senedi ihraç limitlerinin diğer şirketlere göre daha yüksek tutulması, derecelendirme notu yüksek olan ve borsada işlem gören özel sektör borçlanma senetlerinin teminat ve karşılık olarak kullanılması, kurumsal yatırımcıların portföy kısıtlamalarının kaldırılarak riski düşük özel sektör borçlanma senetlerine yatırım yapmalarına imkan tanınması, derecelendirmenin yaygınlaştırılmasını sağlayacaktır.

D. Tahvil İkincil Piyasasının Geliştirilmesi:

Özel sektör borçlanma araçlarının işlem görebileceği, yeterli genişlik ve derinlikte bir ikincil piyasanın varlığı, bu araçların gerçekçi olarak fiyatlarının belirlenerek likiditesinin sağlanması için gereklidir. İkincil piyasalar, birincil piyasaların etkin olarak çalışabilmesi açısından da önem arz etmektedir. Piyasa değeri belirlenemeyen ve likit olmayan özel sektör borçlanma senetlerinin özellikle kurumsal yatırımcılar tarafından talep görmesi mümkün olmamaktadır. Söz konusu araçların ihraççıları tarafından çıkarılması ve yatırımcılar tarafından da talep görmesi için gerekli olan unsurlardan biri de bu araçlara likidite sağlayacak olan gelişmiş bir tahvil piyasası yaratılmasıdır. Bu piyasanın sadece işlerliğini sağlamak yeterli olmamaktadır, piyasanın sığ olması, faizlerdeki dalgalanmalardan piyasa katılımcılarının olumsuz olarak etkilenmesine neden olmaktadır. Ülkemizdeki yatırımcıların kamu borçlanma senetleri yatırımları nedeniyle sahip oldukları bilgi birikiminin sağlayacağı avantajda kullanılarak, özel sektör borçlanma senetleri için hali hazırda "organize" edilmiş olan İMKB Tahvil Piyasasının piyasa katılımcıları açısından tercih edilebilir kılınması, işlem hacminde belirli bir büyüklük sağlanıncaya kadar işlem maliyetlerinin daha düşük tutulması ve piyasada şeffaflığın sağlanması için tedbirlerin alınması uygun olacaktır.

E. Kurumsal Yatırımcı Tabanının Genişletilmesi

Gelişmiş sermaye piyasasına sahip olan ũlkelerde sermaye piyasalarına önemli ölçüde fon sağlayan kurumsal yatırımcıların, ũlkemizdeki durumuna bakıldığında bu kurumların sermaye piyasasına yüksek miktarlarda uzun vadeli fon yaratma işlevlerini yerine getirdiklerini söylemek mümkün olamamaktadır. SSK, Emekli Sandığı ve Bağ-Kur'dan oluşan sosyal guvenlik kuruluşlarımız sermaye piyasasına fon arz edemez durumda iken, sigortacılık sektörunün de ũlkemizde yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, toplanan primlerin diğer ũlkelere göre çok düşük kaldığı ve yaratılan kaynakların sınırlı olduğu görölmektedir. Sigortacılık sektöründe de yaratılan sınırlı kaynaklar ağırlıklı olarak kamu menkul kıymetlerine yatırılmaktadır. Yine kurumsal yatırımcı olarak nitelendirdiğimiz yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy bileşimleri incelendiğinde de ağırlığın kamu menkul kıymetlerinde olduğu (A ve B tipi Yatırım fonlarının 2002 yılı portföy bileşimlerine göre portföylerinin sadece %2.56'sı hisse senetlerinden oluşmaktadır) anlaşılmaktadır.

Borçlanma senedi piyasasının genişliği, derinliği ve istikrarının sağlanmasına hizmet edecek olan kurumsal yatırımcı tabanının genişletilebilmesi için, sosyal guvenlik sistemi reformunun gerçekteştirilebilmesi ve sigortacılık sektöründeki sorunların giderilerek sigorta sektörünün büyümesinin sağlanması gerekmektedir. Mevcut durum itibarıyla kısa vadede en önemli potansiyel kurumsal yatırımcı olarak Emeklilik Fonları karşımıza çıkmaktadır. Bu fonların piyasaların gelişimi için önemli bir katkısı olacağı beklenmekle birlikte, bu katkıyı sağlayabilmeleri için belirli bir büyüklüğe ulaşabilmeleri gerekmektedir. Mevcut düzenlemeler çerçevesinde, emeklilik yatırım fonlarına ödenen katkıların vergi matrahından düşülebilecek kısmı, asgari ücretin bir yıllık tutarı ve katılımcının bir yıllık ücret gelirinun %10'udur. Sisteme orta ve yüksek gelir gruplarında katılımını teşvik etmek amacıyla, indirimin yıllık olarak asgari ücret toplamını aşamayacağına ilişkin hükmün kaldırılarak, Gelir Vergisi Kanunu'nda %10 olarak belirlenmiş bulunan, ancak Bakanlar Kurulu tarafından %20'ye kadar çıkarılabileceği öngörölen indirim oranının, Bakanlar Kurulu tarafından %20 olarak belirlenmesi ile bu sistem için gerekli olan vergi teşviklerinin artırılması uygun olacaktır. Emeklilik fonlarına katılımın ihtiyari olduğu göz önüne alınarak, kişilerin bu sisteme katılmasını özendirici vergisel ve diğer teşviklerin sağlanması yanında, yaygın bilgilendirme ve tanıtımların yapılması da uygun olacaktır. Ayrıca, sistemin şeffaflığının, gözetim ve denetiminin etkin olarak sağlanması, bu fonların başarısı için şarttır.

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasına yeterli kaynak yaratamamalarının yanında karşımıza çıkan diğer bir sorunda, bu kurumların özel sektör borçlanma senetlerine yatırım yapmalarının kısıtlanmış olmasıdır. Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının ve sigorta şirketlerinin özel sektör menkul kıymetlerine yatırım yapabilmeleri yasal olarak sınırlandırılmış olup örneğin sigorta şirketleri, teminatlarının %30'unu borsada işlem gören özel sektör senet ve tahvillerine yatırabilmektedirler. Özel sektör borçlanma senetlerinin DİBS'lere göre daha riskli görülmesi ve likit olmaması gibi nedenlerle konulan bu tür kısıtlamaların kaldırılarak, derecelendirme çerçevesinde riski düşük olan ve borsada işlem gören özel sektör borçlanma senetlerinin DİBS'ler gibi herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın kurumsal yatırımcıların portföylerinde yer almasına yönelik düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

F. Borçlanma Senetlerine Yönelik Olarak İcra, İflas ve Tasfiyenin Ayrıntılı Olarak Düzenlenmesi:

Tahvil ve finansman bonosu alacaklıları icra, iflas ve tasfiye hallerinde özel bir düzenlemeye tabi değildirler. İcra İflas Kanunu'nda kambyo senetleri ayrı olarak düzenlenmişken tahviller diğer alacaklarla birlikte değerlendirilmiştir. Borçlanma senetlerine ilişkin icra, iflas ve tasfiye hükümlerinin ayrıntılı olarak düzenlenerek, borçlanma senedi alacaklarının korunması için gerekli düzenlemeler yapılmalıdır.

G. Özel Sektör Borçlanma Senetleri İhracına Yönelik Prosedürün Gözden Geçirilerek Düzeltilmesi:

Banka kredisi gibi alternatif finansman kaynaklarını elde etme prosedürü daha kolay ve daha düşük maliyetli olmadığı sürece, şirketler sermaye piyasasından borçlanma yoluyla fon temin etmeyi tercih etmeyeceklerdir. Bu nedenle tahvil ve finansman bonolarına ilişkin ilgili mevzuatta yer alan düzenlemelerin gözden geçirilerek, ihraç prosedürünün basitleştirilmesi, hızlandırılması ve maliyetlerin düşürülmesine yönelik olarak gerekli değişikliklerin yapılması gerekmektedir.

İhraç ve halka arz prosedürünün basitleştirilerek kısaltılması kadar önem taşıyan diğer bir konu da borçlanma senetlerinin çeşitlendirilebilmesine ve piyasanın değişen koşullarına uygun olarak şekillendirilebilmesine imkan tanıyacak esneklikteki düzenlemelerin yapılmasıdır.

Türkiye'de ekonomik oynaklığın fazla ve enflasyonun yüksek olduğu dikkate alındığında, borçlanma türlerinin ve araçlarının çeşitlendirilmesi, ekonomik şartlar-

da ortaya çıkan ani değişikliklere uyum sağlanabilmesi açısından gereklidir. Piyasadaki duruma göre borçlanma araçlarının şekillendirilebilmesinin, yeni talep potansiyeli yaratma, borçlanmayı kolaylaştırma ve maliyetlerin düşürülebilmesine imkan tanıma gibi faydaları bulunmaktadır. Hazine, borçlanma maliyetlerinin minimize edilmesi, vadelerin uyumlaştırılması, talebin artırılması ve enflasyon riskinden korunmanın sağlanması gibi amaçlarla değişen ekonomik koşullara uygun olarak TÜFE'ye endeksli, değişken faizli ve yabancı para cinsinden olmak üzere farklı özelliklerde tahviller ihraç etmektedir. Uluslararası tahvil piyasalarına bakıldığında da benzer gelişimin olduğu, sabit faizli klasik tahvillerin yanında değişken faizli, dönüştürülebilir, vadesiz, sıfır kuponlu ve çeşitli varantlara dayalı tahvil türlerinin de giderek önem kazandığı görülmektedir.

Yukarıda yer alan değerlendirmeler çerçevesinde tahvil ve finansman bonolarına ilişkin mevzuat hükümlerinde önerilen değişiklikler aşağıda 4 bölüm olarak verilmektedir:

i. Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Senetleri İhraç Limitlerine Dair Bakanlar Kurulu Kararında Değişiklik:

Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Senetleri İhraç Limitlerine Dair Karar ve Kurul düzenlemeleri uyarınca halka açık anonim ortaklıkların tahvil ve finansman bonolarının ihracına ilişkin limit aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

I.	Genel kurul onayından geçmiş son yıllık bilanço veya bağımsız denetimden geçmiş ara bilançodaki ödenmiş/çıkarılmış sermaye
II.	Genel kurulca onaylı son mali tablolardaki yedek akçeler
III.	Genel kurulca onaylı son mali tablolardaki YDDAF
IV.	I+II+III
V.	Zararlar
VI.	Bakanlar Kurulu kararı çerçevesinde Tahvil/FB ihraç sınırı = (IV-V) x (6 veya 3 veya 1)
VII.	(-)Tedavüldeki tahviller ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri
VIII.	İhraç Limiti (VI-VII)

Bakanlar Kurulu kararında yapılacak değişiklikle; son yıla ait mali tabloların bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmiş ve derecelendirilmenin yaptırılmış olması koşuluyla, anonim ortaklıkların ihraç sınırlarının 6 katına kadar borçlanma senedi ih-

raç edebilmelerinin hükme bağlanması uygun olacaktır. Derecelendirmenin yapılmasıyla borçlanma senetlerinin anapara ve faiz yükümlülüklerinin zamanında ve tam olarak yerine getirilmeme riski ortaya konulacağından, 3 kat uygulamasının kaldırılarak, son yıl net dönem karı elde edip etmeme koşuluna göre bir ayrıma gidilmeden, anonim ortaklıkların katsayı (6) uygulamasından yararlanmalarına imkan tanınmalıdır.

Bakanlar Kurulu kararı hükümlerinde yapılacak söz konusu değişiklikle, gerek derecelendirmenin gerekse halka açık anonim ortaklıkların teşvik edilmesi sağlanacaktır.

ii. Tahvil ve Finansman Bonoları İle İlgili Kurul Düzenlemelerinde Değişiklik

Borçlanma araçlarının, piyasanın sürekli değişen koşullarına, ihraççının fon ihtiyaçlarına, sektörel özelliklerine, yatırım planlarına ve fon akımlarına uyum gösterebilecek şekilde son derece esnek olarak yapılandırılması ve ihraç prosedürünün hızlandırılması için Kurul düzenlemelerinde yapılması önerilen değişiklikler, aşağıda sıralanmaktadır:

- Borçlanma araçlarının özelliklerinin detaylara inilerek belirlenmesi (asgari ve azami vade koşulu, itfa şartları, faiz ödeme dönemleri gibi) yerine, araçların sadece genel çerçevesinin çizilerek, kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümlerin ayrıntılı olarak düzenlenmesi, tebliğlere gerekli olan esnekliği sağlayarak, borçlanma senetlerinin çeşitlendirilebilmesine olanak tanıyacaktır.
- Devletin 1988 yılından itibaren enflasyon riskinden korunmayı sağlamak amacıyla 1 yıl vadeli, vade sonu kupon ödemeli, TÜFE'ye endeksli tahvil ihraç ettiği, yine "TAP" yöntemiyle ihraç ettiği tahvillerin vadesinin 1 ile 5 yıl arasında değiştiği dikkate alınarak, özel sektör tahvillerine de aynı imkan tanınmalı ve tahvillerde asgari vade 12 ay olarak belirlenmelidir.
- Tahvillerin anaparasının, ihraççının kendisinin serbestçe belirleyeceği ve halka arz sırasında açıklayacağı ödeme planı çerçevesinde, son ödeme vade sonuna rastlayacak şekilde yapabilmesi sağlanmalıdır.
- İhraççının veya tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen itfa edilecek tahviller, piyasadaki dalgalanmalara ve diğer dışsal etkenlere karşı hem yatırımcıya hem de ihraççıya hareket kabiliyeti sağlayacağından, talep görme potansiyeli yüksek bir araç olarak değerlendirilebilir. Erken itfa için tahvillerin "12 aydan uzun vadeli" olması yeterli kabul edilmelidir.

- İhraççının, ekonominin koşullarına göre en iyi şartlarda borçlanmasına olanak tanıyacak şekilde, sektörel özelliklerine ve nakit akımlarına uygun olarak, herhangi bir sınırlama olmaksızın faiz ödeme dönemlerini belirleyebilmesi sağlanmalıdır. Bu nedenle, Tebliğ hükümlerinde herhangi bir süre belirlenmeden tahvillerin faiz ödemelerinin "dönemsel" olarak yapılacağı belirtilmesi uygun olacaktır.
- Türkiye gibi piyasa volatilitesi yüksek olan Brezilya'da başarı ile uygulanan, uluslararası piyasalarda da talep gören değiştirilebilir tahvillerin, ülkemizin mevcut koşulları çerçevesinde talep potansiyelinin olduğu düşünülmektedir. Kurul, Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvilleri (HDT) uzun süre önce düzenlemiş olmasına karşın bu araç uygulama alanı bulamamıştır. Hem ihraççı hem de yatırımcı açısından opsiyonlar içermesi nedeniyle ekonomik dalgalanmalara ve yüksek enflasyona karşı korunma imkanlarını genişleten bu nitelikteki araçlar, hisse senedi ve tahvil piyasalarına da katkı sağladığından önem taşımaktadırlar. Yukarıda tahviller için yapılan değişiklik önerilerinin tümünün HDT'lere de uygulanması, ayrıca bu tahvillere yönelik olarak getirilmiş, azami 7 yıl vade koşulunun kaldırılarak süresinin serbestçe belirlenmesine imkan tanınması uygun olacaktır. Ayrıca, tahvil sahibine ihraççının veya bir başka şirketin hisse senetlerini alma hakkının sağlanması da hükme bağlanmalıdır. Böylelikle hisse senedi oynaklığı yüksek olan şirketlerin çıkaracağı HDT'lere, daha güvenilir ve fiyat hareketleri durağan şirketlerin hisse senetleriyle değiştirilme imkanı sunulurken, bu şirketlerin sermaye piyasasından uzun vadeli fon sağlamalarına imkan yaratılmış olacaktır.
- Ülkemizdeki mevcut piyasa koşulları çerçevesinde yakın bir dönemde, uzun vadeli özel sektör borçlanma senetlerinin, DİBS'lerle rekabet etme gücünün düşük olduğu, İngiltere'de finansman bonolarında ortalama vadelerin 15-45 gün olduğu, euro-commercial papers piyasalarda da işlemlerin önemli bir kısmının 20-45 günlük bir vadeyi içerdiği dikkate alınarak, finansman bonolarının 60 günlük asgari vadesinin daha aşağıya çekilmesi uygun olacaktır.
- Alternatif faiz getirisinin düşük olması, mevcut koşullarda TL borçlanmada kamu ile rekabet zorluğu, dolar faizlerinin dünya normlarında olması ve Hazine'nin 1996 yılından itibaren döviz cinsinden doğrudan DİBS ihraç ettiği hususu da dikkate alınarak, yabancı para cinsinden tahvil ve finansman bonosu ihracına imkan tanınmalıdır. Yurt dışı uygulamalara baktığımızda Yankee Bonds (US dolar), Samurai Bonds (Japon Yeni), Bulldog Bonds (İngiliz

poundu) vb. olarak adlandırılan yabancı para cinsinden tahvillerin uluslararası piyasalarda arz edildiklerini görmekteyiz.

- Derecelendirme yaptırılmış veya banka garantisi sağlanmış olması hallerinde, kayda alma başvurusuna eklenecek bilgi ve belgelerin, diğer ihraç şekillerine göre azaltılması, ihraç sürecinin kısaltılmasına katkıda bulunacaktır.

iii. Türk Ticaret Kanununda Değişiklik

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde anonim ortaklıkların, Kurul kaydına alınmadan tahvil ihraç etmeleri mümkün değildir ve tahvillerin Kurul kaydına alınmasına ilişkin tüm esaslar, Kurul düzenlemeleriyle belirlenmiştir. Bu nedenle, TTKn.'da tahvillere ilişkin izahname, tanım, ikinci çıkarma, mahkeme tasdiki gibi hükümlerin SPKn. ile uyumlaştırılması yada iptal edilmesi mevzuatın sadeleştirilmesi ve karışıklığın önlenmesi açısından faydalı olacaktır.

Öte yandan, sermaye piyasası araçlarının ihracında izahnamenin Ticaret Siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde (T.T.S.G) ilanının kaldırılması, ihraç prosedürünün kolaylaştırılması ve maliyetlerin düşürülmesi açısından çok önem taşımaktadır. İzahnamelerin Kurul'un bilgi işlem ortamında muhafaza edilerek kaydedilmesi, İMKB ve Kurul bültenleri ile web sayfalarında ilan edilerek isteyen tasarruf sahiplerinin incelemesine açık tutulmasının, ticaret siciline tescil ve T.T.S.G'nde ilanının yerine geçmesi sağlanmalıdır.

iv. Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu Hakkında Karar ve Tebliğ'de Değişiklik

Aşağıda bahsedileceği üzere, mevcut sistemde özel sektör tahvil ve bonolarının döviz cinsinden ihraç edilmesi halinde, vadelerine göre kaynak kullanımını destekleme fonuna tabi olmaları söz konusu olacaktır. Bu da döviz cinsinden borçlanmayı imkansız kılmaktadır. Bu fonun istisnalarına, vadesi ne olursa olsun, döviz cinsinden ihraç edilen tahvil ve bonolarında eklenmesi aşağıda bahse konu döviz bazında tahvil ihracının işlevlik kazanması açısından gereklidir.

2.A. Fon Yaratacılı Ürün Örnekleri

2.A.1 Kısa Dönem TL Bazında Finansman Bonosu

Genel Tanım ve Açıklama:

Finansman Bonoları, ihraççıların borçlu sıfatı ile düzenleyip Kurul kaydına alınmak sureti ile sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymetlerdir. Global bağ-

lamda "Commercial Paper" olarak adlandırılan ve vadelerinin kısa olması nedeniyle para piyasası aracı olarak kabul edilen şirketlerin dış kaynak ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlayan yatırım araçlarıdır.

Finansman bonoları vadenin 1/4'ünü geçmeyecek satış süresi içinde her gün, iskonto esasına göre aşağıdaki formüle göre hesaplanan değer üzerinden satılır.

$$\text{Satış Fiyatı} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + \text{iskonto oranı}) \text{ vadeye kalan gün sayısı} / \text{gün olarak vade}}$$

Finansman bonolarının (FB) üzerlerinde yazılı bedelleri, vadeleri sonunda, bunları çıkaran ihraççı veya aracı kuruluş tarafından ve belirlenen yerlerde ödenir.

Iskontolu alınıp satılan, kupon ödemeleri olmayan finansman bonolarının vadeleri 60 ila 720 gün arasında değişmekte olup taşıdıkları teminat cinsine göre aşağıdaki türlerde olmaktadır.

- A tipi: Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları,
- B tipi: Taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları,
- C tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,
- E tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,
- F tipi: Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları.

Ürüne Duyulan İhtiyaç:

Ülkemizde halihazırda şirketler için kısa vadede TL borçlanmak için tek araç banka kredisidir. Bunun karşılığında ise kısa vadeli sabit getirili TL yatırımı yapmak için de kısıtlı alternatif vardır. Bunlar kısa vadeli hazine bonusu ile buna endeksli repo ve yatırım fonları, veya banka mevduatıdır. Gerekli düzenlemelerin yapılması halinde;

İhraç Etmek İsteyecek Kuruluşlar
<ul style="list-style-type: none">• Anonim Ortaklıklar,• Finansman Şirketleri,• Belediyeler,• Kamu İktisadi Teşebbüsleri.



İhraç Nedenleri
<ul style="list-style-type: none">• Kısa Vadeli Alternatif Fonlama,• Direkt Piyasalardan Borçlanma ile Düşük Maliyet,• %5 BSMV Maliyetinin Olmaması,• %3 KKDF Yükümlülüğü Olmaması,• %0.75 Damga Vergisinin Olmaması.

Yatırım Yapacak Kişi/Kurumlar
<ul style="list-style-type: none">• Bireysel Yatırımcılar,• Yatırım Fonları,• Emeklilik Şirketleri,• Diğer Kurumsal Yatırımcılar.



Yatırım Nedenleri
<ul style="list-style-type: none">• TL'de Kısa Vadeli Alternatif Yatırım,• Düşük Stopaj,• Farklı Risk - Getiri Opsiyonu,• Portföy Çeşitlendirme

Ulaşılabilecek Piyasa Büyüklüğü:

İhraç koşullarının düzeltildiği ve reel TL faizlerinin makul seviyelere indiği bir ekonomik düzende, ortalama 10-20 trilyon liralık 50-100 ihracın mümkün olduğu sektör uzmanları tarafından belirtilmektedir. Hatta daha büyük şirketler/kurumlar (örneğin enerji üretim, dağıtım şirketleri, telekom şirketleri, petrol-doğalgaz dağıtım şirketleri, finansman şirketleri, belediyeler, demir-çelik, otomotiv, beyaz eşya sektörleri, KİT'ler, BİT'ler vs) tarafından 100-200 trilyon liralık ihraçlar yapılması da yüksek bir olasılıktır.

Yurtdışı benchmark alındığında, birçok gelişmekte olan piyasa ülkelerinin borçlanma senetleri stok değerlerinin GSYİH'lerinin %2-4'ü arasında olduğu görülmektedir. Türkiye için GSYİH'nin %2-3'ü seviyesi hedef olarak alındığında, özel sektör borçlanma senetlerinin kabaca \$5-8 milyar düzeyine gelmesi beklenmektedir. Bu miktarın \$2-3 milyarlık kısmının finansman bonusu olması muhtemel olacaktır.

2.A.2 Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil

Genel Tanım ve Açıklama:

Devletin ya da özel sektör şirketlerinin kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine "tahvil" denilmektedir. Tahviller sahiplerine her-

hangi bir ortaklık hakkı vermemekte, sadece ihracçuya karşı alacaklılık hakkı sağlamaktadır. Kamu borçlanma aracı dışındaki tahvillerin ihraç ve halka arzı için Kurul'a kaydettirilmesi gereklidir.

Ancak, mevcut mevzuat çerçevesinde herhangi bir yasal engel olmamasına rağmen çıkartılabileceğine dair bir görüş ve düzenleme olmaması, döviz cinsinden ihraç edilen tahvil ve bonoların kaynak kullanım destekleme fonuna tabi olması ile maliyetlerinin karşılanamaz olması kamu otoritelerinin konuya sıcak bakmadıklarını göstermektedir.

Ürüne Duyulan İhtiyaç:

Ülkemizin genel ekonomik konjonktürüne bakıldığında,

- Döviz cinsinden alternatif faiz getirisinin düşük olması,
- TL borçlanmada devlet ile rekabet güçlüğü,
- Eurobond'ların uzun vadeli riski,
- Şirketlerin yabancı para cinsinden 1 senenin üzerinde borçlanma güçlüğü,
- Döviz faizlerinin dünya normlarında olması,

Orta vadeli döviz cinsinden tahvil ihracının yatırımcı ve ihracçı şirketlerin aynı platformda buluşmalarının uygun olabileceğini göstermektedir.

İhraç Etmek İsteyecek Kuruluşlar

- Kısa vadeli finansman riskinden kendini arındırmak isteyen kurumlar
- Yatırım yapan veya yatırım yapacak olan ve uzun vadeli fon ihtiyacı olan şirketler
- İhracat yapan şirketler

Yatırım Yapacak Kişi/Kurumlar

- Bireysel yatırımcılar
- Kurumsal yatırımcılar,
- Yabancı yatırımcılar,
- Sigorta şirketleri, ve
- Özel emeklilik fonları

İhraç Nedenleri

- Kısa Vadeli Bankacılık sisteminden orta-uzun vadeyi alamayan şirketler için borçlanma imkanı yaratması,
- Yatırım yapan ancak yatırımın geri dönüş sürecine uygun fonlama bulamayan şirketler için borçlanma imkanı yaratması,
- Bilanço dengeleri bozuk olan (uzun – kısa vade dengesizliği bulunan, yatırımlarını kısa vadeli fonlar ile yapan şirketler) ve bu durumu düzeltmek isteyen şirketlere risklerini azaltma imkanı

Yatırım Nedenleri

- Vadeli Hazinesinin çıkardığı Eurobondlara göre daha kısa ancak Eurobondlardan biraz daha yüksek getirisi olan bir yatırım aracına yatırım yapmak (kar optimizasyonu),
- Yatırımcılar açısından genellikle yabancı paranın kriz dönemlerinde alım gücünü koruması dolayısıyla anapara erime riskine karşı yatırım yapılacak enstrüman olması,
- Hisse seneine çevrilebilir bir tahvil olması halinde ileri prim yapabilecek bir şirket hissesine iskontolu sahip olabilme imkanı

Ulaşılabilecek Piyasa Büyüklüğü:

Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben tahvil piyasasının 1-2 milyar dolar büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalamasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

2.A.3. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil

Genel Tanım ve Açıklama:

Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT) ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.

Teknik olarak hisse senedi ile borçlanma senedi arasında ("quasi-equity") bir ürün olan HDT, SPK mevzuatına göre ihraç esasları (ihraç limiti, halka arz, denetim/bilgi verme yükümlülükleri, vb.) açısından diğer tahvillerin tabi olduğu esaslara tabidir.

Ancak HDT'nin halka arz edilmesi zorunludur. İhraççısı açısından hisse senedi satma opsiyonu içeren ve bu opsiyon karşılığında normal tahvillere göre daha düşük faizle borçlanma imkanı sağlayan HDT, yatırımcısı açısından ise hisse senedi yatırımının risklerini sınırlandırarak getiri elde etme imkanı sağlamaktadır.

SPK mevzuatında ihraççı şirketin hisse senetleri ile değiştirilebilir tahviller (convertible bond) düzenlenmiş, ancak ihraççının kendi hisse senetleri dışında sahip olduğu başka bir hisse senedine çevrilebilir tahviller (exchangeable bonds) konusunda düzenleme yapılmamıştır.

Ürüne Duyulan İhtiyaç:

Hisse senedi ihraç etmek isteyen, ancak bunun için mevcut şartları uygun bulmayan (henüz büyüme aşamasında/projeleri hayata geçmemiş/mevcut piyasa şartlarında değerlemeleri düşük bulan) şirketler açısından bir özkaynak sağlama alternatifi yaratır.

Mevcut koşullarda hisse senedi yatırımını riskli bulan, ancak getiriden de yararlanmak isteyen yatırımcılara hem sabit bir getiri imkanı, hem de hisse senedi getirisinden yararlanma imkanı sağlayan bir üründür.

Hazineye kaynak sağlamak amacıyla, özelleştirilmesi düşünülen ancak piyasa koşullarının hisse senedi ihracı için uygun olmadığı KİT'ler ve Belediye iştirakleri açısından uygun bir üründür.

Ancak, hem ihraç aşamasında, hem ikincil piyasada fiyatlama konusunda yaşanan zorluklar nedeniyle yeterince gelişmemiş piyasalarda kullanımı zordur ve vadenin uzun olması, talebe olumsuz etki edebilecektir.

İhraç Etmek İsteyecek Kuruluşlar <ul style="list-style-type: none">• Anonim Ortaklıklar• Belediye İştirakleri• Kamu İktisadi Teşebbüsleri	Yatırım Yapacak Kişi/Kurumlar <ul style="list-style-type: none">• Bireysel yatırımcılar• Yerli/Yabancı Yatırım Fonları• Emeklilik şirketleri
İhraç Nedenleri <ul style="list-style-type: none">• Uzun vadeli, normal tahvil faizine göre düşük maliyetli alternatif fonlama sağlar• Hisse senedi ihraç opsiyonu	Yatırım Nedenleri <ul style="list-style-type: none">• Hisse senetlerine yatırım konusunda çekinceleri olan şirketleri bir süre izleyerek, en azından sabit bir getiri garantisiyle yatırım yapma imkanı

Ulaşılabilir Piyasa Büyüklüğü:

Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben hisse senedine çevrilebilir tahvil piyasasının 3-4 milyar dolar büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalamasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

2.A.4. Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Genel Tanım ve Açıklama:

Menkul kıymetleştirme genel olarak, likit olmayan ve genellikle sözleşmelerden doğan yükümlülüklerin bir araya getirilerek bir havuz oluşturulması ve bu havuza dayalı menkul kıymet ihracı olarak tanımlanabilir. İhraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya SPK tebliği uyarınca temellük edecekleri alacaklar karşılığında Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilirler.

Menkul kıymetleştirme ile likit olmayan varlıkların, likit ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüşümü sağlanmaktadır.

Böyle bir işlemde tek tek ödenmeme riski olan krediler veya alacaklar bir araya getirilerek risk unsuru en aza indirilmektedir. Menkul kıymetin dayanağını oluşturan varlıklar artık menkul kıymeti satın alanlarca finanse edilmektedir.

Menkul kıymetleştirmenin ilk uygulaması ABD'de yapılmış olup, 1970'li yıllardan beri Avrupa'da dahil olmak üzere gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerde uygulanmaktadır. ABD'de süreç 1970 yılında, öncelikle ipotek havuzlarının menkul kıymetleştirilmesiyle başlamış, 1980'li yıllarda ipoteye dayalı olmayan alacaklar da menkul kıymetleştirmeye konu olmaya başlamıştır.

VDMK'lar iskonto esasına göre satılabileceği gibi dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da ihraç edilebilirler. Vade ihraç sırasında belirlenerek tanzim anında üzerine yazılmaktadır. İhraç edilecek VDMK'ların konusunu oluşturabilecek alacak türleri:

Tüketici Kredileri: Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla, mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel krediler ile finansman şirketlerinin kendi mevzuatları çerçevesinde gerçek ve tüzel kişilere açmış oldukları krediler,

Konut Kredileri: Bankaların, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan kişilere açtıkları bi-

reysel krediler, bankaların verdikleri ipoteğe dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili KIT statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler,

Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar: Finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,

İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar: Bankalar ve özel finans kurumlarının açmış oldukları ve fiilen ihracatta kullandıkları krediler ile faktoring işlemleri yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığında belgeye dayalı alacaklar,

Diğer Alacaklar: Bankalar dışındaki mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil KİT'lerin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar, Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C.Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları, T.Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın portföydeki gayrimenkullarının satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları.

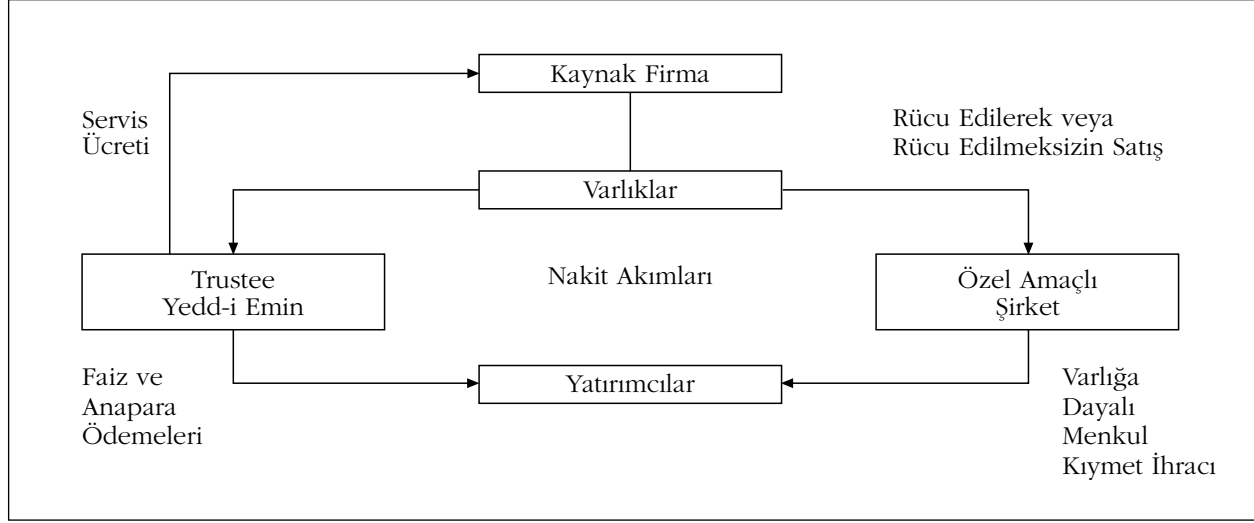
İhraççılar:

Varlığa dayalı menkul kıymetler doğrudan veya alacakların temellükü suretiyle dolaylı olarak ihraç edilebilir. SPK hükümlerine göre ihraççı kuruluşlar arasında, bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralama şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve genel finans ortaklıkları sayılmaktadır. Tebliğe göre Genel Finans Ortaklıkları kaynak firmanın alacaklarını temlik eder ve karşılığında VDMK ihraç eder.

Yapı:

VDMK katılımcı sayısının fazlalığı ile birlikte literatürde yapılandırılmış finansman olarak tanımlanır. Basit bir şema gösterilirse aşağıdaki yapı ortaya çıkmaktadır.

İşlemden ilk adım kaynak firmanın (ihraççı) alacaklardan oluşan bir havuz oluşturmasıdır. İkinci aşamada kaynak firma bu alacak havuzunu özel amaçlı bir kuruma satar veya devreder. Özel amaçlı kurum bu varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç ederek yatırımcılara satar. Bu arada portföyün saklanması, değerlendirilmesi ve nakit akımlarının kontrolü amacıyla bir yeddi-emin kuruluş devreye girer.



VDMK yapısında alacak portföyünün fiyatlandırılması söz konusu olduğundan kredibilitiyi arttırmak için güvence mekanizmaları da dahil edilmektedir.

Gerekli Sözleşmeler:

SPK tebliğine göre VDMK ihracında yapılması gereken sözleşmeler aşağıdaki gibidir.

Alacakları temlik sözleşmesi

- Temlik eden kuruluş ile genel finans ortaklığı veya banka arasında Vekalet Sözleşmesi
- Alacak portföyü ile ilgili her türlü takibin ve VDMK'ların vadesinde ödenmesini takip edecek sözleşme

Garanti Sözleşmesi

- Banka dışında bir finansal kuruluş VDMK arz edecekse SPK gerekli görürse garanti sözleşmesi imzalanır.

Saklama Sözleşmesi

- Tüketici kredileri hariç alacakların bankada tutulması zorunlu

Bankalar dışındaki ihraççılar tarafından banka garantisi olmaksızın ihraç edilecek , VDMK'nin nominal değer toplamının 10%'u ihraççı firma tarafından banka hesabına avans olarak yatırılması SPK tarafından talep edilebilir.

Ürüne Duyulan İhtiyaç:

Bankacılık sistemi ekonomik koşullar ve sermaye kriterleri açısından sıkı kredi politikası uygulamakta iken, kurumların fonlama alternatifleri üretmesinde ciddi bir ağırlığa sahiptir.

Reel faizlerde ciddi gerileme sağlanmasına rağmen, bankacılık sisteminin bilançosunda mevduatların krediye dönüşmesinde düşük oran söz konusudur. Kasım 2003 verilerine göre oran 41% olarak gerçekleşmiştir.

Tüketici finansman şirketlerinin bankalar gibi mevduat toplama avantajı olmaması, 30 Eylül 2003 verilerine göre 500 trilyon lira aktif büyüklüğüne sahip sektörün VDMK ihracını önemsemesi sonucunu doğurmaktadır.

İhraç Etmek İsteyecek Kuruluşlar <ul style="list-style-type: none">İhraççı sıfatını taşıyan kurumlar	Yatırım Yapacak Kişi/Kurumlar <ul style="list-style-type: none">Bireysel ve Kurumsal yatırımcılar
İhraç Nedenleri <ul style="list-style-type: none">Fonlama alternatifi yaratmakAlacak portföyünü fonlamada kullanarak riskli kıymetlerin bilançodan çıkarılmasıİhraççının kendi özkaynağı ile fonlama sağlaması kredi sistemindeki baskıyı hafifletecektir.	Yatırım Nedenleri <ul style="list-style-type: none">VDMK'a dönük yatırım salt şirketi değil alacak portföyünü de kapsamaktadır.Riskten kaçınan yatırımcı tipi için güvence mekanizmaları önemli rol oynamaktadır.Piyasanın derinleşmesi ve güçlü yapılarla piyasa faizlerinin üstünde getiri sağlama imkanı bulunmaktadır.

Ulaşılabilecek Piyasa Büyüklüğü:

Finans kesiminde hali hazırdaki verilere bakıldığında 2,5-3 milyar dolar tutarında yaşayan menkul kıymetleştirme görülmektedir. Banka ve banka dışı finansal kesimin bilançosunda 2003-sonu itibariyle yaşayan tüketici kredileri toplamının (araba, konut ve diğer) 6,5 milyar dolar olduğundan hareketle, gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının kısa sürede (1-3 yıl) 3-4 milyar dolar büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalamasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

Tablo 3: FON YARATICI ÜRÜNLERİN İŞLEVSEL OLABİLMESİ İÇİN YAPILMASI GEREKENLER ÖZET TABLOSU

Kısa Dönem TL Bazında Bono

a-SPK Boyutu	<p>İhraç Tekrarlarının sağlıklı bir şekilde sağlanabilmesi açısından prosedürlerin hızlandırılması,</p> <ul style="list-style-type: none">• Kayıt ücreti olan yüzde 0.3 maliyetin aşağıda çekilmesi gerekmektedir.
b-Maliye Boyutu	<ul style="list-style-type: none">• %15 stopaj oranı düşürülmeli,• Damga vergisi tamamen kaldırılmalı,• SPK kayıt ücretlerinden alınan yüzde 50 oranındaki harç kaldırılmalıdır.
c-Derecelendirme	<ul style="list-style-type: none">• Yaygın bir derecelendirme müessesesinin oluşması, hem SPK'nın denetim yükünü hafifletecek, hem de talep ve piyasa oluşmasını kolaylaştıracaktır.
d-Pazarlama	<ul style="list-style-type: none">• Özel emeklilik şirketlerinin özel sektör borçlanma araçlarını portföle almaları veya bu tip özel fonlar kurmaları mümkündür. Orta vadede, TL cinsinden sabit getirili portföyün %5-1'unun özel sektör bonolarından oluşması hedeflenebilir.
e-2. Piyasaların Geliştirilmesi	<ul style="list-style-type: none">• 2. el piyasasının oluşması için piyasada derinlik oluşması veya kağıt bazında belirli piyasa yapımcılarının olması gereklidir. Piyasalar fonksiyonel hale gelinceye kadar ihraca aracılık eden kuruluşların, piyasa yapıcılığı rolünü üstlenmesi söz konusu olabilir.• Finansman bonoları üzerinden bir türev ürünleri piyasasının oluşması da, işlem hacimlerini ve likiditeyi olumlu yönde etkileyecektir.
f-Ulaşılabilir Piyasa Büyüklüğü	<ul style="list-style-type: none">• Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben finansman bonolarının 2-3 milyar büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalaması mümkün olabilecektir.

Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil

a-SPK Boyutu

- Yabancı para cinsinden tahvil ihraç edecek kurumların yabancı para cinsinden mali tablolarını çıkartmaları gerekmektedir (UMS bazlı tablolar üzerinden yapılması uygun olacaktır). Bu şekilde uygulanacak ihraç limitleri bu baza göre hazırlanmış mali tablolar üzerinden tespit edilecektir. TL bilançolar üzerinden yapılacak hesaplamalar doğru sonuçlar vermeyebilir.
- Mevcut mevzuat çerçevesinde yürürlükte olan erken itfa, hisse senedine çevrilebilme, değişken faizli olma gibi konular yabancı para tahvil ihraçları için geçerli olmalıdır.
- İhraç yapan halka açık olmayan kurumların mali tabloları, halka açık şirketlerde olduğu gibi 3'er aylık dönemler halinde yayınlanmalıdır.
- SPK Kanununa göre tahvil ihraçlarında tahvil basma yükümlülüğü vardır ve ekstra maliyet yaratılmaktadır. Kaydi olarak satış yapıldığında maliyetler düşecektir.
- Kayıt ücreti olan %0.3 maliyet aşağı çekilmelidir.

b-Maliyet Boyutu

- %15 stopaj oranı düşürülmeli,
- Damga vergisi tamamen kaldırılmalı,
- SPK kayıt ücretlerinden alınan yüzde 50 oranındaki harç kaldırılmalıdır.

c-Derecelendirme

- Bu tür tahvillerin, özellikle ilk aşamada piyasa yatırımcı güveni oluşana kadar derecelendirme alınmadan ihraç edilmemesi gerekmektedir.
- Derecelendirme çalışması; şirketin uzun vadeli planları, bilançosunun mevcut durumu ve uzun vadeli planlar çerçevesinde geleceği durum (taşıdığı tüm riskler dikkate alınarak), piyasadaki gücü, yönetim şekline, yönetim kadrosunun kalitesi dikkate alınarak yapılmalıdır.

d-Pazarlama

- İhraç işlemleri aracı kurumlar vasıtası ile yapılmalıdır.
- İhraç işlemi ile ilgili detaylı bir sirküler hazırlanmalıdır.
- Yatırımcı hedefine bağlı olarak Türkiye ve yurtdışında roadshowlar yapılmalıdır.

e-2. Piyasaların Geliştirilmesi

- 24 ay vadeli döviz cinsinden tahvillere talep olması için iyi bir 2. piyasa olması gereklidir. Bu piyasadaki işlem hacmi, piyasa derinliği kağıtların likiditesini artıracak böylece talep oluşacaktır.
- Yeterli büyüklükte 2. piyasa olmaması halinde kağıtlara olan talep azalacaktır.

f-Ulaşılabilir Piyasa Büyüklüğü

- Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben ABD \$'ı cinsinden tahvil piyasasının 1-2 milyar \$ büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalaması mümkün olabilecektir.

Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil

a-SPK Boyutu

- Vadenin ve değiştirme süresinin 2 yıldan az olacak şekilde belirlenebilmesine imkan tanınması,;
- Kupon ödemelerinin 1 yıldan az sürelerde dönemsel olarak (3 ay / 6 ay) yapılabilmesinin sağlanması,;
- Özellikle KİT'ler ve Belediye iştirakleri için İhraççının Hazine olmasına imkan tanıyacak şekilde "exchangeable" tahviller konusunda düzenleme yapılması,;
- Prosedürlerin hızlandırılması,
- Kayıt ücretinin (%0.2) aşağı çekilmesi gerekmektedir.

b-Maliye Boyutu

- %15 stopaj oranı düşürülmeli,
- Damga vergisi tamamen kaldırılmalı,
- SPK kayıt ücretlerinden alınan yüzde 50 oranındaki harç kaldırılmalıdır.

c-Derecelendirme

- Yaygın bir derecelendirme müessesesinin oluşması, hem SPK'nın denetim yükünü hafifletecek, hem de talep ve piyasa oluşmasını kolaylaştıracaktır. Bu anlamda derecelendirme SPK tarafından teşvik edilebilir (örneğin işlemleri daha kısa sürede tamamlayarak, istenen belgeleri azaltarak, katsayı artışı verilerek)

d-Pazarlama

- Hisse senedi yatırımını uzun vadeli yapmak isteyen ama zarar ihtimalini fazla riskli bulan bireysel yatırımcılara pazarlanabilir.
- Uzun vadeli yatırım yapacak özel emeklilik şirketlerinin ve yatırım fonlarının ikincil piyasa oluşması öncesinde bile HDT'leri portföye almaları veya bu tip fonlar kurmaları mümkündür. Böylece hem sabit getiri elde edip, şartların uygun olması durumunda hisse senedi yatırımı yapmış olacaktadırlar.
- Halka arzlarda aracı kurum kullanılması zorunludur.

e-2. Piyasaların Geliştirilmesi

- İkincil piyasada fiyatlama konusunda yaşanan zorluklar nedeniyle sermaye piyasalarının gelişmiş olması gerekmektedir. Öncelikle özel sektör tahvil ve bono piyasasının ve hisse senedi piyasalarının yeterince gelişmiş olması gerekmektedir.
- Opsiyon piyasalarının gelişmesi, fiyatlama konusunda gelişme sağlayacaktır.
- İkinci el piyasa işlemlerinde fiyat, şirket değerine ve HDT'nin değişim oranına göre belirlenecektir.
- Ancak halka açık olmayan şirketler için değer tespiti yorumu açık bir konu olacağından ikincil piyasasının nasıl oluşacağı belirsizdir.

f-Ulaşılabilecek Piyasa Büyüklüğü

Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben ABD \$'ı cinsinden tahvil piyasasının 3-4 milyar \$ büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalaması mümkün olabilecektir.

Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

a-SPK Boyutu

- Mevzuat VDMK ihracı için yeterli olup özellikle tüketici finansman şirketleri için gerekli esnekliği sağlamaktadır. Son hali ile bankalar ve tüketici finansman şirketleri arasındaki ihrac maliyeti salt satış sözleşmesinin vergi yükü ile sınırlı kalmaktadır.
- VDMK'ların sadece finansman şirketleri değil, reel sektör tarafından da bir finansman modeli olarak kullanılması önem taşımaktadır. VDMK ihraçlarını sağlayabilmek için Genel Finans Ortaklıklarının kurulmasını teşvik edici düzenlemelere gidilmesi ve kuruluşların temellük edilebilecekleri alacaklara ilişkin katsayının kaldırılması, Banka garantisi veya özel fon oluşturulmasının istenebileceği hükümleri yerine derecelendirme işlerlik kazandırılması gerekmektedir.

b-Maliye Boyutu

- %15 stopaj oranı düşürülmeli,
- Damga vergisi tamamen kaldırılmalı,
- SPK kayıt ücretlerinden alınan yüzde 50 oranındaki harç kaldırılmalıdır.

c-Derecelendirme

- Yaygın bir derecelendirme müessesesinin oluşması, hem SPK'nın denetim yükünü hafifletecek, hem de talep ve piyasa oluşmasını kolaylaştıracaktır. Bu anlamda derecelendirme SPK tarafından teşvik edilebilir (örneğin işlemleri daha kısa sürede tamamlayarak, istenen belgeleri azaltarak, katsayı artışı verilerek).

d-Pazarlama

- VDMK'ların pazarlamasında bankalar yetkili kurum olarak gözükmektedir. Finansman şirketlerinin de banka sahipliği içeren holding yapılarında yer alması (Koç Finans, VDF, Anadolu Cetelem) yurtiçi ve yurtdışı pazarlamada avantaj yaratmaktadır.

e-2. Piyasaların Geliştirilmesi

- Piyasaların Hazine'nin yönlendirdiği borçlanma piyasalarına reel faizler düştükçe ilgisinin azalması beklenmektedir. Dolayısıyla paranın adresi olarak borsa ve döviz piyasaları önemli rol oynayacaktır.
- Yatırımcının risk tercihlerinin değerlendirilmesinde VDMK ihracını da içeren kurumların borçlanma senetleri, piyasa derinliğini olumlu yönde etkileyecektir.

f-Ulaşılabilir Piyasa Büyüklüğü

- Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının bankacılık sistemi de dahil olacak şekilde kısa sürede 3-4 milyar \$ büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalaması mümkün olacaktır.

B Ö L Ü M

RİSK DAĞITICI ÜRÜNLER:
TÜREV ÜRÜNLER

3. GİRİŞ

Dünyada bankacılık sistemi olan ve belli ölçüde piyasaları liberalizasyon sürecine girmiş hemen hemen tüm ülkelerde türev ürünlerin bankalar ve diğer kurumsal yatırımcılar tarafından kullanıldığı bilinmektedir. Spot piyasa araçlarına ek olarak türev ürün piyasalarının gelişimi risk yönetimini kolaylaştırmış, dünya para ve sermaye piyasalarının büyümesine ve likiditesine önemli katkıda bulunmuş, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan sermaye birikiminin yurtdışından gelen sermaye ile desteklenmesini kolaylaştırmıştır. Ayrıca türev piyasalarda hızla artan işlem hacmi ve ürün çeşitliliği oldukça yeni ve fazla sayıda iş imkanlarını da piyasa profesyonellerine açmıştır. Tarihsel gelişime bakıldığında daha sonra ortaya çıkmış olmakla birlikte, menkul kıymetler, para ve sermaye piyasası araçları, döviz, ekonomik ve finansal göstergeler üzerine vadeli işlemlerin çok daha hızlı artarak günümüz dünyasında toplam işlem hacminin çok önemli bir kısmını oluşturduğu görülmektedir.

Türev piyasaların likiditesinin artması ve finansal sistem açısından oluşabilecek risklerin kontrol edilebilmesi açısından, organize borsalar bünyesinde çalışması ve merkezi bir takas kurumu tarafından takip edilip sonuçlandırılması, karşı taraf riski (kredi riski) bulunan ve likiditenin zaman zaman hızlı bir şekilde kaybolduğu tezgah üstü (over the counter) piyasalara göre çok daha tercih edilen bir durumdur. Genel olarak tezgah üstü piyasalardaki işlem hacmi organize borsalar bünyesinde ve merkezi bir takas kurumu garantisinde yapılan işlemlere nazaran daha fazla olmasına karşın piyasalarda gösterge fiyat olarak borsalarda oluşan fiyatlar dikkate alınmaktadır. Ayrıca borsalar ve tezgah üstü piyasalar çoğu zaman birbirinin rakibi olarak değil, birbirlerinin tamamlayıcısı olarak işlev görmektedir.

Vadeli piyasalar, işlem gören bazı ürünlerin spot piyasa ürünlerine göre daha karmaşık olması ve piyasa katılımcıların yeterince bilgilendirilmemeleri nedeniyle özellikle son yıllarda çoğu zaman haksız bir şekilde, finansal piyasalarda ortaya çıkan sistemik riskin kaynağı olarak gösterilmektedir. Bununla birlikte, söz konusu riskler incelendiğinde, vadeli piyasaların herhangi bir sorumluluğu kanıtlanamamıştır. Ancak, organize bir piyasanın düzenleyici etkisi ve merkezi bir takas sisteminin bulunmasının tezgah üstü piyasalara oranla daha güven verici olduğu bellidir. Etkin bir teminatlandırma mekanizması ve risk kontrol sisteminin tesis edildiği organize vadeli piyasalarda ise risklerin kısa zamanda tespit edilmesi ve önlenmesi

mümkündür. Nitekim, uluslararası düzenleyici kuruluşlar da özellikle bu hususa dikkat çekmekte ve organize borsalar bünyesinde vadeli piyasaların geliştirilmesini teşvik etmektedir.

Ülkemiz borsalarında işlem gören vadeli piyasa enstrümanları Sermaye Piyasası Kanunu'nda sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmış olup, bu hususta yetkili otorite Sermaye Piyasası Kurulu'dur. Ülkemizde halen İstanbul Altın Borsası bünyesinde altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin piyasası açık olup piyasada genel olarak işlem gerçekleşmemektedir. Ayrıca, halen faaliyete geçme çalışmaları devam eden ve merkezi İzmir'de olmak üzere kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nde ("VOB") de vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmesi planlanmaktadır.

Diğer taraftan, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem görmeye başlayan ilk ürün döviz üzerine vadeli işlem sözleşmeleridir. 15 Ağustos 2001 tarihinden itibaren açık olan piyasa, gerek hukuki gerekse teknik altyapı olarak sadece döviz üzerine vadeli işlem sözleşmeleri için değil her türlü vadeli işlem sözleşmesi (futures) ve yapılacak bazı eklemelerle opsiyon sözleşmeleri için de uygundur.

Ancak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası'nda döviz 15.08.2001 açılmış olan vadeli piyasada başlangıçta gerçekleşen az sayıda işlemi takiben halen hiç işlem gerçekleşmemektedir. Piyasada işlem gerçekleşmemesinin temel nedenleri olarak üye sayısının az ve sadece bankalardan oluşması, piyasanın tanıtımının yeterince yapılamaması, döviz vadeli işlem sözleşmelerine ilave olarak yeni vadeli işlem sözleşmelerinin piyasasının henüz açılmamış olması nedeniyle piyasada enstrüman çeşitliliğinin sağlanamamış olması ve ayrıca piyasanın yönetmeliklerinde yer alan geçici maddedeki **"23/2/2001 tarihli ve 24327 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca kurulacak Borsa faaliyete geçtiği tarihte bu Yönetmelik yürürlükten kalkar ve bu Yönetmelik uyarınca yapılan işlemler söz konusu borsaya devredilir."** hükmü nedeniyle oluşan yönetsel belirsizlik sayılabilir.

Vadeli piyasalar gerek döviz gerekse sermaye piyasaları ürünlerinin piyasa derinliğini arttırmak açısından çok önemlidir. Dünyadaki tüm piyasalarda işlemlerin önemli kısmı vadeli piyasalarda gerçekleşmektedir. Örneğin ABD'de Nisan 2004 yılı baz alındığında New York borsasının günlük işlem ortalaması 47 Milyar dolar ya-

da 1.53 milyar hisse senedi iken Şikago Vadeli İşlemler Borsasının günlük işlem hacmi 1.15 milyon kontrat civarındadır. Yine, komşumuz Atina Borsası'nda vadeli işlemler piyasası Ağustos 1999 yılında başlamış ve 2004 Nisan ayı yılı itibarı ile spot piyasanın günlük hacmi 140 milyon Euro olurken, vadeli işlemler piyasasının günlük işlem hacmi 120 milyon Euro'ya yükselmiştir.

Vadeli piyasalar, hacmi artırıcı ve spot piyasaları derinleştirici özelliklerinin yanısıra önemli risk dağıtıcı özelliklere sahiptir. Günümüzde şirketlerin performanslarını operasyonel başarıların belirlenmesi gerekirken, kur veya faiz oranları gibi şirket yönetimince kontrol edilemeyen unsurların karlılıktaki etkileri vadeli piyasalar kullanılarak berteraf edilebilir ve dünyadaki uygulamalar da bu yöndedir. Diğer taraftan piyasaların derinleşmesi, daha fazla sayıda yatırımcının katılımının sağlanması ve yatırımcı tabanının bireysel yatırımcıdan ziyade kurumsal yatırımcı ağırlıklı olması için de vadeli piyasaların çok gerekli olduğu açıktır. Ülkemizde vadeli piyasaların gelişmesi için aşağıdaki adımların atılması gerektiğine inanıyoruz.

1. İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nın neden kullanılmadığını tespit etmek ve VOB ile eşzamanlı kullanılır hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri yapmak: İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının kuruluş tarihinden itibaren işlem hacmi olarak bekleneni verememesinin başlıca nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

- a. Piyasanın kuruluşu ekonomik krize denk gelmiş, piyasalar krizin ortaya çıkardığı sorunlar ile meşgul iken yeni bir finansal ürünü tanımak, işlevini kavramak ve kullanmak konusuna yoğunlaşmamışlardır.
- b. Piyasa üyelerinin büyük bir bölümü, alım satım için muhasebe, risk yönetimi ve diğer "back office" sistemlerini hazır hale getirememişlerdir. Bu durumun en temel göstergelerinden birisi özellikle İMKB piyasası üye bankalarına başvuran yatırımcılara hesap açılmaması şeklinde yoğunlaşan yatırımcı şikayetleridir.
- c. Piyasanın açılışının çok kısa bir sürede gerçekleştirilmesinin de etkisiyle, vadeli işlemler konusunda yatırımcılarda genel olarak gözlemlenen bilgisizlik ve şüpheleri giderecek ölçüde bilgilendirme ve tanıtım yapılmamıştır.
- d. Vadeli piyasaların açılışına yönelik çalışmalarda İMKB'nin ve aracı kurumların önceliği endeks vadeli işlem sözleşmeleri iken değişen ekonomik şartlar dolayısıyla dalgalı kur rejimine geçilmesi ile döviz vadeli işlemlerinin başlatılmasının öncelikli olarak ve çok kısa sürede başlatılması gerekmiş,

piyasaya özellikle daha geniş yatırımcı tabanına ulaşabilen aracı kurumlar yerine konuya daha az hazırlıklı olan ticari bankaların üye kabul edilmesi piyasanın gelişmesini engellemiştir.

- e. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından İzmir’de vadeli piyasaların oluşturulmasına karar verilmesi nedeniyle İMKB bünyesinde ürün çeşitlendirmesine (Endeks Vadeli İşlemleri, Hazine Bonosu Vadeli İşlemleri, hisse senedi opsiyonları vb.) gidilememiştir.
- f. Dünya piyasalarında vadeli döviz işlemleri genel olarak bankaların ağırlıkta olduğu tezgah üstü piyasalarda gerçekleşmekte bunun sonucu olarak bu ürüne ihtiyaç duyan gerçek ve tüzel kişilerin (ihracatçılar, ithalatçılar vb.) bankalarla doğrudan forward sözleşmeleri yapma yolunu tercih etmektedirler. Bank for International Settlements (BIS) Eylül 2003 tarihli BIS Quarterly Review isimli yayınında Borsalar bünyesinde yapılan döviz vadeli işlemlerinin hacmi toplam türev piyasaların sadece %1’ini oluşturduğu belirtilmektedir. Organize borsalar bünyesindeki döviz vadeli işlemlerinin tezgah üstü piyasalara göre daha fazla olduğu tek örnek Brezilya’dır, (Günlük işlem hacmi 3 milyar dolar civarında) ancak Brezilya’da Borsa dışında döviz vadeli işlemlerine önemli hukuki kısıtlamalar bulunmaktadır.
- g. Özellikle bankalar vadeli işlem yapan müşterileri ile ilişkilerinde çıkabilecek hukuki problemlerden çekinmektedir.

Kriz ortamının atlatılması ile birlikte banka ve diğer finansal kuruluşların, reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin ve bireysel yatırımcıların gerek risk yönetimi gerekse spekülasyon amaçlı işlemler için vadeli piyasa ürünlerini kullanmalarının sağlanabilmesi için alınmasında fayda görülen önlemler aşağıda belirtilmiştir;

- a. Üye tabanının genişletilerek, bankaların yanı sıra, müşteri tabanı geniş ve mali açıdan güçlü aracı kurumların üyeliğinin sağlanması.
- b. Piyasada başta endeks ve faiz vadeli işlem sözleşmeleri olmak üzere ürün çeşitlendirilmesine gidilmesi, opsiyon işlemlerinin fazla vakit kaybedilmeden başlatılması.
- c. Merkezi İzmir’de olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ’nin (VOBAŞ) faaliyete geçmesi durumunda İMKB Vadeli İşlemler Piyasası piyasa ve takas yönetmeliklerinin Geçici 1. Maddesi uyarınca İMKB Vadeli İşlemler Piyasası’nın hukuki dayanağı olan söz konusu yönetmeliklerin yürürlükten kalka-

cağı öngörülmüştür. İMKB’de piyasaların gelişmesi isteniyorsa bu maddenin yönetmeliklerden çıkarılması gereklidir.

- d. Üyelerin "back office" hazırlıklarını tamamlayarak işlem yapmaya hazır hale gelmeleri, böylece müşteri talebinin Borsaya iletilmesinin önündeki engelin ortadan kaldırılması.
- e. Üyelerin vadeli işlemler piyasalarını kendi müşteri tabanına aktif biçimde tanıtmaları.
- f. Piyasaya emir girişinin uzaktan erişimle yapılmasının sağlanması. (Örneğin tahvil ve Bono Piyasası’nda uzaktan erişime geçilmesinin ardından Borsa’da yapılan işlemler Borsa dışındaki işlem hacmini geçmiştir.)

2. Vadeli İşlemler muhasebe şartlarının ve kurallarının belirgin hale getirilmesi: Türkiye’de vadeli işlemler piyasasının etkin ve şeffaf bir şekilde işleyebilmesi için önemli olan konulardan biri de bu işlemlerin nasıl muhasebeleştirileceğidir. Muhasebe esaslarının ve kurallarının standart olması hem uygulayıcılar açısından hem de denetleyen kurumlar açısından önem taşımaktadır. Düzenlemelerin hem türev piyasa işlemlerine aracılık eden kuruluşlar (bankalar ve aracı kurumlar) hem de türev piyasalarda işlem yapan firmalar açısından ele alınması gerekmektedir.

Finansal vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü İMKB Vadeli İşlemler Piyasası’nda halihazırda sadece bazı bankaların işlem yapmasına izin verilmektedir. Bankaların vadeli işlemler piyasasında işlem yapmaları durumunda hangi muhasebe esaslarına tabi olacakları ve muhasebe kayıtlarının nasıl yapılacağı Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından belirlenmiştir. Kurul, 28.02.2002 tarihinde aldığı 631 sayılı karar ile Bankalarca Uygulanacak Muhasebe Standartları, Tekdüzen Hesap Planı ve İzahnamesi’nde bazı değişikliklere gitmiştir. Söz konusu karar ile vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi kapsam içine alınmış ve hesap planında gerekli değişiklikler yapılmıştır. Dolayısıyla vadeli işlemler piyasasında işlemlere aracılık edecek bankalar için muhasebeleştirme ile ilgili bir sorun bulunmamaktadır.

Henüz vadeli işlemler piyasasında işlem yapma yetkileri bulunmayan aracı kurumların yakın bir gelecekte söz konusu piyasalarda işlem yapma izni alabilecekleri olasılığı göz önüne alındığında türev piyasa işlemleri muhasebesi bu kurumlar için de önem kazanmaktadır. Aracı kurumlarla ilgili düzenleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu’ndadır. Sermaye Piyasası Kurulu, 27.08.2001 tarihinde Aracı Kuruluş-

ların Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düzeni Hakkındaki Seri: V No: 51 sayılı tebliği yayınlamıştır. Yine aynı tarihte Seri: XI No: 7 sayılı Aracı Kurum Hesap Planı ve Planın Kullanım Esasları Hakkında Tebliğ'de de değişiklik yapılarak, aracı kurum hesap planına türev işlemlerle ilgili yeni hesaplar ilave edilmiştir. Görüldüğü gibi aracı kurumlar türev araçlara ilişkin işlem yapma izni almaları halinde muhasebeleştirme açısından bir sıkıntı ile karşılaşmayacaklardır.

Ancak, türev piyasalarda işlem yapan işletmeler açısından durum daha karmaşıktır. Maliye Bakanlığı tarafından yapılmış, türev işlemlere ilişkin muhasebeleştirmenin şirketlerce nasıl yapılması gerektiğine dair bir düzenleme bulunmamaktadır. Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (Sıra No: 1) ile uygulamaya konulan tek düzen hesap planı ve işleyişi hakkındaki düzenlemede türev işlemleri içerecek bir değişikliğe henüz gidilmemiştir. Sermaye Piyasası Kurulu ise işletmeler tarafından alımı ve satımı gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin değerlendirilmesine ve muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esasları içeren bir tebliğ yayınlamıştır (Seri: XI, No: 19). Bu tebliğ kapsamına, menkul kıymetlerini halka arzetmiş veya arzetmiş sayılan anonim ortaklıkları, aracı kuruluşlar ve diğer sermaye piyasası kurumları girmektedir. Bunların dışında kalan işletmelerin türev işlemlere ilişkin muhasebeleştirmeyi nasıl yapacakları ise henüz belirsizdir. Maliye Bakanlığı'nın konuyla ilgili acil bir çalışma yapması gerekmektedir.

3. Vadeli İşlemlerin vergi şartlarının belirginleştirilmesi: Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40. Maddesi birinci paragrafında, türev piyasa araçları üzerinden ortaya çıkan kazançların damga vergisinden muaf tutulacağı belirtilmiştir.

Maliye Bakanlığı tarafından alınan ve 06.03.2002 tarih, 009748 sayılı yazı ile de T. Bankalar Birliği'ne tebliğ edilen karar uyarınca, vadeli işlem sözleşmelerinin vade sonuna kadar gün sonlarında belirlenecek uzlaşma fiyatı ile değerlendirilerek bir önceki gün fiyatına göre oluşan lehte farkların teminat hesaplarına yansıtılması halinde yansıtılan tutarların banka ve sigorta muameleleri vergisine tabi tutulmaması kararlaştırılmıştır.

Diğer taraftan, Maliye Bakanlığı tarafından türev piyasa araçları üzerinden ortaya çıkan gelir ve giderin, Gelir ve Kurumlar Vergisi açısından nasıl değerlendirilmesi gerektiği konusunda herhangi bir düzenleme bulunmamakta olup, bu konuda en kısa zamanda bir düzenleme yapılmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

5281 sayılı kanunla vadeli işlemler 1.1.2006 tarihinden itibaren Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde "diğer gelir ve iratlar" tanımına alınmış ve elde edilecek kazançlar % 15 stopaja tabi hale gelmiştir. Vadeli İşlemler Borsasını teşvik amacıyla, bu borsada yapılan vadeli işlemler üzerindeki stopaj oranı 1.1.2007 tarihine kadar % 0 olarak uygulanacaktır.

4. İzmir Vadeli İşlemler Borsası'nın gelişimini gözönünde tutarak, spot piyasaların merkezi olması açısından İMKB'de de Döviz, Endeks Future ve Opsiyon kontratlarının uygulamaya alınması: Spot ve türev piyasaların farklı borsalar bünyesinde faaliyet göstermesi dünya genelinde yaygın bir uygulama değildir. Aksine, aşağıdaki tabloda da görülebileceği üzere, dünya geneline bakıldığında bir çok ülke uygulamasında spot ve vadeli piyasaların tek bir borsa çatısı altında faaliyet gösterdikleri görülmektedir.

Tablo 4: Spot ve Türev Piyasaları Birleşen Borsalar

Ülke	Borsalar (Spot-Türev)	Birleşme Tarihi
Avusturya	Viyana Borsası (spot) - ÖTOB (türev)	Aralık 1997
Belçika	Brüksel Borsası (spot) - Belçika Vadeli ve Opsiyonlu İşlemler Borsası (türev)	Mayıs 1999
Finlandiya	Helsinki Menkul Kıymetler Borsası (spot) - SOM (türev)	Kasım 1997
Fransa	Paris Borsası (spot) - MIF SA (türev)	Aralık 1997
İtalya	İtalyan Borsası (Milano) (spot) - MIF Spa (türev)	Aralık 1999
Singapur	SES (spot) - SIMEX (türev)	Aralık 1999
İsveç	Stockholm Borsası (spot) - OM Stockholm AB (türev)	Ocak 1998
Hollanda	Amsterdam Borsası (spot) - Avrupa Opsiyon Borsası (türev)	Ocak 1997
Hollanda	Amsterdam Borsası (spot) - Tarım Ürünleri Vadeli İşlemler Borsası (türü)	Şubat 1997

Tablo 5: Spot ve Türev Piyasaları Aynı Çatı Altında Oluşturulan Borsalar

Ülke	Borsa	Başlama Yeri
Almanya	Deutsche Börse AG-DTB	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Arjantin	Buenos Aires Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Avustralya	Avustralya M.K.B.	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Brezilya	Sao Paolo M.K.B.	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Kanada	Toronto Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Kanada	Montreal Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Şili	Santiago Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Macaristan	Budapeşte M.K.B.	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Hindistan	Bombay Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
İsrail	Tel-Aviv Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Polonya	Varşova Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Japonya	Tokyo Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Japonya	Osaka Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Çin	Shenzhen Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Rusya	MICEX	Aynı Çatı Altında Başlamıştır
Danimarka	Kopenhag Borsası	Aynı Çatı Altında Başlamıştır

İstisna olan A.B.D. ve İngiltere’de ise türev ürün borsaları çok uzun zaman emtia borsaları olarak faaliyet göstermiş, finansal türevlere ise daha sonra geçilmiştir. Kanada ve Çin gibi ülkelerde ise sadece emtia türevleri ayrı borsalarda işlem görmektedirler. Malezya örneğinde ise spot ve türev ürünler ayrı yapıda olmalarına rağmen her ikisi de doğrudan Maliye Bakanlığı’na bağlı olup aynı bina içinde faaliyet göstermektedirler.

A.B.D’de Şikago’da faaliyet gösteren türev piyasaları dışında, hemen tüm ülkelerde finansal spot ve türev piyasalar (ortak veya farklı yapıda olanlar), ülkelerin "finansal merkez" olarak tanınan kentlerinde faaliyet göstermektedirler. Farklı kentlerde faaliyet gösterenler daha çok küçük yerel emtia borsalarıdır. A.B.D’de ise ülkenin genişliği göz önünde bulundurulduğunda New York’un yanı sıra Şikago ikinci bir finansal merkez konumundadır. Dünya’da bunun başka bir örneği (ikinci bir finansal merkez) bulunmamaktadır.

5. Dünya uygulamalarının aksine ülkemizde Takasbank tarafından yürütülen birtakım faaliyetler olmasına rağmen ödünç verme işlemlerinin yaygın olmadığı ve Türev Piyasaların etkin bir şekilde işleyen bir ödünç piyasasına ihtiyaç duyacağı mutlak.

- Teminat oranlarının yüksek olmasının,
- Tam otomatize olmuş bir piyasanın olmamasının,

- Normal piyasaların sık olması nedeniyle açığa satışı ilişkin bilgilerin günlük olarak yayınlanmasının yarattığı tedirginliğin,

söz konusu duruma neden olduğu düşünülmektedir. İlave olarak 01.10.2003 tarihinde yürürlüğe girecek olan SPK'nın yeni ödünç menkul kıymet tebliğinde yer alan özkaynak oranının %100'ün altına düşer düşmez hemen tamamlanması ve bir margin hesabının çalıştırılmamasının da ödünç almak isteyenler açısından isteksizlik yaratacağı düşünülmektedir. Bu itibarla,

1. Takasbank A.Ş. nezdinde, hisse senedi ödünç almak ve vermek isteyenlerin bu isteklerini sürekli olarak aktarabilecekleri, tüm aracı kurumlar hatta yatırımcılar tarafından izlenebilecek (örneğin veri dağıtım şirketlerinin veya Takasbank'ın ekranları aracılığıyla) şeffaf, organize ve serbest rekabet şartları altında çalışan tam otomatize olmuş devamlı bir ödünç kıymetler pazarının kurulması,

2. Bu pazarda, ödünç işleminin getirisinin ve süresinin alıcı ve satıcı arasında serbestçe belirlenmesinin sağlanması, Takasbank'ın sadece işlem hacmi üzerinden bir komisyon elde etmesi,

3. Ödünç işlemlerinde uygulanan teminat oranlarına ve margin hesaplamalarına işlerlik kazandırılması,

4. Ödünç işlemlerinin teşvik edilmesi için çeşitli çalışmalar yapılması ve bu kapsamda, şirket büyük ortaklarının hareketsiz duran tedavül edilebilir hisse senetlerinin ödünç pazarına alınabilmesi için şirket ortaklarına, kurumsal yatırımcılara ve yabancı yatırımcılar adına saklama hizmeti veren kurumlara teklif götürülmesi veya böyle bir imkanın varlığı konusunda bilgilendirilmeleri, ödünç menkul kıymet piyasasına işlerlik kazandırabilecektir.

3.A. Risk Dağıtıcı Ürün Örnekleri

3.A.1. Orta-Uzun Dönem Döviz/TL Future Kontrat

Genel Tanım ve Açıklama:

Vadeli İşlem sözleşmesi sözleşmenin taraflarına bugünden, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar döviz veya kıymeti alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir.

Vadeli İşlem sözleşmesinin yapıldığı tarihten itibaren vade sonuna veya pozisyonun kapatıldığı tarihe kadar her gün taraflar arasında tesis edilen teminat marjı

oranları çerçevesinde nakit transferi gerçekleşir. Vadeli piyasalarda işlemin gerçekleştiği anda, hem alıcı, hem de satıcı aldıkları pozisyonun değerinin belirli bir yüzdesi kadar teminatı (nakit ve nakit dışı) Takas Merkezi'ne yatırır.

Vade sonunda standartlaştırılmış şartlar çerçevesinde taraflar yükümlülüklerini, nakit uzlaşma veya fiziki teslimat yoluyla yerine getirirler. Vadeli işlem sözleşmesinde taraflar birbirine karşı değil, piyasanın takas işlemlerini gerçekleştiren Takas merkezine karşı sorumludur. Bu nedenle, tarafların karşı tarafın kredi riskiyle uğraşmaları gerekmemektedir.

Ülkemizde 2001 yılındaki devalüasyondan sonra, dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte, vadeli döviz işlemlerinin gelişimi özellikle TCMB tarafından teşvik edilmiştir. Bu çerçevede, Ağustos 2001'den itibaren, IMKB bünyesinde vadesi 4 aya kadar olan döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü bir vadeli işlemler piyasası islerliğe kavuşturulmuştur. Ancak, günümüze kadar IMKB nezdindeki vadeli işlemler piyasası yeterli görülebilecek bir işlem hacmine ulaşmaktan çok uzak kalmıştır.

Belirtilmesi gereken bir başka husus da organize olmayan, tezgah üstü piyasada son on yılda vadeli döviz işlemlerinin yapılmakta olduğudur. Bu tür işlemlerde bankalar arası piyasada teminat sistemi yoktur. Müşterilere uygulanan teminatlar da daha esnek bir yapıya sahiptir.

Ürüne Duyulan İhtiyaç:

Bu tür ürünler dünya finansal piyasalarında temel taşı denebilecek bir konuma sahiptir ve döviz bazlı vadeli işlemler özellikle dalgalı kur rejiminin uygulandığı ülkelerde gelişmiştir. Her ne kadar Bank for International Settlements Eylül 2003 raporuna göre organize borsalar bünyesinde işlem görmekte olan döviz vadeli işlem sözleşmeleri hacim olarak toplam türev piyasaların sadece % 1'i civarında ise de ülkemize benzer özellikler taşıyan gelişmekte olan ülkelere Brezilya'da günlük işlem hacminin 3 milyar dolar civarında olması dalgalı kur rejiminin uygulandığı ülkemizde de döviz vadeli işlem sözleşmelerinin önemli işlem hacmine ulaşabileceğine işaret etmektedir. Ülkemizin ekonomik konjonktürü göz önüne alındığında bu piyasadaki potansiyel yatırımcıları 5 gruba ayırabiliriz.

Potansiyel Yatırımcılar
<ul style="list-style-type: none">• Bankalar• Banka dışı finansal kesim• Şirketler• Gerçek kişiler• Yabancı yatırımcılar

Yatırım Nedenleri
<ul style="list-style-type: none">• Kur riskini minimize etmek

İşlevsellik İçin Gerekli Hedefler:

- Yatırımcı grupları arasında özellikle şirketler, gerçek kişiler ve kurumsal yatırımcılara yönelik bir çaba gösterilmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Bankalar bu aşamada bu piyasalar hakkında en çok bilgisi olan grup olsa bile müşterileri tarafından bir talep gelmeden kendi aralarındaki işlemlerle bu piyasaları derinleştiremedikleri görülmüştür.
- Yabancı yatırımcılar ve banka dışı finansal kesim de piyasa derinleşmeden önce işlem yaparak likidite riski almaya yanaşmamaktadır.
- Şirketler açısından fiyat risklerinden korunma kültürünün arzu edildiği ölçüde gelişmemiş olması piyasanın önündeki engellerden birisidir.
- Gerçek kişiler açısından da genel bir bilgi eksikliği söz konusudur

İşlevsellik İçin Öneriler:

- Şirketlere yönelik, fiyat risklerinden korunma yöntemleri hakkında bilgilendirme toplantıları
- Özellikle küçük boyutlu şirketler için bu tür işlemlerin muhasebeleştirilmesine yönelik teknik yardım
- Bankaların, müşterilerle çalışan personellerinin bu ürünler hakkındaki bilgilerinin derinleştirilmesine yönelik bir eğitim çabası içine girmeleri
- Gerçek kişiler için de yine bir bilgilendirme kampanyasına girilmesi, görsel ve yazılı medya araçlarının daha yoğun kullanılarak piyasa tanımının yapılması.

Ulaşılabilecek Piyasa Büyüklüğü:

Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben İMKB vadeli işlemler piyasasının 2-3 milyar dolar büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalamasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

3.A.2. Kısa-Orta Dönem İMKB Endeks Future Kontrat

Genel Tanım ve Açıklama:

Ülkemizde 6 Aylık İMKB Endeks Future Kontrat sözleşmelerinin piyasası henüz açılmamış olduğundan alım-satımı henüz mümkün değildir.

İMKB bünyesinde faaliyet gösteren ve henüz sadece döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü piyasanın yanında, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaların oluşturulması çalışmaları, hem İMKB hem de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş ("VOB") tarafından sürdürülmektedir.

2002 yılı içinde çalışmalarına başlayan ve en kısa sürede faaliyete geçmesi planlanan VOB'da işlemler, ilk olarak pamuk ve buğday sözleşmeleri ile başlayacak olup, daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu'nun izni ile finansal göstergelere dayalı sözleşmelerin kote edilmesi planlanmaktadır. Ülkemizin finansal merkezi olan İstanbul'dan ve spot piyasaların merkezi olan İMKB'den bağımsız oluşturulması düşünülen bu yapının ne kadar etkin olabileceği sorgulanmaktadır.

Ürüne Duyulan İhtiyaç:

Ülkemizin ekonomik konjonktürü göz önüne alındığında, bu piyasadaki potansiyel yatırımcıları 4 gruba ayırabiliriz.

İşlevsellik İçin Gerekli Hedefler:

Potansiyel Yatırımcılar	Yatırım Nedenleri
<ul style="list-style-type: none">• Yabancı Fonlar• Türk Şirketler• Sigorta Şirketleri• Relatif Değer Fonları	<ul style="list-style-type: none">• Piyasa Riskini Dağıtmak• Piyasa Pozisyonu Almak

a. SPK ve İlgili Borsa Boyutu - Prosedürlerin Hızlandırılması:

- Endeks Future Kontrat sözleşmelerinin, ülkemizin finansal merkezi olan İstanbul'da, İMKB nezdinde başlatılması için gereken düzenlemelerin yapılması.
- İMKB vadeli işlemler piyasa yönetmeliğine geçici olarak eklenen ve yetkilerini, açılmasını takiben, VOB'a devreden geçici hükmün kaldırılarak, endeks

vadeli işlemlerinin VOB ve İMKB tarafından birlikte ve eş zamanlı olarak yürütülmesi.

- Bu bağlamda, İMKB iç yönetmelikleri ve düzenlemelerinin tamamlanmasını takiben uygun takas merkezinin seçilerek, takas mevzuatının ve kurallarının düzenlenmesi.
- Gerekli hazırlıkların yapılmasını takiben, Endeks future kontratlarının işlevlik kazanabilmesi için VOB ve İMKB nezdinde Endeks işlemlerinin biran önce başlatılması.
- Piyasa yapıcılar için belirlenecek olan limitler ve şartların mevcut piyasa koşullarına göre ayarlanması.
- İşlemlerin muhasebeleştirilmesinde ve vergilenmesine standartlar getirilmesi.

b. Piyasaların Eğitilmesi – Yatırımcı Boyutu

- Yatırımcıların vadeli işlemler ve endeks işlemleri kullanım faydaları açısından bilgilendirilmesi gereklidir.
- Kurumsal yatırımcılar ödünç piyasası ve getirileri hakkında bilgilendirilmelidir.

c. Piyasaların Eğitilmesi - Piyasa Yapıcılar Boyutu

- Üye şirketlerin teorik ve pratik eğitilmesi gereklidir
- İMKB nezdinde üniversite öğretim üyelerinin katılımı ile teorik eğitim uygulamaları düzenlenmelidir
- Alım - Satım işlemlerinin ve sisteminin pratik olarak kavranmasını sağlayacak uygulamalı eğitimler programlanmalıdır
- Vadeli işlemler sırasında tutulan açık pozisyonların teminatlandırılmasında makul limitlerin uygulanması gereklidir

d. Teminatlar - Ödünç Menkul Kıymet Mekanizması

- Şu anda yürürlükte olan ödünç hisse senedi mekanizması Vadeli İşlem Piyasaları için uygun değildir ve bu piyasalar için yeni bir yapı kurgulanması gerekmektedir
- Ödünç vadesinin uzatılması gerekmektedir
- Ödünç mekanizmasında istenen %100 nakit + %100 menkul kıymet teminat uygulamalarının makul seviyelere çekilmelidir

- Kurumsal Yatırımcının ödünç piyasası hakkında mutlaka bilgilendirilmesi, ödünç menkul kıymet sağlamaya teşvik edilmesi gereklidir.

e. Maliyet Boyutları - Vergi Teşvikleri

- Future kontratlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi konusunda vergi mevzuatında herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Vergi mevzuatında gerekli düzenlemelerin yapılması ve olası vergi teşviklerin yatırımcılara sağlanması gerekmektedir.

Ulaşılabilir Piyasa Büyüklüğü:

Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben endeks future kontrat piyasasının en az günlük 75 milyon dolar büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalamasının mümkün olduğu düşünülmektedir. Gelişmiş piyasalar izlendiğinde, vadeli işlem borsası hacimlerinin neredeyse spot piyasa işlem hacimlerine eşdeğer miktarda olduğu göze çarpmaktadır. Endeks işlemlerinin açılmasını takiben oluşturulacak ve kullanıma sunulacak optimal bir ürün portföyü ile vadeli işlem piyasası hacimlerinin spot piyasalara erişmesi yüksek bir olasılıktır.

Tablo 6: RISK DAĞITICI ÜRÜNLERİN İŞLEVSEL OLABİLMESİ İÇİN YAPILMASI GEREKENLER ÖZET TABLOSU

Orta-Uzun Dönem Döviz/TL Future Kontrat

- İşlevsellik İçin Gerekli Hedefler**
- Yatırımcı grupları arasında özellikle Şirketler, Gerçek Kişiler ve Kurumsal Yatırımcılara yönelik bir çaba gösteri gerektiğini düşünmekteyiz. Bankalar bu aşamada bu piyasalar hakkında en çok en çok grup olsa bile, müşteri tarafından bir talep gelmeden kendi aralarındaki işlemlerle bu piyasaları derinleştiremedikleri görülmüştür.
 - Yabancı yatırımcılar ve Banka dışı finansal kesim de piyasa derinleşmeden önce işlem yaparak likidite riski almaya yanaşmamaktadır.
 - Şirketler açısından fiyat risklerinden korunma kültürünün arzu edildiği ölçüde gelişmemiş olması piyasanın önündeki engellerden birisidir.
 - Gerçek kişiler açısından da, genel bir bilgi eksikliği söz konusudur.

İşlevsellik İçin Öneriler

- Şirketlere yönelik, fiyat risklerinden korunma yöntemleri hakkında bilgilendirme toplantıları
- Özellikle küçük boyutlu şirketler için, bu tür işlemlerin muhasebeleştirilmesine yönelik teknik yardım
- Bankaların, müşterilerle çalışan personellerinin bu ürünler hakkındaki bilgilerinin derinleştirilmesine yönelik bir eğitim cabası içine girmeleri
- Gerçek kişiler için de, yine bir bilgilendirme kampanyasına girilmesi, görsel ve yazılı medya araçlarının daha yoğun kullanılarak piyasa tanımının yapılması.

- Ulaşılabilecek Piyasa Büyüklüğü**
- Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben İMKB vadeli işlemler piyasasının 2-3 milyar \$ büyüklüğünde bir pi hacmini yakalamasının mümkün olduğunu düşünmekteyiz.

Kısa-Orta Dönem İMKB Endeks Future Kontrat

a.SPK ve İlgili Borsa Boyutu (Prosedürlerin Hızlandırılması)

- Endeks Future Kontrat sözleşmelerinin, ülkemizin finansal merkezi olan İstanbul'da, İMKB nezdinde başlatılması için gereken düzenlemelerin yapılması.
- İMKB vadeli işlemler piyasa yönetmeliğine geçici olarak eklenen ve yetkilerini, açılmasını takiben, VOB'a devreden geçici hükmün kaldırılarak, zaten bu konuda yeterli altyapı, piyasa bilgisi ve beceriye sahip olan İMKB'nin endeks vadeli işlem hazırlıklarına başlatılmasını sağlanması.

b.Piyasaların Eğitilmesi

(Yatırımcı Boyutu)

c.Piyasaların Eğitilmesi

(Piyasa Yapıcılar Boyutu)

d.Teminatlar-Ödünç

Menkul Kıymet

Mekanizması

e.Maliyet Boyutları-Vergi

Teşvikleri

f.Ulaşılabilir Piyasa

Büyüklüğü

- Bu bağlamda, İMKB iç yönetmelikleri ve düzenlemelerinin tamamlanmasını takiben uygun takas merkezinin seçilerek, takas mevzuatının ve kurallarının düzenlenmesi.
- Gerekli hazırlıkların yapılmasını takiben, Endeks future kontratlarının işlevlik kazanabilmesi için İMKB nezdinde Endeks işlemlerinin biran önce başlatılması, işlemlerin muhasebeleştirilmesinde ve vergilenmesine standartlar getirilmesi.
- Piyasa yapımcılar için belirlenecek olan limitler ve şartların mevcut piyasa koşullarına göre ayarlanması.
- VOB'un vadeli işlemler konusunda bir emtia borsası haline dönüştürülmesi ve gerekli altyapı için İMKB'den destek alınması.
- Yatırımcıların vadeli işlemler ve endeks işlemleri kullanım faydaları açısından bilgilendirilmesi gereklidir.
- Kurumsal yatırımcılar ödünç piyasası ve getirileri hakkında bilgilendirilmelidir.
- Üye şirketlerin teorik ve pratik eğitilmesi gereklidir
- İMKB nezdinde üniversite öğretim üyelerinin katılımı ile teorik eğitim uygulamaları düzenlenmelidir.
- Alım - Satım işlemlerinin ve sisteminin pratik olarak kavranmasını sağlayacak uygulamalı eğitimler programlanmalıdır.
- Vadeli işlemler sırasında tutulan açık pozisyonların teminatlandırılmasında makul limitlerin uygulanması gereklidir.
- Şu anda yürürlükte olan ödünç hisse senedi mekanizması Vadeli İşlem Piyasaları için uygun değildir ve bu piyasalar için yeni bir yapı kurgulanması gerekmektedir.
- Ödünç vadesinin uzatılması gerekmektedir.
- Ödünç mekanizmasında istenen %100 nakit + %100 menkul kıymet teminat uygulamalarının makul seviyelere çekilmelidir.
- Ödünç sözleşmesinin yapılması sırasında istenilen BSMV (%5) tutarın kaldırılması uygun olabilir
- Kurumsal Yatırımcının ödünç piyasası hakkında mutlaka bilgilendirilmesi gerekmektedir.
- Future kontratlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi konusunda vergi mevzuatında herhangi bir düzenleme düzenleme bulunmamaktadır. Vergi mevzuatında elde edilen gelirlerin vergilendirilmesine yönelik düzenlemeler yapılması ve olası vergi teşviklerin yatırımcılara sağlanması gerekmektedir.
- Gerekli düzenlemelerin yapılmasını takiben endeks future kontrat piyasasının en az günlük 50 milyon \$ büyüklüğünde bir piyasa hacmini yakalamasının mümkün olduğunu düşünmekteyiz.

B Ö L Ü M

EKLER

4. EKLER

4.A. Ek-1: İncelenen Ürünlerin Mevcut Durumu

4.A.1. Kısa Dönem Tl Bazında Finansman Bonosu

Yürürlükteki Durum:

a. Maliyetler:

- İhraç edilecek finansman bonosunun faiz gideri,
- Satış öncesi ihraç edilen nominal değer %0.3'ü Kayda Alma Ücreti olarak Kurul hesabına yatırılmaktadır,
- Banka garantisi veya kredi taahhüdü komisyonu %2'dir,
- Aracı Kurum Komisyonu %1-2,
- Damga Vergisi %0.75,
- Kurul kaydı sonrası Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'de ilan masrafları vardır,
- Halka Arz yolu ile satışlarda, aracı kurum kullanma zorunluluğu ve sirküler yayınlanması için gazete ilan masrafları vardır.

b. İhraç Limiti:

- Tebliğ ve 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu kararınca halka açık anonim ortaklıkların tahvil ihraç limitleri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:
- Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç limitlerinin hesaplanmasında, hesap dönemi içerisinde artırdıkları sermaye miktarı ve genel kurulca onaylanmış son bilançodaki yedek akçeler dikkate alınmaz.

I.	Genel Kurul onayından geçmiş son yıllık bilanço veya bağımsız denetimden geçmiş ara bilançodaki ödenmiş / çıkarılmış sermaye
II.	Genel Kurulca onaylı son mali tablolardaki yedek akçeler
III.	Genel Kurulca onaylı son mali tablolardaki YDDAF
IV.	I + II + III
V.	Zararlar
VI.	Bakanlar Kurulu Kararı çerçevesinde tahvil ihraç sınırı = (IV-V) x (6 veya 3 veya 1)
VII.	(-) Tedavüldeki tahviller ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri
VIII.	Tahvil İhraç limiti (VI-VII)

c. Genel:

- Denetlenmiş mali tablolarına göre son yılda net dönem karı elde eden şirketlerde yukarıda hesaplanan tutarın 6 katına kadar, net dönem karı olmaması durumunda ise 3 katına kadar ihraç yapılabilir,
- Ana sözleşmede uygun hükmün bulunması ve genel kurul kararı gerekir. İhraç yetkisi ana sözleşme ile yönetim kuruluna bırakılabilir,
- Çıkarılan finansman bonoları tamamen satılmadıkça yada satılmayanlar iptal edilmedikçe yenileri çıkartılamaz,
- Kayda alınan bonoların satışı 1 sene içinde gerçekleşmelidir. Halka arzda satış süresi vadenin 1/4'ünü aşamaz.

d. Denetim ve Bilgi Verme Yükümlülükleri

- Halka arz edilmek üzere finansman bonosu ihraç eden ihraççılar, finansman bonolarının tedavülde bulunduğu yıllara ait bilançolarını, gelir tablolarını, yönetim ve denetleme kurulu raporlarını, SPK'nın ilgili tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlemek, ilan etmek ve Kurul'a göndermek zorundadırlar,
- SPK, finansman bonolarını kayda aldığı ihraççıların hesap ve işlemlerini Kanunun ilgili maddeleri uyarınca denetleyebilir,
- Yatırım kararlarını ve sermaye piyasası aracının (bonoların) değerini etkileyecek her türlü bilgi ve değişikliklerin ilgili Tebliğ hükümleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur. (Örneğin sermaye yapısına, yönetimin kontrolüne, varlık alımı-satımına, faaliyetlere, yatırımlara, mali yapıya, idari konulara ilişkin değişiklikler.)

e. Alıcı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Alıcılar İçin Vergi Yükümlülükleri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir:

	Tam Mükellef Kurum	Tam Mükellef Gerçek Kişi
Faiz Gelirleri		
Stopaj + Fon	12.0 %	12.0 %
Kurumlar Vergisi + Fon	30 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 12 Milyar ise beyan zorunluluğu*
Alım / Satım Kazançları		
Kurumlar Vergisi + Fon	30 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 10 Milyarı aşan kısım beyan edilir

* TL cinsinden olanlarda enflasyon indirimi uygulanır.

f. İhraççı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Finansman bonoları için ödenen faiz finansman gideri olarak kabul edilmektedir,
- Finansman giderlerinin bir kısmı (yaklaşık %20'si) Kanunen Kabul Edilmeyen Gider olarak değerlendirilerek vergiye tabi hale getirilir.

g. Muhasebeleştirme

- Mevcut tek düzen hesap düzeni kuralları doğrultusunda muhasebeleştirilir.

h. İkinci El Piyasası

- Finansman bonolarının ikinci el piyasada alım/satım işlemleri serbesttir
- Emre yazılı olanların tedavülü için "beyaz ciro" yapılması yeterlidir.

4.A.2. Orta-Uzun Dönem Döviz Bazında Tahvil

Yürürlükteki Durum:

a. Maliyetler:

- SPK Kanununa göre tahvil ihraçlarında tahvil basma yükümlülüğü maliyet yaratıcı bir etkidir,
- İhraç edilecek tahvil faiz gideri,
- Satış öncesi ihraç edilen nominal değer %0,2'ü Kayda Alma Ücreti olarak Kurul hesabına yatırılmaktadır,
- Aracı Kurum Komisyonu (büyüklüğe bağlı olarak tespit edilir),
- Damga Vergisi % 0,6 (kefalet olması halinde %0,75).
- Kurul kaydı sonrası Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'de ilan masrafları,
- Halka Arz yolu ile satışlarda, aracı kurum kullanma zorunluluğu ve sirküler yayınlanması için gazete ilan masrafları vardır.

b. İhraç Limiti:

- Tebliğ ve 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu kararınca halka açık anonim ortaklıkların tahvil ihraç limitleri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:
- Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç limitlerinin hesaplanmasında, hesap dönemi içerisinde artırdıkları sermaye miktarı ve genel kurulca onaylanmış son bilançodaki yedek akçeler dikkate alınmaz.

I.	Genel Kurul onayından geçmiş son yıllık bilanço veya bağımsız denetimden geçmiş ara bilançodaki ödenmiş / çıkarılmış sermaye
II.	Genel Kurulca onaylı son mali tablolardaki yedek akçeler
III.	Genel Kurulca onaylı son mali tablolardaki YDDAF
IV.	I + II + III
V.	Zararlar
VI.	Bakanlar Kurulu Kararı çerçevesinde tahvil ihraç sınırı = (IV-V) x (6 veya 3 veya 1)
VII.	(-) Tedavüldeki tahviller ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri
VIII.	Tahvil İhraç limiti (VI-VII)

c. Genel

- Denetlenmiş mali tablolarına göre son yılda net dönem karı elde eden şirketlerde yukarıda hesaplanan tutarın 6 katına kadar, net dönem karı olmaması durumunda ise 3 katına kadar ihraç yapılabilir, (Bu hükmün yabancı para cinsinden ihraç için standartlarının tespit edilmesi gereklidir.)
- Ana sözleşmede uygun hükmün bulunması ve genel kurul kararı gerekir. İhraç yetkisi ana sözleşme ile yönetim kuruluna bırakılabilir,
- İhraç öncesi izahname ve sirküler çıkarılması mecburidir. İzahname ve sirkülerin mevzuatın ve Kurulun öngördüğü bilgileri içermesi gereklidir,
- Satılmayan tahviller noter huzurunda imha edilir.
- Kayda alınan bonoların satışı 1 sene içinde gerçekleşmelidir. Halka arzda satış süresi vadenin 1/4'ünü aşamaz.

d. Denetim ve bilgi verme yükümlülükleri

- Halka arz edilmek üzere finansman bonosu ihraç eden ihraççılar, finansman bonolarının tedavülde bulunduğu yıllara ait bilançolarını, gelir tablolarını, yönetim ve denetleme kurulu raporlarını, SPK'nın ilgili tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlemek, bağımsız denetim kurumlarına denetletmek, ilan etmek ve Kurul'a göndermek zorundadırlar,
- SPK, finansman bonolarını kayda aldığı ihraççıların hesap ve işlemlerini Kanunun ilgili maddeleri uyarınca denetleyebilir,
- Yatırım kararlarını ve sermaye piyasası aracının (bonoların) değerini etkileyebilecek her türlü bilgi ve değişikliklerin ilgili Tebliğ hükümleri

çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur. (Örneğin sermaye yapısına, yönetimin kontrolüne, varlık alımı-satımına, faaliyetlere, yatırımlara, mali yapıya, idari konulara ilişkin değişiklikler.)

e. Alıcı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Alıcılar İçin Vergi

	Tam Mükellef Kurum	Tam Mükellef Gerçek Kişi
Faiz Gelirleri		
Stopaj + Fon	12.0 %	12.0 %
Kurumlar Vergisi + Fon	30 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 12 Milyar ise beyan zorunluluğu*
Alım / Satım Kazançları		
Kurumlar Vergisi + Fon	30 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 10 Milyarı aşan kısım beyan edilir

* TL cinsinden olanlarda enflasyon indirimi uygulanır.

f. İhraççı İçin

- Tahvil için ödenen faiz finansman gideri olarak kabul edilmektedir,

g. Muhasebeleştirme

- Mevcut tek düzen hesap düzeni kuralları doğrultusunda muhasebeleştirilir.
- İkinci El Piyasası
- Tahvillerin ikinci el piyasada alım/satım işlemleri serbesttir
- Emre yazılı olanların tedavülü için "beyaz ciro" yapılması yeterlidir.

4.A.3. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil

Yürürlükteki Durum:

a. Maliyetler:

- İhraççı halka açık şirketlerin bağımsız denetim yaptırma ve ilan yükümlülüklerine tabidir,
- Satış öncesi ihraç edilen nominal değerinin %0.2'ü SPK hesabına yatırılır,
- İhraç tutarı üzerinden MKTF (%0.1) ve Damga Vergisi (%0.6, kefalet olması durumunda %0.75) ödenecektir,

- Halka Arz yolu ile satış zorunlu olduğu için, aracı kurum komisyonu ve sirküler yayınlanması için gazete ilan masrafları,
- Aracı Kurum Komisyonu, (Yüklenim olması durumunda aracı kurum komisyonu artmaktadır.)
- Pazarlama yapılması durumunda bununla ilgili reklam, ilan vb. masrafları,
- Kurul kaydı sonrası Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'de ilan masrafları,
- Borsa'da işlem görmesi durumunda, İMKB kotasyon ücretleri,
- Vade sonunda/değişim sırasında değiştirilecek hisse senetleri ile ilgili ihraç maliyetleri, (Kurul kaydına alınma, hisse senedi basımı, gerekirse halka arz ile ilgili masraflar, vb.)
- SPK kayıt ücretinin 1/4'ü kadar eğitime katkı payı ödemesi ve aynı miktarda özel işlem vergisi ödemesi yapılmaktadır.

b. İhraç Limiti:

- Tebliğ ve 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu kararınca halka açık anonim ortaklıkların tahvil ihraç limitleri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

I.	Genel Kurul onayından geçmiş son yıllık bilanço veya bağımsız denetimden geçmiş ara bilançodaki ödenmiş / çıkarılmış sermaye
II.	Genel Kurulca onaylı son mali tablolardaki yedek akçeler
III.	Genel Kurulca onaylı son mali tablolardaki YDDAF
IV.	I + II + III
V.	Zararlar
VI.	Bakanlar Kurulu Kararı çerçevesinde tahvil ihraç sınırı = (IV-V) x (6 veya 3 veya 1)
VII.	(-) Tedavüldeki tahviller ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri
VIII.	Tahvil İhraç limiti (VI-VII)

- Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç limitlerinin hesaplanmasında, hesap dönemi içerisinde artırdıkları sermaye miktarı ve genel kurulca onaylanmış son bilançodaki yedek akçeler dikkate alınmaz.
- Denetlenmiş mali tablolarına göre son yılda net dönem karı elde eden şirketlerde yukarıda hesaplanan tutarın 6 katına kadar, net dönem karı olmaması durumunda ise 3 katına kadar ihraç yapılabilir.

- Ana sözleşmede uygun hükmün bulunması ve genel kurul kararı gerekir. İhraç yetkisi ana sözleşme ile yönetim kuruluna bırakılabilir.
- Tahvil ihraç başvurusu, bir yıllık bir dönem içinde yapılacak tahvil ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde yapılabileceği gibi her ihraç için ayrı ayrı da yapılabilir.

c. Genel:

- Halka SPK mevzuatına göre ihraççı şirketin halka açık olma zorunluluğu yoktur. Ancak hisse senedine değişim ile ilgili düzenlemeler Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği hükümlerince düzenlenmektedir,
- HDT vadeleri 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz,
- HDT'lerin faiz ödemeleri yılda bir defa kuponlara bağlı olarak yapılabilir,
- HDT'in hisse senetleriyle değiştirilmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir,
- İzah namede açıkça yer alması durumunda değişim işlemi vade bitimine bir kerede yapılabileceği gibi, ilk taksidi vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonuna, son taksidi ise HDT vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle de değiştirilebilir,
- HDT ihraçlarında en zor husus, değişim oranının yada değişim fiyatının belirlenmesidir. Özellikle halka açık olmayan şirketlerde bunun belirlenmesi en hassas konulardan birini oluşturmaktadır,
- Değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakları ortadan kalkar; itfada yalnız anapara ve işlemiş faizleri alabilirler. Değiştirme süresinin sonunda kalan hisse senetleri halka arz edilir.

d. Denetim ve bilgi verme yükümlülükleri

- HDT, SPK mevzuatına göre ihraç esasları (ihraç limiti, halka arz, denetim/bilgi verme yükümlülükleri, vb.) açısından diğer tahvillerin tabi olduğu esaslara tabidir,
- İhraççılar, HDT'in tedavülde bulunduğu yıllara ait bilançolarını, gelir tablolarını, yönetim ve denetleme kurulu raporlarını, SPK'nın ilgili tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlemek, ilan etmek ve Kurul'a göndermek zorundadırlar,

- SPK, HDT'lerini kayda aldığı ihraççıların hesap ve işlemlerini Kanunun ilgili maddeleri uyarınca denetleyebilir,
- Yatırım kararlarını ve sermaye piyasası aracının (HDT) değerini etkileyebilecek her türlü bilgi ve değişikliklerin ilgili Tebliğ hükümleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur. (Örneğin sermaye yapısına, yönetimin kontrolüne, varlık alımı-satımına, faaliyetlere, yatırımlara, mali yapıya, idari konulara ilişkin değişiklikler.)

e. Alıcı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Alıcılar İçin Vergi Yükümlülükleri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir:

	Tam Mükellef Kurum	Tam Mükellef Gerçek Kişi
Faiz Gelirleri		
Stopaj + Fon	12.0 %	12.0 %
Kurumlar Vergisi + Fon	30 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 12 Milyar ise beyan zorunluluğu*
Alım / Satım Kazançları		
Kurumlar Vergisi + Fon	30 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 10 Milyarı aşan kısım beyan edilir

* TL cinsinden olanlarda enflasyon indirimi uygulanır.

- Hisse senedi ile değiştirilmesi durumunda kazancın nasıl hesaplanacağı hususunda bir açıklık yoktur.

f. İhraççı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Kupon faizi finansman gideri olarak kabul edilir.
- Hisse senedi ile değiştirilmesi durumunda verilen hisse senetleri karşılığı nominal değer üzerinde ise emisyon primi olarak kabul edilir.
- Faiz üzerinden %3 KKDF

g. Muhasebeleştirme

- Mevcut tek düzen hesap düzeni kuralları doğrultusunda muhasebeleştirilir.
- Değişim sonrası muhasebeleştirme - Emisyon primi

h. İkinci El Piyasası

- HDT'nin ikinci el piyasada alım/satım işlemleri konusunda bir kısıtlama bulunmamaktadır.
- İkinci el piyasa işlemlerinde fiyat, şirket değerine ve HDT'nin değişim oranına göre belirlenecektir.
- Ancak halka açık olmayan şirketler için değer tespiti yoruma açık bir konu olacağından, ikincil piyasasının nasıl oluşacağı belirsizdir.

4.A.4. Orta-Uzun Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Yürürlükteki Durum:

a. Maliyetler:

- İhraççı halka Banka ve/veya finansman şirketleri;
 - 0.2% SPK kayıt ücreti - peşin ödenir.
 - 0.6% Damga vergisi
- Finansman şirketi banka ile garanti sözleşmesi yaparsa;
 - 0.75% Damga vergisi + 5% BSMV
- Finansman şirketi-Banka satış sözleşmesi;
 - 5% BSMV - satış komisyonu üzerinden alınır.
- SPK garanti sözleşmesi istediğinde damga vergisi + BSMV,
- SPK kayıt ücretinin %50'si kadar harç ödemesi yapılmaktadır

b. İhraç Limiti:

- İhraç olunacak VDMK'lerin halka arzı zorunludur.
- İhraç edilecek VDMK'in nominal değeri toplamı konu olan alacak portföyünün 90%'ını aşamaz.
- VDMK'lerde uygulanacak faiz oranı ve ödeme planı, ihraca dayanak teşkil eden alacakların vade yapısı ve getirileri dikkate alınmak ve vade uyumunu sağlamak kaydıyla ihraççı tarafından serbestçe belirlenir.

c. Denetim ve bilgi verme yükümlülükleri

- Yurtdışı örneklerinde bakıldığında ihraççı kurumun alacak portföyü ile ilgili gelişmeleri belirli aralıklarda yedi emin'e bildirmesi gerekmektedir.

- SPK menkul kıymet satışının kayda aldığı kuruluşların bu menkul kıymetlere ilişkin hesap işlemlerini Kanun uyarınca ayrıca denetler ve bu kuruluşlardan menkul kıymetlerin izlenmesine dair her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir.
- İlgili kuruluşlar her ayın bitimini izleyen 10 gün içinde söz konusu aya ait ödemeleri gösterir tabloyu Kurul'a gönderirler.

d. Alıcı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Alıcılar İçin Vergi Yükümlülükleri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir:

	Tam Mükellef Kurum	Tam Mükellef Gerçek Kişi
Faiz Gelirleri		
Stopaj + Fon	13.2 %	13.2 %
Kurumlar Vergisi + Fon	33 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 12 Milyar ise beyan zorunluluğu*
Alım / Satım Kazançları		
Kurumlar Vergisi + Fon	33 %	–
Beyan Yükümlülüğü		> 10 Milyarı aşan kısım beyan edilir

* TL cinsinden olanlarda enflasyon indirimi uygulanır.

e. İhraççı İçin Vergi Yükümlülükleri

- Finansman şirketi banka ile garanti sözleşmesi yaparsa damga vergisi (0,75%) öder,
- Satış sözleşmesi içinde ayrıca 5% BSMV, satış komisyonu üzerinden ödenmektedir.

f. Muhasebeleştirme

- SPK ayrı muhasebe tutulmasını zorunlu kılmaktadır.

g. İkinci El Piyasası

- İkinci el piyasada alım satım serbesttir.

4.A.5. Orta-Uzun Dönem Future Kontrat

Yürürlükteki Durum:

a. İşleyiş Esasları:

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem gören döviz üzerine vadeli işlem sözleşmesinin standart unsurları Borsa tarafından aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

- Sözleşme Büyüklüğü: 100,000 \$
- Sözleşme Vadesi: En yakın ay ve Mart döngüsünün ilk ayı.
- Fiyat Adımı: 1,000 TL
- Fiyat Marjı: % 20
- Başlangıç Teminatı: 30 Milyar TL
- Sürdürme Teminatı: Başlangıç Teminatının %80'i

Sürekli müzayede yönteminin uygulandığı sistemde, 10:00-12:00 ve 13:00-14:00 saatleri arasında kesintisiz tek bir seans yapılmakta olup, 12:00-13:00 arasında öğle arası verilmektedir. Seansın sona ermesinden sonra piyasada alımı satımı yapılan sözleşmeler üzerinden kar-zarar hesaplanmasında esas teşkil edecek olan uzlaşma fiyatı ise saat 14:15 itibariyle açıklanmaktadır. Uzlaşma fiyatı, kapanış aralığında gerçekleşen en az 5 işlemin miktar ağırlıklı ortalamasıdır. Kapanış aralığı ise uzlaşma fiyatına esas olacak işlemlerin gerçekleştiği zaman aralığı olup, normal seansın son 15 dakikasıdır.

Uzlaşma fiyatı hesaplaması için yeterli sayıda işlem olmamışsa hesaplanan uzlaşma fiyatı Uzlaşma Komitesi'nin uygun görüşü alınarak ilan edilir. Normal seansta hiç işlem olmaması durumunda ise bir önceki seansın uzlaşma fiyatı en son uzlaşma fiyatı olarak alınır. Uzlaşma Komitesi söz konusu fiyatı değiştirmeye yetkilidir.

Sözleşme bazında teminatlandırma yönteminin uygulandığı sistemde, pozisyon almak üzere yatırılması gereken teminat, sözleşme büyüklüğünün yaklaşık % 20'sine karşılık gelen 30 Milyar TL'dir. Yayılma pozisyonu alınması (bir vadede uzun diğer vadede ise kısa pozisyon alınması) durumunda ise bu teminatın yarısı kadar bir miktarın, yani 15 Milyar TL'nin başlangıç teminatı olarak yatırılması gerekmektedir.

Takasbank nezdinde açılan teminat hesapları gün sonunda oluşan uzlaşma fiyatı dikkate alınarak her gün sonunda piyasaya göre ayarlanmak suretiyle güncel-

leştirilmektedir. Hesaptaki teminat, başlangıçta yatırılan teminat seviyesinin % 80'ine veya daha altına düştüğü takdirde yatırımcıya "teminat tamamlama çağrısı" yapılmakta, teminatını yeniden başlangıç teminatı seviyesine çıkarması istenmektedir. Bu teminat çağrısı gün sonunda yapılabileceği gibi gerekli görüldüğü takdirde gün içinde de yapılabilmektedir.

b. Takas Esasları:

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda takas işlemleri İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından yapılmaktadır. Piyasada gerçekleştirilen işlemlerin takası Takasbank'ın garantisi altındadır. Gerçekleşen işlemlerin takası aynı gün (T+0) yapılmaktadır. Takas işlemleri nakit uzlaşma esasına göre gerçekleştirilmektedir.

Piyasa üyesi 30 Milyar TL'nin üzerinde teminatı olan her müşterisi ve kendisi için Takasbank nezdinde bir hesap açtırmak zorundadır. Takas üyesinin yatırdığı teminatlar nakit ve nakit dışı başlıkları altında takip edilmektedir. Yatırılan teminatın minimum % 30'unun nakit teminat şeklinde olması gerekmektedir. Nakit dışı teminat olarak ise sadece döviz ve dövize endeksli tahviller kabul edilmekte ve nakit dışı teminatlar 1'den küçük katsayılarla çarpılarak olası değer kayıplarına karşı önlem alınmaktadır. İşlem yapabilmek için yatırılan teminata ek olarak her müşterinin hesap açılmadan evvel, içeriği Borsa tarafından tespit edilen "Risk Taahhütnamesi"ni okuması ve imzalaması gerekmektedir.

c. Vergilendirme

- Future kontratların vergilendirilmesi konusunda vergi mevzuatında bir hüküm bulunmamaktadır. Kurumlar vergisi mükellefleri bakımından konu açık olmakla birlikte, bireysel yatırımcıların future kontratların alım satımından elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesi konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Gelir Vergisi Kanununda böyle bir kazanç tanımlanmadığı için future kontratların vergiye tabi olmadığı şeklinde görüşler bulunmaktadır.

d. Muhasebeleştirme

- Muhasebeleştirme açısından, normal tek düzen hesap düzeni kuralları doğrultusunda kullanılır.

e. Alternatif Piyasalar

- Yukarıda da belirtildiği gibi, organize olmayan tezgah ustası vadeli döviz piyasası son on yıldır işlevselliğini sürdürmektedir.

4.A.6. Kısa-Orta Dönem İMKB Endeks Future Kontrat

Yürürlükteki Durum:

a. Düzenlemeler

- Muhasebeleştirme, Vadeli İşlem Borsalarının kuruluş ve çalışma düzenlerine ilişkin yönetmelik, SPK tarafından 23/2/2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır,
- VOB'da alım-satım işlemlerinde faaliyet gösterecek aracı kurumlar için hazırlanan tebliğ ve muhasebeleştirme kuralları, 27/08/2001 tarihli ve 24506 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak işlevliğe geçmiştir,
- Ayrıca, VOB tarafından hazırlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Borsa Yönetmeliği" taslağı da 21 Ağustos 2003'de üye şirketlere, görüş ve önerilerinin alınması maksadı ile gönderilmiştir.

b. Maliyetler

- **Kurtaj:** Borsa üyeleri borsada aracı olarak yaptıkları her işlem için, müşterilerinden kurtaj adı altında bir komisyon alırlar. Kurtaj tarifesi, ilgili borsa'nın yönetim kurulu tarafından belirlenir ve SPK tarafından onaylanır,
- **Borsa Payı:** Borsa tarafından, borsa üyelerince gerçekleştirilen işlemler üzerinden; borsa üyesi, işlem ve sözleşme türü bazında yönetim kurulu tarafından belirlenen ve SPK tarafından onaylanan miktar veya oranda borsa payı alınır,
- **Takas Merkezi Ücretleri:** Vadeli işlem ve opsiyon sözleşme türü bazında takas işlemlerine uygulanacak ücret tarifesi, ilgili borsanın uygun görüşü alınarak takas merkezince belirlenir ve SPK'nın onayı ile yürürlüğe girer.

c. Sözleşmelerin Kotasyonu

- Yine, 3/2/2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak işlevlik kazanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esaslarını Hakkında Yönetmelik'e istinaden, sözleşmelerin kote edilmesine ilgili

borsa yönetim kurulu önerisi ile SPK karar vermektedir. Tüm İşlem Esasları ve sözleşmelerde bulunması gereken asgari unsurlara ise ilgili borsa yönetmeliği tarafından düzenlenecektir. Herhangi bir vadeli işlem sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar taslak yönetmelikte şu şekilde belirtilmektedir.

- | | |
|------------------------------------|----------------------------------|
| ✓ Sözleşme Büyüklüğü | ✓ Son İşlem Günü |
| ✓ Fiyat Adımı | ✓ Teslim Tarihi |
| ✓ Sözleşme Vadesi | ✓ Günlük Fiyat Hareket Limitleri |
| ✓ Uzlaşma Şekli | ✓ Kullanım Fiyatı |
| ✓ Uzlaşma Fiyatını Belirleme Şekli | ✓ Teminat Oran ve Tutarları |

d. İşlem Teminatları

- Sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesini sağlamak amacıyla borsa üyeleri, kendileri veya müşterileri adına açtıkları her pozisyon bazında teminat yatırmak zorundadırlar. Teminatlar ile ilgili esaslar ilgili borsanın uygun görüşü alınarak takas merkezi tarafından belirlenir. Bu teminatların kısa birer açıklamaları aşağıda verilmiştir.
 - a. **Başlangıç Teminatı:** Pozisyon açılırken, yatırılması zorunlu olan tutardır. Gün içinde tutulan pozisyonlar için de gerekli görülmesi durumunda başlangıç teminatı kısmen veya tamamen istenebilir,
 - b. **Sürdürme Teminatı:** Piyasadaki günlük fiyat hareketleri karşısında güncelleştirilen teminat tutarlarının koruması gereken alt düzeydir,
 - c. **Asgari Teminat:** SPK, piyasa koşullarındaki gelişmeleri dikkate alarak, gerektiğinde başlangıç ve sürdürme teminat oranlarına ya da tutarlarına asgari bir sınır getirebilir,
 - d. **Garanti Fonu:** Takas merkezi ilgili borsanın uygun görüşünü alarak, başlangıç ve sürdürme teminatı dışında, yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda kullanılmak amacıyla garanti fonu oluşturur ve buna ilişkin esasları düzenler.

e. Gözetim ve Denetim

- Borsa ve takas merkezi ile borsa üyelerinin her türlü işlem, hesap, kayıt ve defterleri SPK'nın gözetim ve denetimine tabidir. Borsa ve takas merkezi ile

borsa üyelerinin yetkilileri defter, belge ve kayıtlarını yetkili ve görevli denetim elemanlarına ibraz etmek ve istenen bilgileri vermek zorundadırlar,

- Borsa üyeleri ilgili mevzuat çerçevesinde düzenlemeleri gerekli olan mali tablo ve raporlarını üyesi buldukları borsa ve takas merkezine vermek zorundadırlar.

f. Muhasebe Esasları

- 27/08/2001 tarihli ve 24506 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin muhasebesine ilişkin usul ve esaslar hakkındaki tebliğ kapsamında, sözleşmelerin muhasebeleştirilmesine ilişkin esaslar sözleşmelerin kullanılış amacına bağlı olarak değişmektedir:
 - a. Korunma amaçlı sözleşmeler gelir tablosuna yansıtılırken, sözleşmenin değerinde meydana gelen değişimler ile riske maruz pozisyonun değerinde meydana gelen değişimler arasında bir denklik sağlanmaktadır,
 - b. Spekülasyon amaçlı işlem olarak kabul edilen sözleşmelerde ise, değerlendirilen sözleşmelerin değer değişiklikleri gerçekleştiği anda gelir veya gider hesaplarına alınır,
 - c. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için takas kurumuna verilmiş nakit teminatlar ise menkul kıymetler hesabında izlenir.

g. Muhasebe Esasları

- Takas merkezi, borsa bünyesinde oluşturulabileceği gibi, bir banka veya sadece takas işlemlerini yürüten bir takas kuruluşu da takas merkezi olarak görevlendirilebilir. Bu konuda düzenleme yapmaya ve karar vermeye ilgili borsanın görüşünü alarak SPK yetkilidir,
- Borsa dışında bir kurumun Takas Merkezi olarak seçilmesi durumunda, Takas Merkezi üyeliği şartları, yükümlülükleri ve üyelerin yetki seviyeleri ilgili borsanın uygun görüşü alınarak Takas Merkezi tarafından düzenlenir.

h. Piyasa Yapıcılığı

- Piyasa yapıcılar, sorumlu oldukları her vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi için, yönetim kurulunca belirlenen yetkiler çerçevesinde, çift taraflı alıŖ satıŖ kotasyonu vermek ve bu kotasyonlar doğrultusunda işlem yapmak zorundadırlar,

- Piyasa yapıcılığı yapılacak sözleşmeler ile piyasa yapıcılarını belirlemeye ilgili borsanın yönetim kurulu yetkilidir,
- Piyasa yapıcılığına ilişkin şartlar ilgili borsa yönetmeliğinde düzenlenir.

i. Ödünç Menkul Kıymet Uygulama Esasları

- Piyasa yapıcılar, Hisselerin ve Endeksin kısa vadede beklenen relatif performansları üzerinde yatırım yapmak isteyen yatırımcıların risklerini azaltmak amacıyla ödünç menkul kıymet ihtiyaçları olacaktır,
- Takasbank hizmetleri doğrultusunda teminat göstererek Hisse Senedi ödünç almak isteyen yatırımcıların talepleri, Hisse Senedi ödünç vermek isteyen yatırımcıların verdikleri kıymetler ile oluşturulan havuzdan karşılanmaktadır,
- Ancak, ödünç alma vadesi maksimum 1 aydır ve yatırımcının kullanabileceği üst limit sınırlarının aşılması gereklidir,
- Ödünç menkul kıymeti temin etmek isteyen yatırımcının;
 - a. %100 oranda nakit, ve
 - b. %100 oranda da menkul kıymet teminatı yatırması zorunludur.
- Sağlanan teminatın 1 ay içinde ödünç alınan menkul kıymetin %150'sinin altına düşmesi durumunda Takasbank çağrı yaparak teminatın tamamlanmasını isteyecektir.

j. Vergilendirme

Future kontratlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi konusunda vergi mevzuatında herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Vergi mevzuatında elde edilen gelirlerin vergilendirilmesine yönelik düzenlemeler yapılması ve olası vergi teşviklerin yatırımcılara sağlanması gerekmektedir.

4.B. Ek- 2: Ülke Karşılaştırmaları

Raporun bu bölümünde, Türkiye ile benzer yapısal özellikler gösteren ülkelerdeki sermaye piyasaları incelenerek, Türkiye için örnek olabilecek uygulamaların ortaya çıkarılması hedeflenmiştir. Bu çerçevede Güney Kore, Polonya, Brezilya ve sermaye piyasalarının gelişiminde referans ülke olarak alınan ABD piyasaları temel hatları ve ana ürünler bazında incelenmiştir.

4.B.1. Brezilya

1- Genel Bilgiler

Brezilya gerek toplumsal, gerekse ekonomik ve politik yapısı ile Türkiye'ye çok benzeyen bir ülke olmasına rağmen çok daha köklü ve gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir. Türkiye ile benzer ekonomik evreler geçiren Brezilya ithal ikamesine dayalı bir ekonomik sistemden 1990'li yıllarda serbest piyasa ekonomisine geçmiştir.

Brezilya hakkındaki bazı temel göstergeler aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

	1997	1998	1999	2000	2001
GSYİH (milyar US\$)	807,8	787,9	531,1	594,2	505,0
Kişi Başı Milli Gelir (US\$)	4,942	4,755	3,163	3,492	2,929
Enflasyon – 12 aylık tüketici enflasyonu (%)	7,5	1,7	20,0	9,8	10,4
Büyüme Hızı (%)	3,3	0,1	0,8	4,4	1,5

Kaynak: SPK, Ağustos 2004 verileri

Gerek ekonomik ve sosyal yapısı, gerekse politik yaklaşım açısından Türkiye ile büyük benzerlikler taşıyan ve son dönemlerde yabancı yatırımcılar tarafından adı Türkiye ile beraber anılan Brezilya'da finansal piyasalardaki enstrümanlar açısından çok daha zengin ve gelişmiş bir sermaye piyasası mevcuttur.

Brezilya sermaye piyasası uzun zaman iç piyasaya bağlı olarak büyümüştür. Bu büyümedeki en büyük sebep, yatırımcılara getirilen teşviklerin yanı sıra, çok ciddi bir kurumsal yatırımcı bazının oluşturulmuş olmasıdır. 1960'lardan itibaren oluşturulan emeklilik fonları yatırımlarını ağırlıklı olarak sermaye piyasalarına yapmışlardır. 2001 sonunda en büyük 9 özel emeklilik fonunun toplam varlıkları 1 milyar doların üzerindedir.

2- Sermaye Piyasası Ürünleri Ve Borsalar

Brezilya'da hem işlem hacmi, hem de ürün çeşitliliği açısından oldukça gelişmiş bir sermaye piyasası vardır. Spot piyasada hisse senetleri ve her türlü borçlan-

ma enstrümanları (bonolar, tahviller, değiştirilebilir tahviller, borçlanma senetleri, mevduat sertifikaları, vb.) ile efektif döviz işlemleri yapılırken, aynı derecede gelişmiş bir vadeli işlemler piyasası bulunmaktadır. İşlemlerin büyük kısmı organize borsalarda gerçekleştirilmektedir.

Vadeli işlemler 1970'lerin başında ortaya çıkmış ve 1979'da düzenlenmeye başlamıştır. Öncelikle hisse senedi işlemleri için başlamış olsa da, şu anda faiz ve kur üzerine olan türev ürünlerin işlem hacimleri diğer enstrümanlardaki işlem hacimlerinin üzerine çıkmıştır. Brezilya vadeli işlemlerde sadece gelişmekte olan ülkeler arasında değil, tüm dünyada en ön sıralarda yer almaktadır.

Tablo 7: BREZİLYA SERMAYE PİYASASINDA İŞLEM HACİMLERİ

		Günlük Ortalama İşlem Hacmi - 2002 Haziran (US\$ milyon)	Stok Miktarı-2002 Sonu (US\$ milyar)
SPOT Piyasalar	Devlet Tahvili	3,300	217
	Özel Sektör Borçlanma Senetleri	22	13
	Mevduat Sertifikası	100	23
	Hisse Senedi	237	145
	Efektif Döviz	400	-
BM&F	Faiz üzerine Vadeli Ürünler	9,272	55
	Diğer Vadeli Ürünler	2,680	9
	Kote Opsiyonlar	8	16
	Esnek Opsiyonlar	167	15
	Swaplar	200	56
CETIP	Swaplar	682	83
Diğer Borsalar	Kote Opsiyonlar	6	-/-

Spot işlemler için 1980'lere kadar iki tanesi ana borsa, kalanları yerel olmak üzere 9 adet borsa varken bu sayı 2000 yılında Sao Paulo'daki tek borsaya (BOVESPA) indirgenmiştir. Vadeli işlemler ise ağırlıklı olarak BM&F vadeli işlemler borsasında yapılmaktadır. Bu borsalar ve işlem gören ürünlerle ilgili detaylı bilgi ilerideki bölümlerde verilmektedir.

Borsaların yanı sıra Brezilya'da oldukça gelişmiş bir organize tezgah üstü piyasa bulunmaktadır. Tezgah üstü piyasalarda gerek hisse senedi, gerek kamu yada özel sektör sabit getirili menkul kıymetleri için SENN gibi elektronik uzlaştırma sistemleri ve CETIP gibi takas kuruluşları bulunmaktadır.

Spot Piyasalar ve Bovespa

1890'da kurulmuş olan Bolsa de Valores de Sao Paulo – BOVESPA (Sao Paulo Borsası) halen CVM'nin denetiminde kendi özel kuralları çerçevesinde işleyen özerk bir kurumdur. Brezilya piyasasında hisse senetleri ve sabit getiri menkul kıymetler işlemlerinin büyük kısmı BOVESPA'da gerçekleşmektedir.

Brezilya borsaları için en önemli gelişme 2000 yılında yaşanmıştır. Bu seneye kadar toplam 9 borsada hisse senedi ve sabit getiri menkul kıymetler işlemleri yapılmaktaydı. Bu borsaların en büyüğü toplam işlem hacminin %85'inin gerçekleştiği Bovespa iken, onun en büyük rakibi konumunda ise kuruluş tarihi Bovespa'dan 50 yıl daha eski olan Bolsa de Valores do Rio de Janerio – BVRJ (Rio de Janerio Borsası) bulunmaktaydı. BVRJ ve diğer yedi borsa SENN sistemi ile ortak işlem yapmaktaydılar.

1999-2000 yıllarında yaşanan finansal krizlerin ve düşen işlem hacimlerinin sonucu BVRJ'nin faaliyetleri Bovespa ile birleştirilmiş ve ülkede özel sektör menkul kıymetleri ile ilgili tüm işlemler Bovespa'nın faaliyetleri altında toplanmıştır.

HALKA AÇIK ŞİRKETLER

	1998	1999	2000	2001
Toplam halka açık şirket sayısı	1047	1028	995	979
Bovespa'da işlem gören şirket sayısı	527	478	459	428
Bovespa toplam piyasa değeri (US\$ mia)	160.9	228.5	225.5	185.4
Bovespa - Ortalama Günlük İşlem Hacmi (US\$ mia)	767	569	348	410

Kaynak: CVM, Bovespa Yıllık Rapor

Bovespa'da halka açık özel sektör şirketlerine ait tüm menkul kıymetlerin işlem gördüğü spot piyasanın yanısıra vadeli işlemler işlemler de yapılmaktadır. İşlemlerin %82.9'unu (2001 yılı) spot hisse senedi işlemleri oluştururken, kalan işlemler hisse senedi futureları, opsiyonlar, forward işlemler ve özel sektör tahvil ve bonoları işlemlerinden oluşmaktadır.

Brezilya şirketlerinin hisse senetlerinde önemli miktarda işlem ADR yolu ile NYSE'de gerçekleşmektedir. 2001 sonu itibarıyla NYSE'de 29 Brezilya şirketinin ADRları işlem görürken, bunların toplam yıllık işlem hacmi US\$40 milyarı bulmaktadır. Bu işlemlerin NSYE'e kayması, Brezilya borsalarında işlem hacminin azalmasına yol açmaktadır.

Bovespa'da işlem hacminin konsantrasyonu yüksektir. En yüksek işlem hacmine sahip ilk on hissenin toplam işlem hacmi içindeki payı 2000'de %51,72 iken, bu oran 2001'de %53,9'a yükselmiştir.

Bovespa'da işlem hacmini yaratan yatırımcı grupları arasında dengeli bir dağılım bulunmaktadır.

Tablo 8: BOVESPA'DA İŞLEM HACMİNİN DAĞILIMI (%) - Nisan 2003

Bireysel yatırımcılar	24.1	Çoğunlukla büyük yatırımcılar
Kurumsal yatırımcılar	26.9	Emeklilik fonları, yatırım fonları, yatırım kulüpleri
Yabancı yatırımcılar	23.4	
Halka açık ve diğer özel şirketler	4.2	
Finansal Kurumlar	20.7	Kendi hesaplarına
Diğer	0.4	

Kaynak: Bovespa, CVM

3. Ürünler ve Piyasalar

SPOT HİSSE SENEDİ PİYASASI

Tanım	Spot piyasada halka açık özel sektör şirketlerine ait hisse senetleri ile hisse senedi sahipliğine yol açan her tür makbuz yada benzer menkul kıymet alım yada satımı
İşlem Esasları/Yöntemleri	Brokerler aracılığıyla geleneksel Open Outcry veya elektronik işlem (Mega Borsa)
Takas Yöntemi	CBLC kanalıyla, fiziki yada kaydi olarak

VADELİ (Forward) HİSSE SENEDİ PİYASASI

Tanım	Spot piyasada işlem gören hisse senetlerinin minimum 12, maksimum 999 gün içindeki bir ileri tarihte işlem tarihinde belirlenen sabit bir fiyattan vadede alım yada satımı. Fiyat spot fiyatın üzerine eklenen/çıkarılan bir marj olarak ifade edilir.
İşlem Esasları/Yöntemleri	Brokerler aracılığıyla elektronik işlem
Takas Yöntemi	CBLC kanalıyla, fiziki yada kaydi olarak. Takas tamamen CBLC güvencesinde yapılmaktadır. Vade içinde belirli bir marjın bulundurma zorunluluğu vardır.

TEK HİSSE ÜZERİNE FUTURES PİYASASI

Tanım	Belirli bir referans fiyata göre günlük kazanç/kayıp netleştirilmesi yapılan future sözleşmeleri
İşlem Esasları/Yöntemleri	Brokerler aracılığıyla elektronik işlem
Takas Yöntemi	Son işlem gününde pozisyon kapatılmadıysa CBLC kanalıyla, fiziki olarak. Vade içinde belirli bir marjin bulundurma zorunluluğu vardır.

OPSİYON PİYASASI

Tanım	Bovespa'da 3 çeşit opsiyon sözleşmesi işlem görmektedir: IBOVESPA endeksi üzerine yazılan opsiyonlar, IBX –Brezilya endeksi üzerine yazılan opsiyonlar ve Bovespa tarafından izin verilen hisse senetleri (CBLC'nin web sitesinden açıklanmaktadır) üzerine yazılan opsiyonlar
İşlem Esasları/Yöntemleri	Brokerler aracılığıyla geleneksel Open Outcry veya elektronik işlem
Takas Yöntemi	CBLC kanalıyla, fiziki (önceden bildirilmek kaydıyla) yada kaydi olarak. Takas tamamen CBLC güvencesinde yapılmaktadır. Vade içinde belirli bir marjin bulundurma zorunluluğu vardır.

ÖZEL SEKTÖR TAHVİL PİYASASI – BOVESPA FIX

Tanım	Ağırlıklı olarak hisse senedi işlemlerine yönelmiş bir borsa olan Bovespa, genel eğilimler doğrultusunda özel sektör menkul kıymetlerine yönelik olarak yakın zamanda Bovespa FIX sistemi oluşturmuştur. Bu sistemde birincil piyasa işlemlerinin yapılmasına da izin verilmektedir. Piyasada Haziran 2003 itibariyle toplam 30 menkul kıymet işlem görmektedir.
İşlem Esasları/Yöntemleri	SISBEX (Kullanım hakları BVJR'den BM&F'e geçmiş bulunan sabit getirili menkul kıymet işlem platformu)
Takas Yöntemi	CBLC kanalıyla, fiziki yada kaydi olarak. Takas tamamen CBLC güvencesinde yapılmaktadır. Saklama işlemleri de CBLC tarafından kişi adına hesaplarda izlenerek yapılmaktadır.

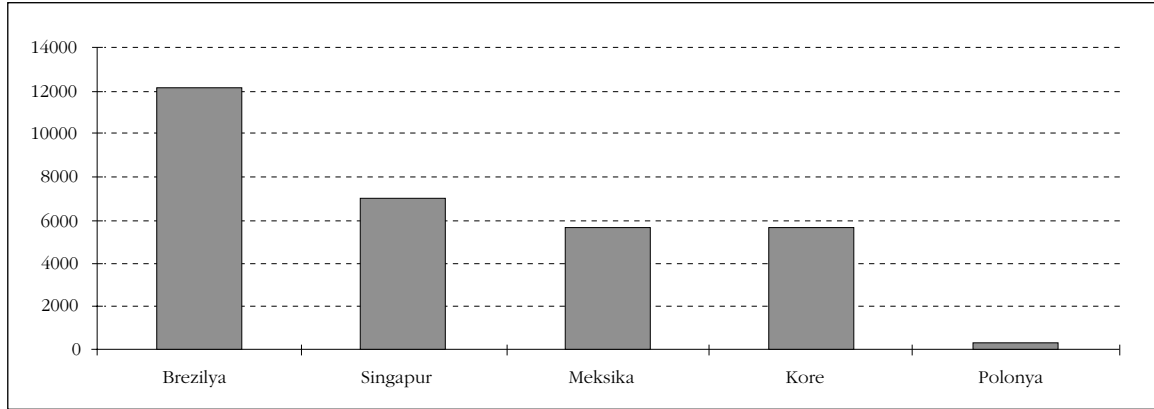
Tablo 9: Brezilya Piyasası İşlem Hacimleri

	2002 ilk yarı		2002 ikinci yarı		2003 ilk yarı	
	Tutar	(%)	Tutar	(%)	Tutar	(%)
Spot hisse senedi	203,066	85,5	130,101	81,4	170,622	80,4
Forward	8,512	3,6	6,015	3,8	6,898	3,3
Opsiyon- Kullanılan Hak	7,752	3,3	4,480	2,8	10,304	4,9
Opsiyon (Call/Put)	14,714	6,2	9,566	6,0	17,332	8,2
Diğer	3,446	1,5	9,700	6,1	7,166	3,4
Toplam	237,490	100	159,862	100	212,322	100

Kaynak: Bovespa

Kaynak: Bovespa

4- Vadeli İşlemler Piyasası - Bm&F

Grafik 7: BM&F'te İşlem Gören Vadeli İşlemlerin Günlük İşlem Hacmi (US \$ mio)

Kaynak: İMKB

BM&F vadeli işlemler konusunda Brezilya'daki en önemli kurum olmasının yanı sıra, Latin Amerika bölgesinin en önemli işlem merkezidir. Brezilya'da vadeli işlem yapma olanağı sağlayan ilk borsa 1917 yılında emtia ticareti amacıyla kurulmuş Sao Paulo Commodities Exchange (BMSP)'dir. Temmuz 1985'te Bovespa tarafından kurulan Bolsa Mercantil e de Futuros – BM&F'de işlemler 1986'da başlamış ve borsa kısa sürede türev ürünler konusunda dünyanın sayılı borsaları arasına girmiştir. 1991'de BMSP ve BM&F'in faaliyetleri birleştirilmiştir. Buna 1997'de Rio de Janeiro'daki Brezilya Futures Borsası (BBF) eklenmiştir.

Nisan 2002’de borsanın yabancı para takas sistemi devreye girmiştir. Bu sistem CBLC’den devlet tahvili/hazine bonusu, özel sektör menkul kıymetleri ve diğer varlıkların takas hizmetleri/saklaması konusunda yetki almıştır. Aynı zamanda BVRJ’den SISBEX olarak bilinen sabit getirili menkul kıymetler işlem sisteminin yönetim hakkını almıştır.

BM&F Ağustos 2002’de Goias, Mato Grosso du Sul, Minas Gerias, Rio Grande do Sul ve Uberlandia emtia borsalarını birleştirerek Brezilya Emtia Piyasasını hizmete geçirmiştir. Bu şekilde ülkedeki mal ticaretinin bir sistemde toplanması mümkün kılınmıştır.

BM&F’in verdiği hizmetler arasında günlük borsa işlemleri, tezgah üstü işlemler için tescil, takas ve saklama, tarım ürünleri sertifikaları için takas ve saklama hizmetleri ile kahve ve pamuk için kalite belirleme bulunmaktadır.

BM&F’de çok sayıda ürün işlem görmektedir. Bunları iki ana kategoride incelemek mümkündür.

Tablo 10: BREZİLYA BORSASI’NDA ELEKTRONİK SİSTEMDE İŞLEM GÖREN ÜRÜNLER

Spot Piyasa Future Piyasası	Altın ve kahve Altın, Bovespa hisse endeksi, US\$, Euro, bankalar arası borçlanma oranı (kısa-uzun vade), bankalar arası borçlanma oranı x \$ ek faiz (spread), tahviller, kahve, canlı hayvan, şeker, pamuk, soya fasulyesi, ticari kullanım için alkol üzerine future sözleşmeleri
Opsiyon Piyasası	Altın, bankalar arası borçlanma endeksi (IDI), \$, kahve, canlı hayvan, şeker, pamuk, soya fasulyesi üzerine opsiyon sözleşmeleri
Forward Piyasası	Altın, bankalar arası borçlanma oranı, bankalar arası borçlanma oranı x \$ ek faiz (spread), bankalar arası borçlanma oranı x IGP-M ek faiz (spread)
Takas (Swap) Piyasası	Günlük hesaplanan bankalar arası borçlanma oranı x \$ ek faiz (spread)
Özel (Structured) Ürünler	Bovespa hisse endeksi oynaklık ve forward farkları, \$ forward farkları, bankalar arası borçlanma oranı x \$ ek faiz (spread) üzerine FRA, bankalar arası borçlanma oranı x \$ ek faiz (spread) ile \$ future takasları (swap)

TEZGAHÜSTÜ ÜRÜNLER

Swap Piyasası	Sabit faiz oranı, Bankalar arası Borçlanma Oranı, ANBID ve SELIC oranları gibi her tür faiz oranı, US\$-Euro karşılığı Real kuru, Bovespa hisse endeksi, altın ve fiyat endeksleri üzerine her çeşit takas (swap) ürünleri. Bu işlemler borsa garantisi dahilinde yada harici olarak gerçekleştirilebilmektedir.
Esnek Opsiyonlar	Bovespa hisse endeksi ve US\$ üzerine
Telegold	Spot altın işlemleri için elektronik sistem

Tablo 11: BREZİLYA PİYASASI GÜNLÜK ORTALAMA İŞLEM HACİMLERİ (US\$ milyon)

Ürün	2001	2002
Altın 1.1	1.9	
Endeks üzerine vadeli işlemler	390.9	269.4
Ibovespa futures	389.5	267.0
IGP-M futures	0.0	2.0
Faiz üzerine vadeli işlemler	11,824.8	10,218.2
DI Futureları	7,492.8	6,427.9
ID x US\$ spread futures	247.3	99.3
ID x IGP-M spread forward	0.0	0.2
Yabancı para işlemleri	3,789.8	3,286.3
US\$ futures	3,756.6	3,216.3
DT/HB Futures	0.8	4.0
Tarım ürünleri işlemleri	17.2	15.9
OTC Swaps	391.1	240.1
OTC Esnek opsiyonlar	133.0	243.1
Toplam	16,548.8	14,313.4

5- Üyelik

Piyasada işlem yapma yetkisi olanlar aşağıdaki gibidir:

Takas Üyeleri	Borsada yapılan tüm işlemler için takas (clearing) hizmeti vermektedirler
Aracı Kurumlar	Hem geleneksel, hem elektronik sistem üzerinden işlem yaparak aracılık hizmeti sunmaktadırlar
Yerel Kişiler	Kendi adlarına işlem yapma yetkisine sahip gerçek kişilerdir.
DL üyeleri	Sabit getirili menkul kıymetler konusunda takas (clearing) hizmeti vermektedirler
DO Üyeleri	Sabit getirili menkul kıymetler konusunda aracılık ve tescil hizmeti vermektedirler
Tarım Ürünleri Aracıları	Kendi yada müşterileri adına tarım ürünleri konusunda işlem yetkisine sahiptirler.
Özel Aracı Kurumlar	Swap ve esnek opsiyonlar konusunda elektronik sistem üzerinden aracılık hizmeti sunmaktadırlar
Tarım Ürünleri Yerel Kişiler	Kendi adlarına tarım ürünleri konusunda işlem yapma yetkisine sahip gerçek kişilerdir.
Pamuk Brokerları	Sadece pamuk piyasasında işlem yapmaya yetkili kişi ve kurumlardır.
Ortak Üyeler	Borsa ücretlerinde %25 indirimden yararlanırlar.

6- Takas Sistemleri

Tablo 12: BREZİLYA TAKAS KURULUŞLARI

	SELIC	BM&F	CBLC	CETIP
	Derivatives			
Takasa Konu Ürün ¹	G	D	B,G,S,O	C,O
Yönetici/Sahip ²	CB	SE	B,SE	B,O
Katılımcı Sayısı	3,659	101	92	4,430
Takas süresi	T+0	T+1	T+1, T+3	T+0, T+1
Nakit takas kuruluşu ²	CB	CB	CB	CB

1. B= Tabvil, C=Mevduat Sertifikası, G=Devlet Tabvili/Hazine Bonosu, S=Hisse Senedi, D=Türev Ürünler, O=Diğer

2. B=Bankalar, CB=Merkez Bankası, SE= Organize Borsa, O= Diğer

SELIC: Hazine yada Merkez Bankası tarafından çıkarılan borçlanma senetleri için ana saklama kuruluşu olan SELIC, bu ürünler için takas ve saklama hizmeti sunmaktadır. SELIC’de tüm piyasa katılımcılarının (tüm bankalar, brokerler, aracı kurumlar, yatırım fonları, vb.) birer takas hesabı bulunmakta ve elektronik ortamda tüm işlemler için toplanan veriler neticesinde takas işlemleri gerçekleştirilmektedir.

CBLC: Takasbank A.Ş. benzer bir yapıya sahip olan CBLC; BOVESPA ve BM&F’in takas kuruluşudur. Organize piyasalardaki hisse senedi, özel sektör borçlanma senetleri alım satımları ve vadeli işlemler ile organize bir tezgah üstü piyasa olan SOMA için takas hizmeti sunmasının yanı sıra, hisse senetleri ve özel sektör borçlanma senetleri için ana saklama kuruluşu niteliğindedir. Her müşteri adına bir saklama hesabı bulunmaktadır.

BM&F Vadeli: BM&F vadeli işlemler borsasının takas kuruluşudur.

CETIP: Kamu kurumları ve belediyeler ile özel sektörün borçlanma senetleri konusunda takas ve saklama hizmetleri sunmaktadır. Tezgah üstü piyasaların yanı sıra kendi elektronik işlem sistemi CETIPnet’te gerçekleştirilen işlemlerin takasının gerçekleştirildiği ve oldukça saygın ve güvenilir bir kuruluş olarak addedilen CETIP, karşı taraf riskini almamaktadır.

4.B.2. Polonya

1- Genel Bilgiler

Polonya hakkındaki bazı temel göstergeler aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

	1997	1998	1999	2000	2001
GSYİH (milyar US\$)	144.0	159.3	155.1	157.6	176.3
Kişi Başı Milli Gelir (US\$)	3590	3910	3984	4230	4340
Enflasyon - 12 aylık tüketici enflasyonu (%)	15.1	11.7	7.4	10.2	5.5
Büyüme Hızı (%)	6.8	4.8	4.1	4.0	1.0

2- Sermaye Piyasası Ürünleri Ve Borsalar

WSE’de sermaye piyasası enstrümanlarından hisse senetleri, tahvil ve bono (2, 3, 5 ve 10 yıllık devlet tahvilleri ve özel sektör tahvilleri) ve vadeli işlemler (hisse senedi, döviz ve endeks vadeli işlemleri, endeks opsiyonları, hisse senedi, endeks

ve vadeli işlem üzerine varantlar) işlem görmektedir. Polonya’da ayrıca belediyelerin ihraç ettiği tahviller ile ipotek tahvilleri (mortgage bonds) alınıp satılmaktadır.

Polonya sermaye piyasasını temsil eden WSE’de 2002 yılında gerçekleştirilen spot işlemlere ait bazı bilgiler, İMKB ile karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 13: POLONYA SERMAYE PİYASASI GÖSTERGELERİ

	WSE	İMKB
İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı	216	289
Piyasa Kapitalizasyonu (PK)	28.849.200.000 USD	34.216.700.000 USD
İşlem Hacmi (yıllık)	7.811.200.000 USD	69.936.700.000 USD
İşlem Sayısı	2.830.000	28.967.000
Hisse Senedi Devir Hızı	%28,7	%180,7
İlk 10 Hisse PK’sının Toplama Oranı	%70,7	%51,8
İlk 10 Hisse İşlem Hacminin Toplama Oranı	%60,2	%50,7
İşlem Gören Devlet Tahvili	56	182
Devlet Tahvillerin Piyasa Değeri	40.797.100.000 USD	92.955.300.000 USD
Devlet Tahvillerinin İşlem Hacmi	506.000.000 USD	139.267.600.000 USD
İşlem Gören Özel Sektör Tahvili	3	-
Özel Sektör Tahvillerin Piyasa Değeri	13.000.000 USD	-
Özel Sektör Tahvillerin İşlem Hacmi	600.000 USD	-

Kaynak: World Federation of Exchanges Annual report and Statistics 2002

Yukarıdaki tabloya bakıldığında piyasa kapitalizasyonu bakımından Türkiye’ye yakın olan Polonya’nın, işlem hacmi ve hisse senedi devir hızından da anlaşılacağı üzere likidite konusunda Türkiye’nin gerisinde kaldığı görülmektedir. Polonya’da işlem hacmi sıralamasında ilk 10’a giren hisseler piyasanın %60’ına yakını temsil ederken, bu oran Türkiye’de %51 civarındadır. Ayrıca Polonya’da piyasa değeri sıralamasında ilk 10’a giren hisselerin toplam içindeki ağırlığı %70 iken Türkiye’de %52’dir. Görüldüğü üzere Polonya piyasasının hisse senedi konsantrasyonu Türkiye’ye nazaran daha yüksektir.

Bono piyasasında Türkiye’nin likidite ve işlem gören tahvil sayısı konusundaki üstünlüğünü vardır. Ancak Polonya’da az da olsa özel sektör tahvilleri işlem görmektedir. Özel sektör tahvillerinin piyasa değerinin toplama oranı %0,03’dür.

Hisse senedi, tahvil ve bono, repo ve vadeli işlemlerden oluşan toplam ikinci el piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin %98’ini bankalara aittir. Bankalar işlemler-

rinin %65'ini kendi, %35'ini ise müşterileri hesabına, aracı kuruluşlar ise işlemlerinin %21'ini kendi, %79'unu müşterileri hesabına gerçekleştirmektedir.

3- Vadeli İşlemler Piyasası - WCE

Polonya'daki organize borsalarda işlem gören vadeli sözleşmelerin tarihsel gelişimi 1998 yılı ve sonrasına dayanmaktadır. Polonya'da iki farklı borsada vadeli işlemler yapılmaktadır. Bu borsalardan biri Varşova Menkul Kıymetler Borsası (Warsaw Stock Exchange: bundan böyle WSE olarak anılacaktır), diğeri de Varşova Emtia Borsası'dır (Warsaw Commodity Exchange: bundan böyle WCE olarak anılacaktır).

WSE, 1991 yılında Hazine tarafından kurulmuş, Polonya Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetiminde kar amacı gütmeyen tüzel bir kuruluştur. 1998 yılına kadar bünyesindeki hisse senedi ve tahvil piyasaları ile spot piyasa olarak faaliyet gösteren Borsa, 1998 yılında vadeli işlemleri başlatarak spot ve vadeli piyasaları aynı çatı altında toplamıştır. Organize borsalardaki ilk vadeli sözleşme, işlem hacmi ve piyasa değeri yönünden en büyük 20 hisseden oluşan WIG20 endeksi üzerine olup Ocak 1998 tarihinde WSE tarafından işleme açılmıştır. WSE bünyesinde daha sonra sırasıyla varantlar (9 Mart 1998), Amerikan Doları üzerine vadeli işlemler (25 Eylül 1998), Euro üzerine vadeli işlemler (31 Mayıs 1999), teknoloji hisselerinden oluşan TechWIG endeksi üzerine vadeli işlemler (1 Ağustos 2000), hisse senedi üzerine vadeli işlemler (22 Ocak 2001) ve orta ölçekli şirket hisselerinden oluşan MidWIG endeksi üzerine vadeli işlemler (18 Şubat 2002) işleme açılmıştır. Ayrıca WIG20 endeksinin 1/10'u değerindeki MiniWIG20 sözleşmeleri de 26 Kasım 2001 tarihinden bu yana işlem görmektedir. Tüm vadeli sözleşmeler elektronik ortamda alınıp satılmaktadır.

WCE, 1995 yılında kamu ve özel sektördeki kişi ve kurumların bir araya gelerek kurdukları bir borsadır. Ortakları üyeleri olan bu borsa Polonya'daki tek özel sektör organize piyasasıdır. WCE bünyesindeki spot emtia piyasası Avrupa'nın en geniş piyasasıdır. Emtia üzerine vadeli sözleşmeler ve finansal vadeli sözleşmeler Ocak 1999 tarihinden sonra işleme açılmıştır. WCE bünyesinde öğütülmelik buğday (milling wheat), yemeklik buğday (feed wheat) ve canlı domuz (live hog) üzerine düzenlenen vadeli emtia sözleşmeleri işlem görmektedir. 6 farklı kur üzerine düzenlenen vadeli döviz sözleşmeleri (USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN, EUR/USD, EUR/HUF, EUR/CZK), bu vadeli sözleşmeler üzerine düzenlenen döviz opsiyonları, 1 ve 3 aylık WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate) oranı ile 2, 5 ve 10 yıllık kav-

ramsal (notional) devlet tahvili üzerine düzenlenen vadeli faiz sözleşmeleri WCE’de işlem gören finansal vadeli sözleşmelerdir. WCE bünyesindeki vadeli sözleşmeler WSE’ye kıyasla çok az işlem görmektedir. 11 Haziran 2003 itibarı ile döviz vadeli işlemlerinde toplam açık pozisyon sayısı 125, faiz vadeli işlemlerinde ise 25’dir. Em-tia üzerine vadeli sözleşmelerde işlem olmamaktadır. Bu nedenle raporda sadece WSE’deki vadeli piyasa incelenmiştir.

WSE Vadeli İşlemler Piyasası İşlem Esasları

Vadeli işlemler piyasasında işlemlerin büyük bir çoğunluğu bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Bu bölümde endeks ve döviz vadeli işlemlerinin özellikleri incelenmiştir. WSE’de ayrıca hisse senedi vadeli işlemleri ile hisse senedi, vadeli sözleşmeler ve endeks üzerine yazılan varantlar da işlem görmektedir.

Endeks Vadeli Sözleşmeleri

WSE 2002 sonu itibarı ile endeks vadeli işlemlerinde Avrupa’nın 7. büyük piyasası durumundadır. WSE’de işlem gören endeks vadeli sözleşmelerinin temel özellikleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

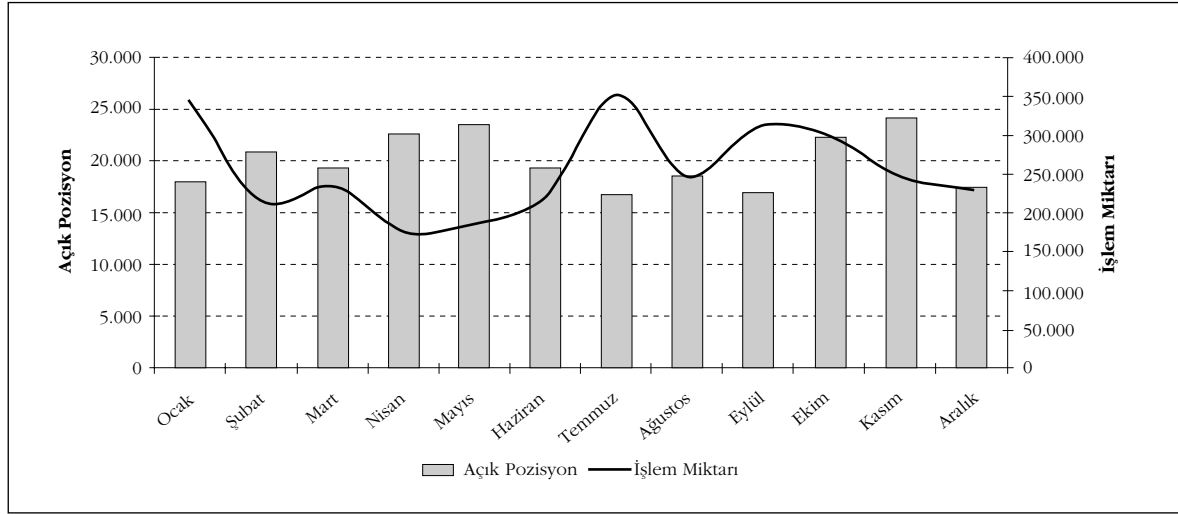
Tablo 14: POLONYA TAKAS KURULUŞLARI

Sözleşme Kodu	FW20kr, FTECKr, FMIDkr (k: vade sonuna ait ay, r: vade sonuna ait yıl)
Sözleşme Çarpanı	10 PLN (1USD=3,7813 PLN - 13 Haziran 2003 itibarı ile)
Sözleşme Büyüklüğü	Sözleşme Çarpanı x Sözleşme Fiyatı
Kotasyon Birimi	Endeks Puanı
Fiyat Adımı	1 Endeks Puanı
Bir Fiyat Adımının Değeri	10 PLN
Sözleşme Vadeleri	Mart döngüsünün en yakın üç ayı
Son İşlem Günü	İlgili ayın üçüncü Cuma’sı
İlk İşlem Günü	Vadesi dolan sözleşmenin son işlem gününden sonraki ilk gün
Son Uzlaşma Fiyatı	Vade sonuna denk gelen gün son bir saatteki spot piyasa endeks değerinin aritmetik ortalaması
Uzlaşma Yöntemi	Nakit Uzlaşma

Kaynak: Warsaw Stock Exchange – Fact Book 2003

Endeks vadeli işlemlerinin tamamına yakını WIG20 sözleşmelerinde gerçekleşmektedir. Nisan 2003 itibarı ile WSE'de WIG20 endeks vadeli sözleşmelerinin Haziran, Eylül ve Aralık vadeleri işlem görmektedir. Aşağıdaki grafikte WIG20 üzerine vadeli endeks işlemlerinin 2002 yılındaki seyrine yer verilmiştir.

Grafik 8: 2002 Yılında WIG20 Endeks Vadeli İşlemlerinin Performansı



Döviz Vadeli Sözleşmeleri

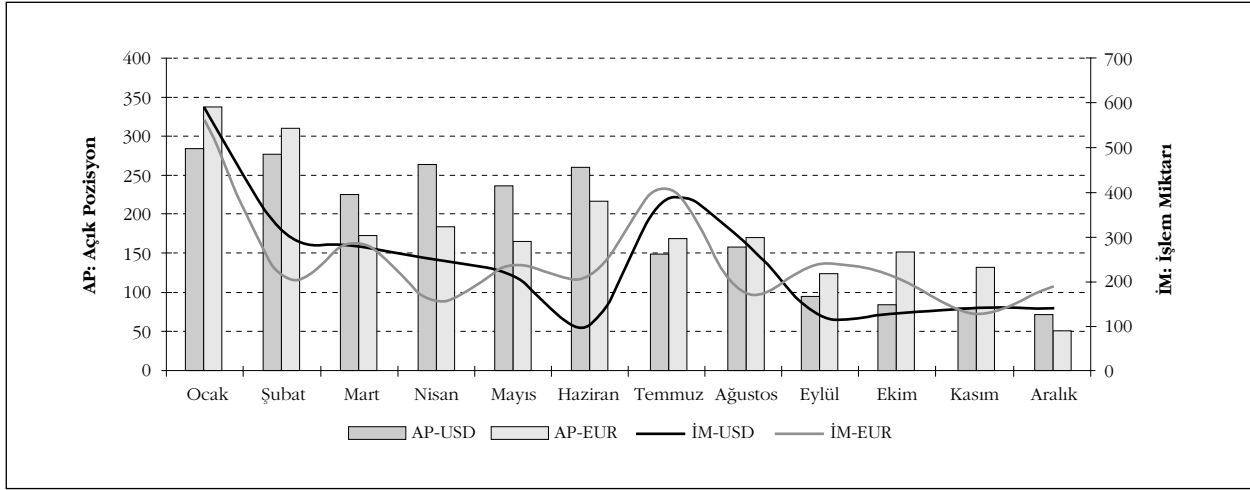
WSE'de işlem gören döviz vadeli sözleşmelerine ilişkin temel özellikler aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 15: WSE DÖVİZ VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN ÖZELLİKLERİ

Sözleşme Kodu	FUSDkr, FEURkr (k: vade sonuna ait ay, r: vade sonuna ait yıl)
Sözleşmeye Konu Varlık	USD/PLN, EUR/PLN kuru
Sözleşme Büyüklüğü	10.000 USD, 10.000 EUR
Kotasyon Birimi	100 USD, 100 EUR karşılığı PLN
Fiyat Adımı	0,01 PLN (100 USD, 100 EUR karşılığı 1 PLN)
Sözleşme Vadeleri	En yakın üç ay ve Mart döngüsünün en yakın iki ayı
Vade Sonu	İlgili ayın dördüncü cuması
Son İşlem Günü	Vade sonundan bir önceki iş günü
İlk İşlem Günü	Bir önceki sözleşmenin vade sonuna denk gelen iş günü
Son Uzlaşma Fiyatı	Polonya Merkez Bankası tarafından vade sonunda belirlenen ortalama USD/PLN, EUR/PLN kurunun 100 ile çarpılmış değeri
Takas Tarihi	Sözleşmenin vade sonunu takip eden ilk iş günü
Uzlaşma Yöntemi	Nakit Uzlaşma

Kaynak: Warsaw Stock Exchange - Fact Book 2003

Grafik 9: 2002 Yılında WSE Döviz Vadeli İşlemlerinin Performansı



Vadeli İşlem Sözleşmelerinin 2002 Yılı Performansı

WSE'de işlem gören tüm vadeli sözleşmelerin 2002 yılındaki performanslarına ilişkin veri aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 16: WSE TÜM VADELİ SÖZLEŞMELERİN 2002 YILI PERFORMANSLARI

	Endeks	%	Döviz	%	Hisse Snd.	%	TOPLAM
Seans Başına İşlem Sayısı	3,946	93.2	15	0.4	271	6.4	4,232
Toplam Yıllık İşlem Hacmi (milyon PLN)	75,520	97.7	482	0.6	1,332	1.7	77,334
Seans Başına Ortalama İşlem Hacmi (bin PLN)	303,386	97.7	1,934	0.6	5,347	1.7	310,667
Seans Başına Ortalama İşlem Miktarı	12,366	96.9	24	0.2	370	2.9	12,760
Açık Pozisyon (yıl sonu itibarı ile)	17,866	92.7	126	0.7	1,291	6.7	19,283
İşleme Açık Sözleşme Sayısı (yıl sonu itibarı ile)	9	19.6	10	21.7	27	58.7	46

4- Üyelik

Polonya'da Borsa ve Takas Merkezi (NDS) üyeliği olmak üzere iki tür üyelik mevcuttur.

Borsa Üyeliği

WSE'ye üye olmak için aşağıdaki kriterler sağlanmalıdır:

- Borsanın ortağı olmak
- Anonim şirket olmak
- Borsa üyeliğinin gerektirdiği yükümlülükleri yerine getirmeyi garantilemek
- En az 3,5 milyon PLN şirket sermayesine sahip olmak
- NDS'ye üye olmak

Takas Merkezi (NDS) Üyeliği

Aşağıda tanımlanan kurum veya kuruluşlar NDS'ye üye olabilir:

- Menkul kıymet hesabı tutmaya yetkili olanlar
- Menkul kıymet hesabı tutmayıp aracılık faaliyeti yapanlar
- Menkul kıymetleri arz edenler
- Sermaye piyasasında kendi hesaplarına yatırım yapan banka, sigorta şirketleri, emeklilik fonu şirketleri ve yatırım fonu şirketleri gibi diğer kurum ve kuruluşlar

NDS'de iki tür üyelik mevcuttur. Doğrudan üyelik, takas işlemi gerçekleştirme yetkili olan üyelere verilir. Dolaylı üyeler ise takas işlemi gerçekleştiremezler.

NDS bünyesinde Nisan 2003 itibarı ile 64 doğrudan üye kayıtlıdır. Bu üyelerin 40'ı banka, 21'i aracı kurum, 1'i yatırım fonu şirketi, 1'i sigorta şirketi, 1'i de diğer finansal kuruluştur. Vadeli işlemler piyasasında işlem veya takas yapmaya yetkili üye sayısı 24'dür. Bu üyelerin 10'u piyasa yapıcısıdır.

NDS'nin vadeli işlemler için belirlediği doğrudan üyelik türleri aşağıdaki gibidir;

- Aracılık faaliyetleri dışında müşterilerinin vadeli işlem hesaplarını tutan üyeler
- Aracılık faaliyetleri dışında kendi vadeli işlem hesaplarını tutan üyeler
- Vadeli işlemler piyasasında aracı olarak faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlar

- Aracılık faaliyetleri dahilinde kendi vadeli işlem hesaplarını tutan banka ve aracı kurumlar
- Borsada piyasa yapıcı olarak faaliyet gösteren banka, aracı kurum ve diğer finansal kuruluşlar
- Tezgah üstü piyasada piyasa yapıcı olarak faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlar
- Başka üye adına takas işlemi gerçekleştiren üyeler

Müşterilerine ait işlemlerin takasını gerçekleştirebilen bankaların sermayesi 100 milyon PLN, aracı kurumların sermayesi 15 milyon PLN olmalıdır. Sadece kendi işlemlerinin takası gerçekleştiren üyelere aranan sermaye şartı bankalarda 25 milyon PLN, aracı kurumlarda 5 milyon PLN'dir.

Doğrudan takas üyeleri NDS'nin oluşturduğu garanti fonuna gerekli tutarı yatırmakla yükümlüdür. Doğrudan üyelik müracaatında bir sefere mahsus olmak üzere 20.000 PLN ücret alınır. Daha sonra alınan her yetki için üyeler NDS'ye 4.000 PLN öder. NDS ayrıca üyelerinden nakit teminatların işletilmesinden dolayı elde edilen gelirin %5'ini, garanti fonundan elde edilen gelirin %4'ünü ve gerçekleştirilen işlemlerden dolayı ücret alır.

Yabancı kuruluşlar üyeliğe kabul edildikleri gibi, yabancı yatırımcılar da üye kuruluşlarda yatırım hesabı açıp menkul kıymet edinebilir ve getirilerinden yararlanabilirler.

5- Takas Sistemleri

Tablo 17: POLONYA TAKAS KURULUŞLARI

Takasa Konu Ürün ¹	S	G, B	D	O (varant)
Yönetici/Sahip ²	CB, SE, O			
Katılımcı Sayısı	64			
Takas süresi	t+3	t+2	t+1	t+2
Nakit takas kuruluşu ²				

1. B= Tabvil, C=Mevduat Sertifikası, G=Devlet Tabvili/Hazine Bonosu, S=Hisse Senedi, D=Türev Ürünler, O=Diğer

2. B=Bankalar, CB=Merkez Bankası, SE= Organize Borsa, O= Diğer

WSE’de gerçekleştirilen spot ve vadeli işlemlerin takası Merkezi Saklama Kuruluşu (National Depository of Securities: bundan boye NDS olarak anılacaktır) tarafından yapılmaktadır. NDS, Merkez Bankası, Hazine ve WSE’nin eşit oranda ortağı olduğu WSE’nin denetiminde bir şirkettir. Vadeli işlemlerin takasına ilişkin her türlü aktivite NDS’nin organizasyonel olarak ayrı bir birimi olan Vadeli İşlemler Takas Merkezi (Derivatives Clearing House: bundan boye DCH olarak anılacaktır) tarafından yerine getirilmektedir. Takas süresi vadeli işlemler için T+1 olarak belirlenmiştir.

6- Teminatlandırma

Üyeler vadeli işlemler piyasasında yapacakları işlemler için NDS’ye önceden başlangıç teminatı yatırmak zorundadır. Bu teminatın miktarı alınabilecek maksimum pozisyonu belirler. Başlangıç teminatı olarak nakit veya NDS tarafından kabul gören menkul kıymetlerin dışında NDS tarafından kabul gören banka teminat mektupları da getirilebilir.

Yapılan işlemlerle başlangıç teminatının belirlediği limitin %90’ını geçtiği anda NDS ilgili üyeyi uyarır. Limit aşıldığında ye daha fazla pozisyon artırıcı işlem yapamaz.

NDS her gün ye yükümlülüklerinin teorik değerini hesaplar. Üyeler kendileri veya müşterileri adına açtıkları her pozisyon için ayrıca sürdürme teminatı getirmekle yükümlüdür. Sürdürme teminatı olarak nakit veya NDS tarafından kabul gören menkul kıymetler getirilebilir. NDS’nin hesapladığı değer ile sürdürme teminatı arasındaki fark nakit olarak getirilir. Menkul kıymetlerin teminat olarak getirilmesinde herhangi bir kısıtlama yoktur. Ancak menkul kıymetlerin toplam sürdürme teminatı içindeki payı %60’ı geçemez. Sürdürme teminatı olarak getirilen kıymetlerden elde edilen gelir üç ayda bir ilgili üyelere dağıtılır.

NDS’nin hesapladığı teorik değer, teminatından az ise ilgili üyeye teminat tamamlama çağrısı çıkarılır. ye teminat tamamlama çağrısına cevap vermezse pozisyonu NDS tarafından kapatılır. Meydana gelebilecek zarar, sürdürme teminatı, garanti fonu, NDS’nin kendi öz kaynaklarından sırasıyla karşılanır.

Müşterilerine ait işlemlerin takasını gerçekleştirebilen bankaların sermayesi 100 milyon PLN, aracı kurumların sermayesi 15 milyon PLN olmalıdır. Sadece kendi işlemlerinin takası gerçekleştiren üyelerde aranan sermaye şartı bankalarda 25 milyon PLN, aracı kurumlarda 5 milyon PLN’dir.

Doğrudan takas üyeleri NDS'nin oluşturduğu garanti fonuna gerekli tutarı yatırmakla yükümlüdür. Doğrudan üyelik müracatında bir sefere mahsus olmak üzere 20.000 PLN ücret alınır. Daha sonra alınan her yetki için üyeler NDS'ye 4.000 PLN öder. NDS ayrıca üyelerinden nakit teminatların işletilmesinden dolayı elde edilen gelirin %5'ini, garanti fonundan elde edilen gelirin %4'ünü ve gerçekleştirilen işlemlerden dolayı ücret alır.

Yabancı kuruluşlar üyeliğe kabul edildikleri gibi, yabancı yatırımcılar da üye kuruluşlarda yatırım hesabı açıp menkul kıymet edinebilir ve getirilerinden yararlanabilirler.

4.B.3. Güney Kore

1- Genel Bilgiler

1995 yılına kadar hızlı büyüme sergileyen Kore ekonomisi bu tarihten itibaren durgunluk yaşamaya başlamıştır. Büyümenin itici gücü olan büyük firmaların (chabeol) sınırsız büyüme istekleri aşırı borçlanmalarına yol açmıştır. Ancak yapısal bozukluklar mali durumlarının kötüleşmesine neden olmuş ve chabeol'lerden bazıları iflas etme durumuna gelmiştir. Yabancı yatırımcıların gözünde güvenilirlikleri düşmüştür. Kısa dönemli borçların toplam borç içindeki oranının yüksekliği ve Japon ekonomisine yüksek bağımlılık 1997 krizinde önemli rol oynamıştır. Japon finans kurumlarının borç çevirme isteklerini reddetmesi ve diğer yabancı bankaların Japonları takip etmesi sonucu döviz krizi baş göstermiştir. Döviz rezervlerinin hızla erimeye başlaması üzerine Kore IMF'nin yardımına müracaat etmek zorunda kalmıştır. IMF ile yürütülen program sonucu Kore ekonomisi çok kısa süre içinde toparlanmış ve yapısal reformlar hızla hayata geçirilmiştir. Bugün Kore ekonomisi kriz öncesindeki seviyesine dönmüştür. 2002 yılı için tahmini büyüme rakamı %6.3 olarak belirlenmiştir. Kişi başı milli gelirin ise yaklaşık 10000 Amerikan doları seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

Kore ile ilgili bazı temel göstergeler aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

	1997	1998	1999	2000	2001
GSYİH (milyar US\$)	476.6	317.7	405.8	461.7	427.3
Kişi Başı Milli Gelir (US\$)	10315	6744	8595	9770	9000
Enflasyon - 12 aylık tüketici enflasyonu (%)	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1
Büyüme Hızı (%)	5.0	6.7	10.9	9.3	3.1

Kaynak: MOFE, Kore Maliye ve Ekonomi Bakanlığı, Major Economic Indicators, 2003

2- Sermaye Piyasası Ürünleri ve Borsalar

Kore’de ilk borsanın oluşumu 1956 yılında bankaların, sigorta şirketlerinin ve menkul kıymet firmalarının ortak katılımına dayanmaktadır. Bugünkü Kore Borsası’nın (KSE) temeli niteliğinde olan ilk borsa 1963 yılında organizasyon değişikliğine uğrayarak son halini almıştır. 1992 yılına kadar yabancı yatırımcılara kapalı olan hisse senedi piyasası söz konusu yılda kısmen yabancılara izin verir hale gelmiştir. Hisse senetleri piyasasının ardından 1994 yılında tahvil piyasası yabancı yatırımcı işlemlerine kısmen açılmıştır. Zaman içinde yabancılar için uygulanan kısıtlamalar gevşetilmiş ve bugün ise tamamen kaldırılmıştır. 1996 yılına kadar Borsa’da sadece hisse senedi ve tahvil işlemleri yapılmaktayken Mayıs 1996’da endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılarak yatırımcılara sunulan ürünlerde çeşitlilik artırılmıştır. 1997 yılında ise endekse dayalı opsiyon işlemleri devreye alınmıştır. Kore Borsası 2000 yılında varant piyasasını, 2001 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları piyasasını ve 2002 yılında hisse senedi opsiyonları ve ETF piyasasını yatırımcıların hizmetine sunmuştur.

Temmuz 1996 yılında KOSDAQ Hisse Senetleri Piyasası ikinci hisse senetleri piyasası olarak işlemlere başlamıştır. KOSDAQ piyasasında Kore Borsası’na kote olmayan ve tezgah üstü piyasada işlem gören hisse senetleri alınıp satılmaktadır.

1999 yılında faaliyete başlayan Kore Vadeli İşlemler Borsası’nda (KOFEX) endeks vadeli işlem sözleşmeleri, endeks opsiyonları, tahvil vadeli işlem sözleşmeleri, altın vadeli işlem sözleşmeleri, depo sertifikası vadeli işlem sözleşmeleri, yabancı para vadeli işlem sözleşmeleri, yabancı para opsiyon işlemleri ve tahvil vadeli işlem sözleşmeleri üzerine opsiyon işlem sözleşmeleri alınıp satılabilmektedir.

Aşağıdaki tabloda 2002 yılı itibarıyla Kore Borsası’na ilişkin çeşitli veriler yer almaktadır.

Tablo 18: G. KORE SERMAYE PİYASASI GÖSTERGELERİ, 2002

KSE	
İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı	861
Piyasa Kapitalizasyonu (PK) (trilyon KRW)	258.7
İşlem Hacmi (yıllık) (trilyon KRW)	742.1
İşlem Miktarı (milyar adet)	209.2
Hisse Senedi Devir Hızı (%)	881.07
İlk 10 Hisse PK’sının Toplama Oranı	55.6
İlk 10 Hisse İşlem Hacminin Toplama Oranı	58.2
İşlem Gören Devlet Tahvili	6,303

Devlet Tahvillerin Nominal Değeri (trilyon KRW)	422.6
Devlet Tahvillerinin İşlem Hacmi (trilyon KRW)	46.1
İşlem Gören Özel Sektör Tahvili	2,260
Özel Sektör Tahvillerin Nominal Değeri (trilyon KRW)	141.3
Özel Sektör Tahvillerin İşlem Hacmi (trilyon KRW)	1.1

Kaynak: Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges 2003, Kore Borsası

Tahvil Piyasası:

Mart 1999 tarihine kadar tahvil piyasası daha çok piyasa yapıcı gibi hareket eden dealer piyasası şeklinde işlemiştir. Dealerların müşteri taleplerine etkin cevap verebilmesi için kendi pozisyonlarını ayarlayabilecekleri bir piyasaya ihtiyaç doğmuş ve hükümetin Ağustos 1998'de Tahvil Piyasasını Yeniden Yapılandırma Planı'nı açıklamasına neden olmuştur. Bu plana dayanarak Kore Borsası Mart 1999 tarihinde devlet iç borçlanma senetlerinin işlem görmesini teminen bir Inter-Dealer piyasasını devreye sokmuştur.

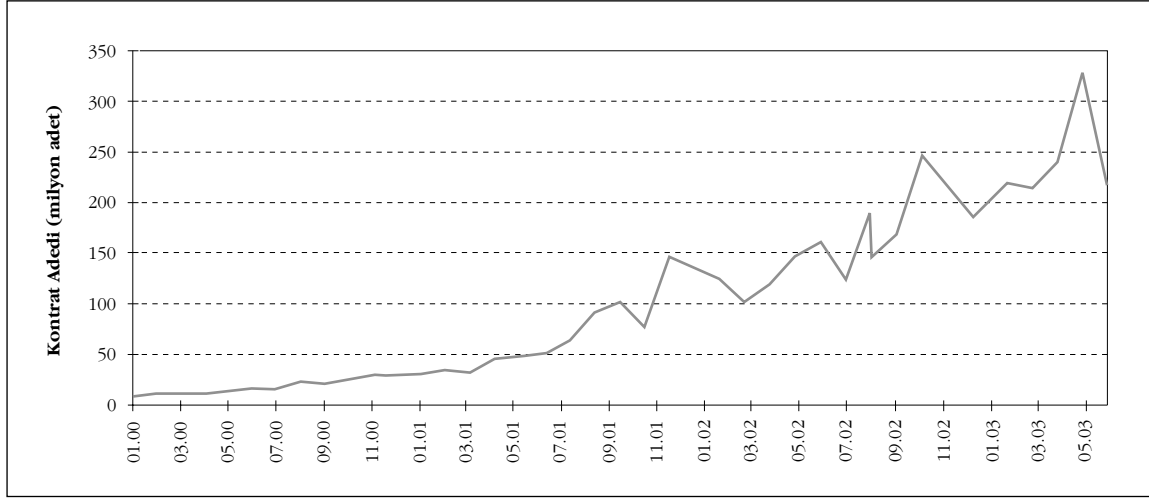
Kore'de tahvil işlemlerinin önemli bir kısmı tezgah üstü piyasada yapılmaktadır. Tezgah üstü piyasalarda özellikle özel sektör tahvilleri, finansal bonolar ve özel bonolar işlem görmektedir. Tezgah üstü piyasada dealer kotasyon ilan etmekte ve bu kotasyonlardan müşterilerine işlem yapmaktadır. Dolayısıyla fiyatlar dealerlar tarafından belirlenmektedir. Özel sektör tahvillerinin işlem gördüğü Kore Borsası Genel Tahvil Piyasası'nda yatırımcılar piyasaya aktif olarak katılabilmektedirler. Hem tek fiyatın geçerli olduğu hem de sürekli müzayede sisteminin geçerli olduğu seanslar yapılmaktadır.

Kore Borsası'nda ağırlıklı olarak devlet borçlanma senetleri işlem görmekte, toplam işlem hacmi içinde özel sektör tahvillerinin ağırlığı çok az kalmaktadır. Özellikle Eylül 2002 tarihinden sonra Kore Borsası'nda işlem gören özel sektör tahvillerinin toplam tahvil işlem hacmi içindeki payı %1'in altında seyretmektedir.

Aşağıdaki grafikte Kore Borsası'ndaki işlem hacminin Ocak 2000 ile Mayıs 2003 tarihleri arasındaki aylık gelişimi yer almaktadır.

Kore'deki tahvil piyasasının geneline bakıldığında da 2002 yılında Özel Sektör tahvillerinin işlem hacmi (893.500.000 ABD Doları) Kamu Sektörü tahvillerinin işlem hacminin (37 milyar ABD Doları) çok altında kalmaktadır.

Grafik 10: KSE Toplam İşlem Hacmi



İşlemlerin yatırımcılar arasındaki dağılımına bakıldığında hem alış hem de satış işlemlerinin önemli bir kısmının bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirildiği anlaşılmaktadır. Bireysel yatırımcıların işlem miktarı toplamın yaklaşık %55'ni oluştururken, kurumsal yatırımcıların payı %35, yabancı yatırımcının payı ise %10 civarındadır. 2003 senesinde bireysel yatırımcıların paylarında bir azalma olmuş, buna karşılık kurumsal ve yabancı yatırımcıların payları yükselmiştir.

3- Vadeli İşlemler Piyasası

Türev ürünlerle ilgili ilk adım Haziran 1993 tarihinde atılmıştır. Bu tarihte Kore hükümeti Kore Borsası'nda (KSE) hisse senedi endeksine dayalı bir vadeli işlem sözleşmesi piyasası oluşturulmasına karar vermiş ve bu doğrultuda sermaye piyasası kanununda değişiklik yapılmıştır. Haziran 1994 tarihinde Kore Borsası KOSPI 200 endeksini hesaplamaya başlamıştır. Nisan 1995 tarihinde başlayan deneme amaçlı işlemlerin ardından 1996 yılı Mayıs ayında gerçek işlemlere geçilmiştir. Endeks üzerine opsiyon sözleşmelerini devreye sokmak için Şubat 1997 tarihinde deneme amaçlı opsiyon işlemleri başlamıştır. Mart 1997 tarihinde yapılan kanun değişikliği ile Kore Borsası opsiyon piyasası açma konusunda görevlendirilmiş ve Temmuz 1997 tarihinde resmi olarak opsiyon piyasasını açmıştır. Eylül 2001 tarihinde ise vadeler arası yayılma pozisyonlarının alım satımı başlamıştır. Kore Borsası'nda işlem gören 3. türev ürün, Borsa'ya kayıtlı 7 blue-chip hisse senedi üzerine yazılan Avrupa tipi hisse senedi opsiyonları ise daha yeni bir enstrüman olup Ocak 2002'de işlem görmeye başlamıştır.

1999 yılına kadar vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü tek kurum Kore Borsası iken Kore Vadeli İşlemler Borsası'nın (KOFEX) Şubat 1999 tarihinde Pusan şehrinde faaliyete geçmesiyle beraber yatırımcılara sunulan türev ürün yelpazesi genişlemiştir. ABD Doları, Depo Sertifikası (Certificate of Deposit) faiz oranı ve altın üzerine vadeli işlem sözleşmeleri ile ABD Doları opsiyon sözleşmeleri Nisan 1999 tarihinde, Devlet Tahvili vadeli işlem sözleşmeleri ise Eylül 1999 tarihinde yatırımcılara sunulmuştur. 2001 yılında endeks üzerine vadeli işlem sözleşmesi ve endeks üzerine opsiyon sözleşmeleri, 2002 yılında ise Devlet Tahvili vadeli işlem sözleşmesi üzerine opsiyon sözleşmesi ve bir yıllık Parasal İstikrar Tahvili üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır.

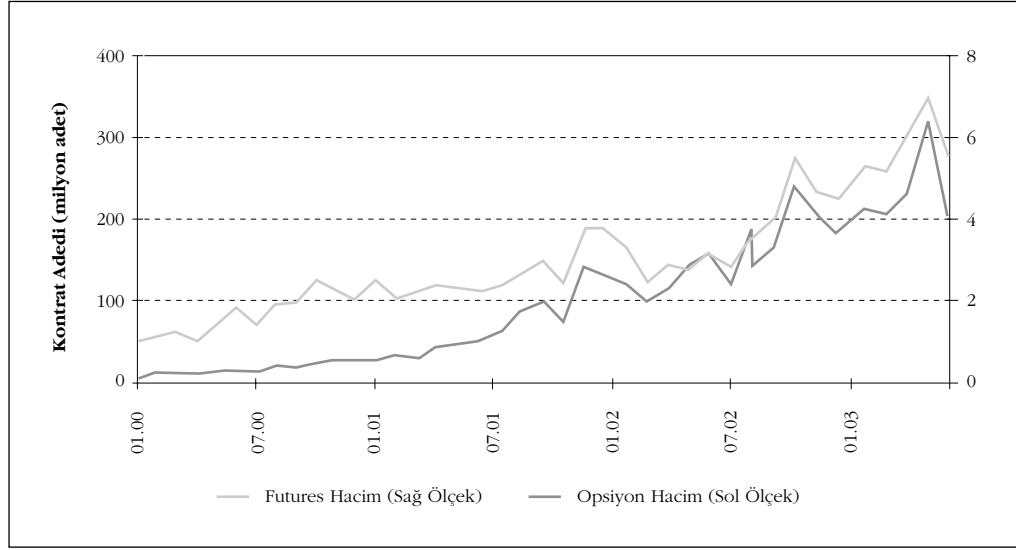
Hem Kore Borsası'nda hem de KOFEX'de bilgisayarlı alım satım sistemi kullanılmaktadır. Kore Borsası'da işlem salonu veya pit bulunmamaktadır. Üyeler aldıkları emirleri kendi sistemleri üzerinden veya Borsa'nın verdiği uzaktan erişim terminalerinden bir arayüz yardımıyla ana sisteme yönlendirmekte ve gerçekleşen işlemlere ilişkin detaylar yine aynı yöntemle geri beslenmektedir.

KOFEX'de OM Grubu'nun CLICK ve SECUR sistemlerinin Kore piyasasına göre uyarlanmış hali kullanılmaktadır. Sistemde gerçek zamanlı işlem ve netleştirme fonksiyonları bulunmaktadır. Bu sayede hem güncelleme (mark-to-market) günlük olarak yapılabilen hem de risk yönetimine yönelik gün içi teminatlandırma gerçekleştirilebilmektedir. Sistem bir arayüz (interface) yardımıyla müşteri/server ortamına dayalı olduğundan, üye sistemleri ve diğer 3. parti yazılım uygulamaları ana sisteme kolayca erişebilmektedir.

1996 yılında başlayan türev işlemler hızla derinlik kazanmıştır. Kore Borsası'ndaki endeks opsiyonları 2001 ve 2002 yılında dünyadaki tüm endeks opsiyonları içinde ilk sırada yer almakta, endeks vadeli işlem sözleşmelerinde ise ilk 4 içine girmektedir. Kore Vadeli İşlemler Borsası'nda da (KOFEX) endeks vadeli işlem sözleşmesi ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmesine rağmen işlem hacmi açısından Kore Borsası'nın işlem hacminin %1'ine dahi ulaşamadığından incelemeye dahil edilmemiştir.

İşlem hacminin opsiyon ve vadeli işlem sözleşmesi arasındaki dağılımı incelendiğinde opsiyonların işlem hacminin önemli bir kısmını oluşturduğu görülmektedir. Vadeli işlem sözleşmesindeki günlük ortalama işlem hacmi 300.000 kontrat iken opsiyon sözleşmelerinin günlük ortalama işlem hacmi 10 milyon kontrattır. Aşağıdaki grafikte söz konusu ayırımın Ocak 2000 ile Nisan 2003 arasındaki aylık gelişimi yer almaktadır.

Grafik 11: KOFEX İşlem Hacminde Dağılım



4- Üyelik

Türev Ürünler:

KORE BORSASI

3 tür üyelik mevcuttur, normal üyelik, özel üyelik ve ATS (Alternative Trading System) üyeliği. Normal üyelerin Borsa'da işlem yapabilme yetkisinin yanında, genel kurulda oy kullanma, Borsa'nın varlıkları üzerinde hak sahibi olma, yönetim kurulunda üye olma gibi hakları mevcuttur. Özel üyeler ise normal üyelerin aksine Borsa'ya sermaye katkısı bulunmayan, sadece işlem yapma yetkisi bulunan üyelerdir. Özel üyelerin bir kısmının takas yapma yetkisi bulunmamaktadır. Takas yetkisi bulunmayan kurumlar normal üyeler üzerinden takas işlemlerini gerçekleştirmek zorundadırlar. ATS üyeleri ise Borsa'ya kote olmuş menkul kıymetlerde işlem yapma yetkisi bulunan brokerlardır. Şu anda toplam 51 üyenin 29'u normal, 21'i özel ve 1 tanesi ATS üyesidir. 51 üyenin 15'i yabancı aracı kuruluştur.

KOFEX

KOFEX üyeleri mali bünyelerine takas yetkisi olan üyeler (10 adet), takas yetkisi olmayan üyeler (2 adet) ve takas yetkisi olmayan özel üyelerden (2 adet) oluşmaktadır. KOFEX'e üye olabilmek için Finansal Danışma Komisyonu'ndan (Financial Supervisory Commission) lisans almak gerekmektedir.

Özel Sektör Tahvilleri:

Kore Borsası Genel Tahvil Piyasası'nda ancak borsa üyeleri işlem yapabilmektedir. Bu piyasada işlem yapmak isteyen yatırımcılar sadece yetkili üyeler aracılığıyla piyasaya ulaşabilmektedirler. Borsa'da iki tür üyelik söz konusudur, normal üyelik ve özel üyelik. Şu anda 31 normal ve 9 özel üye Tahvil Piyasası'nda işlem yapma yetkisine sahiptir.

6- Takas Sistemleri

Tablo 19: G. KORE TAKAS KURULUŞLARI

	KSD	KSD	KSE	KOFEX
Takasa Konu Ürün ¹	S	G, B	D	D
Yönetici/Sahip ²	B, O	B, O	O	O
Katılımcı Sayısı	109	40	51	10
Takas süresi	T+2	T, T+2	T+1	T+1
Nakit takas kuruluşu ²	O	O	SE	SE

1. B= Tabvil, C=Mevduat Sertifikası, G=Devlet Tabvili/Hazine Bonosu, S=Hisse Senedi, D=Türev Ürünler, O=Diğer

2. B=Bankalar, CB=Merkez Bankası, SE= Organize Borsa, O= Diğer

Türev ürünlere ait işlemlerin netleştirmesi ve takası Kore Borsası tarafından yapılmaktadır.

Vadeli İşlem Sözleşmeleri:

Güne ait işlemler bittikten sonra Borsa uzlaşma fiyatını ilan etmektedir. Borsa, kapanış fiyatını uzlaşma fiyatı olarak kullanmaktadır. Eğer o gün işlem olmamışsa, işlem gerçekleşen en yakın işlem gününün kapanış fiyatı günlük kar/zarar hesaplamasında dikkate alınmaktadır. Eğer bu fiyatla hesaplanan teorik fiyat arasındaki fark günlük fiyat limitini aşıyorsa teorik fiyat uzlaşma fiyatı olarak ilan edilmektedir. Vade sonunda ise KOSPI 200 endeksinin değeri uzlaşma fiyatı olarak kullanılmaktadır.

Opsiyon Sözleşmeleri:

Uzun taraf işlem gününün ertesi günü opsiyon primini ödemekle yükümlüdür. KOSPI 200 endeksi üzerine yazılan opsiyon sözleşmeleri Avrupa tipi olup vade sonunda kullanılabilirler. Takas miktarı, kullanım fiyatı ile KOSPI 200 endeksinin son gündeki değeri arasındaki fark olarak belirlenmektedir. Takas vadeyi takip eden gün gerçekleşmektedir.

Kore Borsası Genel Tahvil Piyasası:

Takas Kore Borsası tarafından yapılmaktadır. Takas için iki yöntemden biri seçilebilmektedir, fiziki teslimat ve nakit uzlaşma. Eğer fiziki teslimat yapılacaksa takas T+2 gününde yapılmaktadır. Nakit uzlaşma yöntemi seçildiğinde ise takasın aynı gün tamamlanması gerekmektedir.

6- Teminatlandırma

KORE BORSASI

Türev piyasalarda işlem yapmak isteyen yatırımcılar Borsa üyesi bir kurumda hesap açtırmak zorundadırlar. Yabancı yatırımcıların hesap açmadan önce Finansal Danışma Servisi'ne gerçek isimleriyle kayıt olmaları gerekmektedir. Vadeli işlem sözleşmesi ve opsiyon sözleşmesi alıp satmak isteyen bir yatırımcı, minimum 5 milyon Won (1 ABD Doları = 1.191 Won) tutarında nakdi veya menkul kıymeti (Kore Borsası'na kote olmuş hisse senedi ve tahvil) önceden teminat olarak yatırmalıdır.

Teminatlandırma sisteminde pozisyonların kapatılması durumunda ortaya çıkacak riske göre teminat hesabı yapılmaktadır. Diğer bir ifadeyle riske dayalı teminatlandırma sistemi kullanılmaktadır.

Teminat hesabındaki tutar sürdürme teminatı seviyesinin altına düşen hesapların ertesi gün saat 12:00'a kadar teminat eksikliğini tamamlaması gerekir (Başlangıç teminatı %15, sürdürme teminatı %10'dur). Temerrüt oluşması durumunda temerrüte düşen üyenin işlemleri durdurulur ve tüm müşteri hesaplarındaki açık pozisyonlar başka bir üyeye aktarılır. Temerrütün kapatılması için Borsa:

- temerrüte düşen üyenin nakit ve nakit dışı teminatlarını
- temerrüte düşen üyenin Joint Compensation Fund'a (JCF) yaptığı katkı payını
- temerrüte düşen üyenin Fidelity Guaranty Money olarak yatırdığı tutarı
- diğer üyelerin JCF'deki katkı paylarını

kullanmaktadır.

KOFEX

Müşterilerle üyeler arasındaki işlemler için müşteriler işlem yapmadan önce aracı kuruluş nezdindeki hesaplarına teminat yatırmak zorundadır. Müşteri hesabında yeterince teminat bulunmayan üyelerin sisteme emir girmesine izin verilmemekte-

dir. Buna karşılık üye ile KOFEX arasındaki işlemler için teminat bulundurma şartı aranmamaktadır. Teminatın T+1'de saat 12:00'a kadar yatırılması yeterlidir.

Müşteriler için geçerli olan teminatlar başlangıç teminatı, sürdürme teminatı ve ek teminat olarak üçe ayrılmaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri dışındaki vadeli işlem sözleşmeleri için başlangıç teminatı olarak kontrat bazında sabit teminatlandırma uygulanmaktadır. Teminatın büyüklüğü kontrat türüne göre 500.000 Won ile 2 milyon Won arasında değişmektedir. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri için ise sözleşmenin baz fiyatının seviyesine göre değişen, sabit miktarlarda başlangıç teminatı alınmaktadır.

Opsiyon sözleşmelerinde hesapta bulunması gereken başlangıç teminatı seviyesi opsiyonun değerine göre değişmektedir.

Müşterinin teminat hesabındaki teminat sürdürme teminatı seviyesi olarak belirlenen seviyenin altına düştüğü takdirde müşterinin bir sonraki gün saat 12:00'a kadar ek teminat yatırarak hesabındaki teminatı başlangıç teminatı seviyesine tamamlaması gerekmektedir. Eksik teminatın tamamlanmaması durumunda üye, müşterinin pozisyonu likide etme yetkisine sahiptir. Sürdürme teminatı seviyeleri ürünlere göre farklılık göstermektedir. Örneğin endeks vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonları için sürdürme teminatı seviyesi % 10 iken depo sertifikası vadeli işlem sözleşmesi için bu oran % 0.2'dir.

4.B.4. ABD

1- Genel Bilgiler

Modern Amerikan ekonomisinin kökleri Avrupalı yerleşimcilerin ekonomik kazanım elde etmeye çabaladıkları XVI., XVII. ve XVIII. Yüzyıllara uzanır. Yeni Dünya bundan sonra sınırlı ölçüde başarılı bir koloni ekonomisinden küçük ve bağımsız bir çiftlik ekonomisine ve giderek de çok karmaşık bir endüstri ekonomisine dönüşü. Birleşik Devletler bu evrim sırasında büyümesine ayak uyduracak daha da karmaşık kurumlar geliştirdi. Hükümetin ekonomideki rolü ise her dönemde görülmekle birlikte genelde arttı. İç Savaş'ı izleyen hızlı ekonomik gelişme modern ABD endüstriyel ekonomisinin temellerini oluşturdu. Bir yeni keşifler ve icatlar patlaması görüldü ve bu olgu yarattığı derin değişiklikler nedeniyle bazıları tarafından "ikinci bir endüstri devrimi" olarak tanımlandı.

ABD hakkındaki bazı temel göstergeler aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

	1997	1998	1999	2000	2001
GSYİH (milyar US\$)	8,318.4	8,781.5	9,274.3	10,082.2	10,445.6
Kişi Başı Milli Gelir (US\$)	30,147	31,480	32,890	34,470	35,000
Enflasyon – 12 aylık tüketici enflasyonu (%)	2.3	1.5	2.2	3.4	2.8
Büyüme Hızı (%)	4.4	4.2	4.1	3.8	0.3

2- Sermaye Piyasası Ürünleri ve Borsalar

Özel Sektör Tahvilleri:

Amerika Birleşik Devletleri dünya özel sektör tahvil pazarları içinde tartışmasız olarak ayrıcalıklı bir konuma sahiptir. 2001 senesi itibarı ile 5.2 Trilyon ABD\$'lık bir büyüklüğe ulaşmış pazar büyük ölçüde kurumsal yatırımcılar tarafından yönlendirilmektedir. Ticari banka işlemlerinin büyük ölçüde kendi eyaletleri ile sınırlandırılmasıyla işlevselliğini kazanan özel sektör tahvil piyasalarında işlemlerin büyük bir kısmı emekli sandıkları, yatırım fonları, banka yatırım departmanları ve sigorta şirketleri tarafından yönlendirilmekte olup, bireysel yatırımcıların pazardan %5'in altında bir pay aldığı tahmin edilmektedir.

Tablo 20: AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ TAHVİL PAZAR BÜYÜKLÜKLERİ
Nominal Değerler (Milyar ABD \$)

	Kurumsal Finansal	Kurumsal Endüstriyel	Toplam Özel Sektör	Devlet Tahvilleri	Yabancı Tahviller	Euro Bond'lar	Toplam Tahviller
1990	538	961	1,499	4,144	115	525	6,283
1991	603	1,087	1,690	4,536	130	548	6,904
1992	688	1,155	1,843	4,932	147	570	7,492
1993	876	1,230	2,106	5,432	230	577	8,345
1994	1,009	1,253	2,262	5,804	242	617	8,825
1995	1,205	1,344	2,549	6,114	292	680	9,635
1996	1,382	1,460	2,842	6,454	348	933	10,577
1997	1,558	1,610	3,168	6,779	395	1,216	11,558
1998	1,849	1,830	3,679	7,266	420	1,439	12,804
1999	2,070	2,060	4,130	7,756	422	1,977	14,285
2000	2,281	2,235	4,516	8,026	495	2,380	15,417
2001	2,616	2,559	5,175	8,589	487	2,840	17,091

Birkaç önemli kağıt dışında ikincil piyasa büyük ölçüde likidite yetersizliğine sahiptir. İşlemlerin büyük bir çoğunluğu birincil piyasalarda gerçekleşmekte, dağıtımlar; a) kurumsal tahvil dağıtımı, b) özel plasmanlar, c) anlaşmalı plasmanlar, ve d) halka arzlar şeklinde gerçekleşmektedir. 2001 yılında yaklaşık 870 milyar ABD\$ değerinde tahvil piyasalara ihraç edilmiştir. Aşağıdaki tabloda ABD pazarında işlem gören özel sektör tahvil çeşitleri verilmiştir.

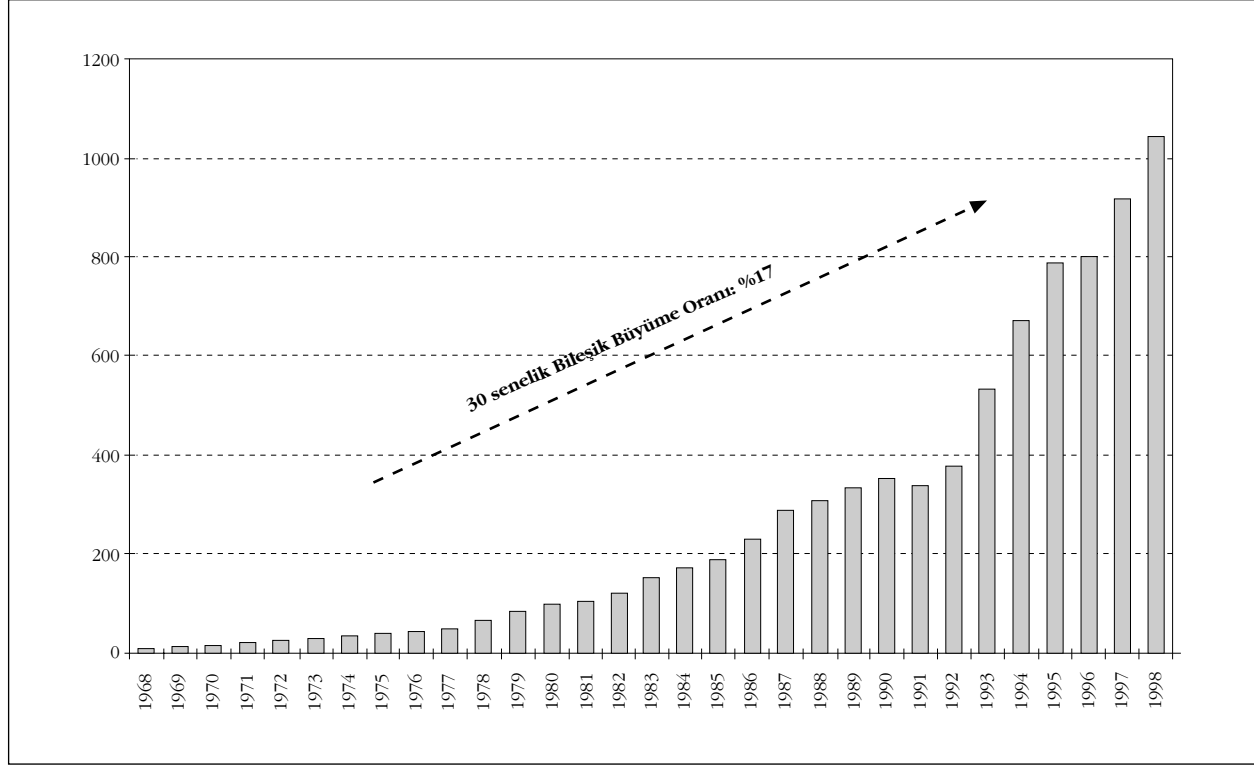
Tablo 21: ABD KURUMSAL BONO TIPLERİ

Sürelerine Göre	Fiyatlamaya Göre	Menkul Tipine Göre	Kredi Kalitesine Göre
Kurumsal	Sabit Faizli Tahviller	İpotek Bonoları	Yatırım Dereceli Tahviller
Kısa Vadeli (25 Sene)	Sıfır Faizli Tahviller	Teminatlı Tahviller	Yüksek Getirili Tahviller
Orta Vadeli (5-12 Sene)	Değişken Faizli Tahviller	Ekipman Sertifikalı Tahviller	
Uzun Vadeli (12-Sene)		Güvencesiz Tahviller	

3- Vadeli İşlemler Piyasası - CBT

Amerika Birleşik Devletleri'nde türev ürünlerin ilk kullanımı 1848 yılında 82 üyesiyle faaliyete geçen "Chicago Board of Trade (CBT)" ile beraber başlamıştır. Kullanımlarındaki farklılıklar nedeniyle "Privileges" olarak da adlandırılan ilk opsiyonlar satıcı ve alıcıların birbirleri ile belirledikleri şartlar üzerinden yürümekteydi. Yaklaşık bir asırsan fazla bir süre emtia sözleşmelerinin üzerinden yürüyen türev ürünlerinin işlemleri, zor kullanımları, likidite sorunları ve işlemlerin gerçekleşeceği fiziki bir alanın olmaması nedenlerinden derinlik kazanamamıştır. Ancak, 1960 yıllarla beraber türev ürünlerde bir standartlaşma başladı. Ürünlerin değerlendirilmesine çok büyük bir kolaylık getiren bu standartlaşma, bir takas sisteminin oturulması ve bir de piyasaya çift taraflı bir ticaret dinamiğinin yerleştirilmesi sayesinde hisse opsiyonları Nisan 1973 yılında "Chicago Board Options Exchange (CBOE)" 'de işlem görür hale geldi ve opsiyon ticaretine ilgi giderek artmaya başladı. İlk işlem gününü 911 kontrat ile kapatan borsada kısa sürede günlük hacimler 200,000 kontratın üzerine çıkmıştır. Sırasıyla 1975 yılında alım opsiyonları, 1977 yılında ise satış opsiyonları işlevlik kazanmıştır. Bunları takiben, 1982 yılında endeks vadeli işlemler, 1983 yılında ise endeks opsiyonları işleme alınmıştır.

**Grafik 12: ABD Vadeli Pazarının Gelişimi
(milyon kontrat)**

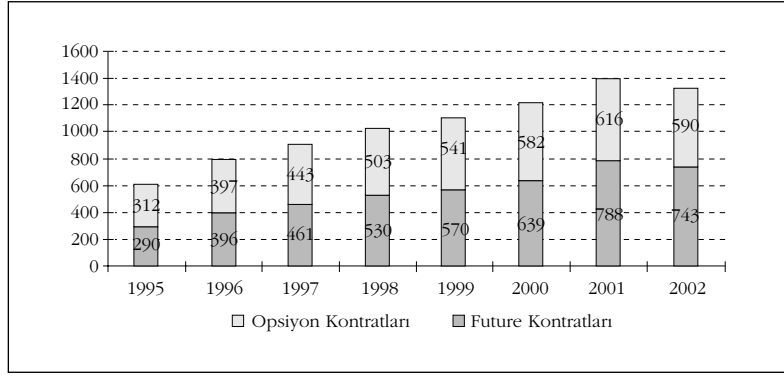


Halen Amerika Birleşik Devletleri'nde türev işlemlerin alım satımı 5 ayrı borsada sürmektedir. Bunlar;

American Stock Exchange ("AMEX"),
Chicago Board Options Exchange ("CBOE"),
International Securities Exchange ("ISE"),
Pacific Exchange ("PCX), ve
Philadelphia Stock Exchange ("PHLX")'dir.

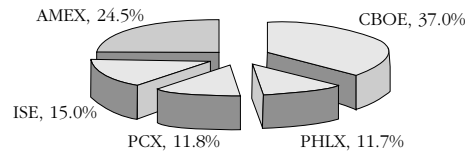
1993 yılına kadar diğer tüm ülke pazarlarından daha fazla işlemin yapıldığı, yılda ortalama 1.3 – 1.4 milyar kontratın işlem gördüğü ABD pazarı halen dünyanın en büyük türev araçlar piyasasını oluşturmaktadır. 2001 yılı baz alındığında ABD piyasalarında 788 milyon adet opsiyon ve 616 milyon adet de future kontrat gerçekleşmiştir. Yıllar bazında işlemlerin dağılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Grafik 13: ABD Türev Araçlar Piyasası Toplam İşlem Hacmi (milyon kontrat)



Ağustos 1999 yılına kadar sadece tek bir borsada işlem gören ürünler, borsalar arası artan rekabetin etkisiyle birden fazla borsada işlem görmeye başlamışlar ve elektronik ortam ticaretinin de artırdığı rekabet nedeniyle karlılıklarını büyük ölçüde yitirmişlerdir. Yapılan düzenlemelerin ardından, rekabet şartları oluşturulmuş ve ürün kotasyonları belli kurallara bağlanmıştır. Aşağıdaki şema ve tablo ABD borsalarının opsiyon ürünlerdeki Pazar paylarını göstermektedir.

Grafik 14: ABD Toplam Opsiyon Pazar Payları - 2002



Tablo 22: ABD OPSİYON BORSALARI PAZAR PAYLARI - 2002

Opsiyon Formatı	CBOE	AMEX	ISE	PHLX	PCX
Hisse Senedi Opsiyonları	32.7 %	24.5 %	16.9 %	12.9 %	13.0 %
Endeks Opsiyonları	56.0 %	24.7 %	6.7 %	6.2 %	6.4 %

ABD borsalarında opsiyon ürünler çok çeşitlilikleri ve kullanımlarındaki karmaşık özellikleri ile göze çarparken, future ürünlerin alım satımında giderek daha fazla artan bir konsantrasyon görülmekte, işlemler büyük çoğunlukla belli ürünler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Özellikle faiz ve endeks kontratları piyasadan yoğun ilgi görmektedir. Opsiyon ürünlerde ise endeks ve hisse senedi ürünlerinin daha fazla kullanımına rağmen, pazara yeni sürülen yaratıcı ürünlere olan ilgi hemen artmaktadır. Aşağıda ABD borsalarında işlem gören önemli opsiyon ürünlerini görebilirsiniz.

Tablo 23: AMERİKAN BORSALARINDA İŞLEM GÖREN OPSİYON ÜRÜNLERİ

CBOE	PHLX	PCX	AMEX
Sektör Endeks Opsiyonları	Sektör Endeks Opsiyonları	Sektör Endeks Opsiyonları	Sektör Endeks Opsiyonları
Hisse Senedi Opsiyonları	Hisse Senedi Opsiyonları	Hisse Senedi Opsiyonları	Hisse Senedi Opsiyonları
HOLDERS Opsiyonları	HOLDERS Opsiyonları	HOLDERS Opsiyonları	ETFs Opsiyonları
ETFs Opsiyonları	ETFs Opsiyonları	ETFs Opsiyonları	HOLDERS Opsiyonları
Faiz Opsiyonları	FLEX Opsiyonları		FLEX Opsiyonları
Özel Ürünler	LEAPS Opsiyonları		LEAPS Opsiyonları
FLEX Opsiyonları	Currency Opsiyonları		
LEAPS Opsiyonları			

Tablo 24: AMERİKAN TÜREV ARAÇLAR PİYASALARINDA EN FAZLA İŞLEM GÖREN

FUTURE KONTRATLAR		
Faiz Future Kontratları	Hisse Senedi Endeksler	Ham Petrol Kontratları
3 Aylık Eurodolar Future Kontratlar	Nasdaq 100 Endeks Kontratlar	Çeşitli Kontratlar
US T-Bonds Future Kontratlar	S&P 500 Endeks Kontratlar	
5 Year T-Bonds Kontratlar		

ABD’de türev araçların alım satımında her bir borsanın ayrı metodolojiler kullandıkları görülmektedir. Teknolojik gelişmelere bağlı olarak ABD’de vadeli işlem borsalarında elektronik işlem ortamına hızlı bir geçiş başlamıştır. Özellikle artan rekabet’in getirdiği, kaliteli ve hızlı hizmet anlayışı elektronik ticaretin gelişmesinde büyük rol oynamıştır. Şikago Ticaret Borsası (CME)’nin, 1988’de planlamaya başladığı Globex sitemini 1990’larda uygulamaya koymasına ile başlayan elektronik ticaret giderek daha fazla yaygınlaşmıştır. Örnek vermek gerekirse, türev ürün işlemlerinin yapıldığı borsalara baktığımızda;

AMEX'de alım satım işlemlerinin %75'sinden fazlasının "State-of-the-Art" adı verilen sistem dahilinde elektronik ortamda yapıldığını, fiziki (floor) işlemlerinin ise BARS adı verilen bir sistemle otomasyona geçirildiğini,

CBOE'de alım satım işlemlerinin, içinde elektronik ve fiziki ticaretin en avantajlı özelliklerini barındıran, bir hibrit sistem ile yapıldığını,

ISE'de tüm alım satım işlemlerinin elektronik ortamda yapıldığını görmekteyiz. ISE bu özelliği ile ABD türev piyasa borsalarında pazar payını giderek arttırmaktadır.

4- Üyelik

ABD'de türev araçlar borsalarında çeşitli üyelik seçenekleri mevcuttur. Her borsanın farklı üyelik kriterleri olmakla birlikte, üyelikler alım satım işlemlerine tabi oldukları gibi aynı zamanda açık arttırma ile kiralanabilmektedirler. Aşağıda ABD borsalarının üyelik sistematiği hakkında bilgiler verilmektedir.

- AMEX: 834 Adet Normal, 30 Asil ve de 10 adet işlem limitli üye sertifikası sahibi vardır. Borsa aynı zamanda, uzman sertifikası altında uzaktan erişim ile işlem yapabilen üye kabul etmektedir.
- PCX, 552 üyeden oluşmuş bir yapıya sahiptir. Üyeler takas ofisleri, işlem odası üyeleri ve ofis üyeleridir.
- PHLX 218 üye organizasyonundan oluşmakta, opsiyon üyeliği, hisse senedi üyeliği ve normal üye seçeneklerini yatırımcılara sunmaktadır.
- ISE'nin sunduğu üyelik tipleri ise birincil piyasa yapıcılar (10 adet), rekabetçi piyasa yapıcılar (19 adet) ve elektronik erişim üyeliği (122 adet) olarak üçe ayrılmaktadır.
- CBOE'de ise 20 adet öncü piyasa yapıcısı, 7000'in üzerinde üye ve 500'ün üzerinde üye firma mevcuttur.

5- Takas Sistemi

ABD'de takas ofisleri Avrupa ve Asya'da olduğu gibi kamu yönetiminde değildir. ABD'de opsiyon işlemlerinin tümü, özerk bir şirket olarak 1973 yılında kurulan The Options Clearing Corporation ("OCC") tarafından garanti altına alınmıştır. OCC'nin kurulmasından önce, opsiyon işlemi yapmak isteyen bir yatırımcı, menkul kıymet firmasının veya opsiyon sahibinin etik veya mali dürüstlüğüne bağlıydı. Dahası, işlemler pozisyonların kapatılacağına dair hiçbir güvence taşımıyordu.

OCC, Securities Exchange Commission ("SEC") tarafından düzenlenen tüm opsiyon işlemlerinin takaslarının yapıldığı kurumdur. Taraflar arasında, alım veya satım işlemine göre ters tarafta yer alarak, kontrat performanslarını güvenilir kılmaktadır. Tüm alım satım işlemleri OCC'ye ödenmekte ve OCC tarafından ödenmektedir.

Opsiyonların vadeleri son kullanım aylarının üçüncü cumasını takip eden Cumartesi günleri dolar. Tüm işlemlerinin bir günlük bir takas süresi vardır. Alımlar tamamen ödenmekte, satıştan elde edilen gelirler ise hesaplara takas günü girmektedir. Son vade günü yapılan işlemlerde ise takas günü işlem günü olarak kabul edilmektedir.

Future Kontratlar da ise, pazar kurallarının dışında iki Amerikan kurumu işlemleri düzenlemekte ve denetlemektedir. Bunlar;

- National Futures Association ("NFA"), ve,
- Commodity Future Trading Commission ("CFTC")'dır

6- Teminatlandırma

NFA tarımsal kontratlar dışında tüm kontratları düzenleme yetkisine sahiptir. Bindiği gibi future kontratlar gün bazında taşınmaktadır. Takas bürosu tarafından istenen marj ödemeleri her gün tekrarlanmakta ve finansal risk belli ölçülerde azaltılmaktadır. Risklerin sınırlanması açısından günlük fiyat ve pozisyon limitleri uygulanmaktadır.

İşlemler başlamadan önce, kontrat fiyatının günlük değişim yüzdesinin 1 ila 10 katı arasında yada kontratın nominal değerinin %5'i ile %25'i arasında değişen bir ücret depozito olarak yatırılmalı, işlemler sırasında ise, hesapta duran toplam depozito mutlaka muhafaza marjı denilen bir marj seviyesinin üzerinde kalmalıdır. Bu seviye genelde işlemler başlamadan yatırılan depozitonun %75'i dolaylarındadır. Yatırımcının marjın altında kalması durumunda takas bürosu extra depozitoyu şart koşmakta, yada broker pozisyonu kapatabilmektedir.

