

18421

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME FAKÜLTESİ FİNANS ANA BİLİM DALI

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLERDE  
İKİNCİ EL PİYASALAR

TÜRKİYE'DE VE DÜNYADAKİ  
İŞLEYİŞ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NURSEN DURAPLI

5667

Danışman: Prof. Dr. ÜNAL BOZKURT

**Y. E.**  
**Yükseköğretim Kurulu**  
**Dokümantasyon Merkezi**

İstanbul, 1992

Bu çalışmada, değerli görüş ve önerileriyle çalışmamı yönlendiren danışman hocam Prof. Dr. nal BOZKURT ve Sn. Abdullah AKYÜZ'e ve bugüne kadar göstermiş oldukları sonsuz sevgi ve destekleri nedeniyle aileme teşekkür ederim.



## İÇİNDEKİLER

|                                                                  | Sayfa |
|------------------------------------------------------------------|-------|
| GİRİŞ .....                                                      | 1     |
| I. İKİNCİ EL TAHVİL PİYASALARININ DÜNYADAKİ İŞLEYİŞİ             |       |
| 1. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE İKİNCİ EL TAHVİL PİYASALARI.....            | 3     |
| 1.1. JAPONYA .....                                               | 3     |
| 1.1.1. Japon Piyasasındaki Sabit Getirili Menkul Kıymetler ..... | 3     |
| 1.1.2. İkinci El Piyasanın İşleyişi .....                        | 4     |
| 1.1.3. Borsa Dışı Piyasalarda (OTC) işlemler .....               | 6     |
| 1.1.4. Borsalarda Gerçekleşen İşlemler .....                     | 6     |
| 1.1.5. Repo İşlemleri (Gensaki) .....                            | 7     |
| 1.2. ALMANYA .....                                               | 8     |
| 1.2.1. Almanya Tahvil Pazarı .....                               | 8     |
| 1.2.2. Almanya İkinci El Tahvil Piyasası .....                   | 11    |
| 1.2.3. İşlemlerde Takas .....                                    | 12    |
| 1.3. İTALYA .....                                                | 12    |
| 1.3.1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler Pazarı .....              | 12    |
| 1.3.2. Düzenlenmiş İkinci El Tahvil Piyasası .....               | 13    |
| (Circuito Telematico)                                            |       |
| 1.3.3. Takas ve Saklama .....                                    | 15    |
| 1.3.4. Sonuç .....                                               | 15    |
| 1.4. KORE .....                                                  | 16    |
| 1.4.1. İkinci El Piyasa .....                                    | 17    |
| 1.4.2. Repo İşlemleri .....                                      | 18    |
| 1.5. YUNANİSTAN .....                                            | 19    |
| 1.5.1. Pazarın Yapısı .....                                      | 19    |

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| 1.5.2. Piyasadaki Sabit Getirili Menkul Kıymet Çeşitleri ..... | 20 |
| 1.5.3. Vergilendirme .....                                     | 21 |
| 1.5.4. İkinci El Piyasa .....                                  | 21 |
| 2. Ülke Piyasalarının Karşılaştırılması .....                  | 22 |

## II. TÜRKİYE'DE SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLERDE İKİNCİ EL PIYASA

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Türkiye'deki Sabit Getirili Menkul Kıymetlerin Sınıflandırılması .....      | 23 |
| 1.1. Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri .....                                | 23 |
| 1.2. Kamu Kurum ve kuruluşlarınca ihraç Edilen Tahviller .....                 | 23 |
| 1.3. Gelir Ortaklığı Senetleri .....                                           | 23 |
| 1.4. Yerel Yönetimlerce ihraç Edilen Tahviller .....                           | 24 |
| 1.5. Özel Sektör Tahvilleri .....                                              | 24 |
| 1.6. Finansman Bonoları .....                                                  | 24 |
| 1.7. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar .....                           | 24 |
| 1.8. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri .....                                    | 24 |
| 2. Sabit Getirili Menkul Kıymetlerde İkinci El Piyasayı Doğuran Nedenler ..... | 24 |
| 3. İkinci El Piyasanın İşleyişinde SPK Öncesi Dönem .....                      | 27 |
| 4. İkinci El Tahvil Piyasasını İşleyişinde SPK Sonrası Dönem .....             | 28 |
| 5. Sabit Getirili Menkul Kıymetlerde Vergilendirme .....                       | 31 |
| 6. İkinci El Piyasada Repo İşlemleri .....                                     | 32 |
| 7. İkinci El Piyasanın Kantitatif Görünümü .....                               | 35 |
| 8. Türk Sermaye Piyasası'nda Özel Sektör Tahvillerinin Yeri .....              | 46 |

### III. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI MENKUL KIYMETLER PİYASASI

|                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Tahvil İkinci El Piyasasının Düzenlenme Gereği .....                     | 48 |
| 2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Menkul Kıymetler Piyasası .....       | 50 |
| 2.1. İşlem Gören Menkul Kıymetler ve İşlem Yetkisi ....                     | 50 |
| 2.2. MKP İşlem Limitleri ve İşlem Limiti Karşılıkları .                     | 51 |
| 2.2.1. İşlem Yapabilme Limitleri .....                                      | 51 |
| 2.2.2. İşlem Limiti Karşılıkları .....                                      | 52 |
| 2.3. Piyasanın İşleyişi ve İşlemlerin Gerçekleşmesi ...                     | 53 |
| 2.3.1. İşlem Türleri ve İşlemlerin Büyüklüğü .....                          | 53 |
| 2.3.2. Emirlerin İletilmesi ve İşlemlerin Gerçekleşmesi .....               | 54 |
| 2.4. İşlemlerde Valör ve Takas .....                                        | 55 |
| 2.4.1. Takas İşlemlerinde Netleştirme ve Temerrüt ..                        | 56 |
| 2.5. MKP Verilerinin Dağıtılması .....                                      | 57 |
| 2.6. MKP ve Hisse Senedi Piyasası Arasındaki Benzerlikler ve Farklar .....  | 57 |
| 2.7. MKP Alım Satım Fiyatlarının Hesaplanmasında Kullanılan Formüller ..... | 58 |
| 2.7.1. Hazine Bonosu ve 1 Yıllık Devlet Tahvilleri .                        | 58 |
| 2.7.2. Devlet Tahvilleri .....                                              | 59 |
| 2.7.3. Değişken Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri .....               | 59 |
| 2.7.4. Finansman Bonoları .....                                             | 60 |
| 2.7.5. Özel Sektör Tahvilleri .....                                         | 60 |
| 2.8. Menkul Kıymetler Piyasasının Gelişimi .....                            | 61 |
| SONUÇ .....                                                                 | 66 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR .....                                                | 68 |
| EKLER                                                                       |    |

## TABLO VE GRAFİKLER

|                                                                    | Sayfa |
|--------------------------------------------------------------------|-------|
| TABLO I.1. Japonya Tahvil Stoku.....                               | 4     |
| TABLO I.2. Japonya Repo Pazarı.....                                | 8     |
| TABLO I.3. Çeşitli Ülkelerde Ortalama Verimler.....                | 22    |
| TABLO II.1. İkinci El Piyasa İşlemlerinin Tescili.....             | 30    |
| TABLO II.2. İç Borç Stoku İçinde Tahvil ve Bononun Payı.....       | 36    |
| TABLO II.3. İç Borç Stoku İçinde Tahvil ve Bononun Payı (%)...36   | 36    |
| TABLO II.4. Sabit Getirili Menkul Kıymet İhraçları.....            | 38    |
| TABLO II.5. İkinci El Piyasa İşlem Hacmi.....                      | 40    |
| TABLO II.6. Sabit Getirili Menkul Kıymet Stokları.....             | 41    |
| TABLO II.7. İşlem Hacmi Değişimi.....                              | 42    |
| TABLO II.8. Borsa'da Yapılan İşlemlerin Üyelere Göre Dağılımı..... | 43    |
| TABLO II.9. Yatırım Fonları Portföy Yapısı.....                    | 44    |
| TABLO III.1. Borsa Üyelerinin MKP'ye Başvuru Yüzdeleri.....        | 62    |
| TABLO III.2. Menkul Kıymetler Piyasası Verileri.....               | 63    |
| TABLO III.3. İşlem Hacmi Dağılımı.....                             | 65    |
| GRAFİK II.1. İç Borçlanma Dağılımı.....                            | 37    |
| GRAFİK II.2. Sabit Getirili Menkul Kıymet İhraçları.....           | 39    |
| GRAFİK II.3. İşlem Hacmi.....                                      | 42    |
| GRAFİK II.4. Yatırım Fonları Portföy Yapısı.....                   | 45    |
| GRAFİK III.1. MKP-OTC Hareketli Ortalama.....                      | 61    |
| GRAFİK III.2. MKP İşlem Hacmi.....                                 | 64    |



## GİRİŞ

Bu çalışmada sabit getirili menkul kıymetler'in ikinci el piyasaları ele alınarak bu piyasaların çeşitli ülkelerde ve Türkiye'deki işleyişi anlatılmaya çalışılmıştır.

Sabit getirili menkul kıymetlerin, hisse senetlerinden farklı olarak borsalar dışında, serbest piyasalarda da işlem görüyor olması ve diğer yandan Türkiye'de 17 Haziran 1991'de organize bir tahvil piyasasının kurulması ile tahvil ikinci el piyasalarının Türk sermaye piyasasında tekrar gündeme gelmesi ile bu konunun incelenmesinin ilginç olacağı düşünülmüştür.

Türkiye'de, sabit getirili menkul kıymetler ikinci el piyasasının, diğer ülke piyasaları ile karşılaştırılarak, derinliğinin, etkinliğinin ve özelliklerinin değerlendirilebilmesi açısından çeşitli ülkelerdeki ikinci el piyasalara da Türkiye'deki piyasanın yanısıra çalışmada ayrıca yer verilmiştir.

Bilindiği gibi, sabit getirili menkul kıymetler, belirli bir vade ve belirli bir getiriye garanti edecek şekilde ihraç edilen menkul kıymetlerdir. İkinci el piyasalar ise, birinci el piyasalarda ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alınıp satılmasıyla oluşan piyasalardır.

Çalışmada incelenen ülkelerde mevcut bazı kıymet çeşitleri Türk sermaye piyasasında mevcut değildir ve bu nedenle çalışmanın özellikle birinci bölümünde bazı kıymet ve terimlerin Türkçe karşılığı bulunmadığından kaynağındaki şekli ile bırakılmıştır.

Çalışmada amaç sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasasını ele almak olduğundan birinci el piyasalara ve hisse senetlerine ait ikinci el piyasalara değinilmemiştir.

Çalışmanın genelinde, Devlet Tahvilleri, Hazine Bonoları, Gelir Ortaklığı Senetleri, Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonoları ve Banka Bonolarının tamamı Sabit Getirili Menkul Kıymetler adı altında toplanarak teker teker ele alınmamış ve bu genel isim altında anlatılmıştır. Ancak tüm kıymetler Kamu Menkul

Kıymetleri ve Özel Sektör Menkul Kıymetleri olarak iki ana başlığa ayrılmıştır. Devlet tahvilleri, hazine bonoları ve gelir ortaklığı senetleri Kamu Menkul Kıymetleri adı altında gruplandırılırken, özel sektör tahvilleri, finansman bonoları ve banka bonoları özel sektör menkul kıymetleri adı altında gruplandırılmıştır. Literatürde ayrı bir menkul kıymet olarak gösterilen banka garantili bonolar, banka bonoları grubuna dahil edilerek tek kalem olarak incelenmiş ve kantitatif bölümde bu açıklama dipnotlarla verilmiştir.

Çalışma üç ana bölüm olarak ele alınmıştır. Çeşitli ülkelere ait tahvil piyasalarının incelendiği birinci bölümde, dünya tahvil piyasalarında söz sahibi olan Japonya ve Almanya'nın yanısıra Türkiye tahvil piyasasına gösterdiği benzerlik açısından İtalya ve Yunanistan ve değişik bir örnek oluşturması açısından hızlı bir gelişme içinde olan Kore tahvil piyasası incelenmiştir.

İkinci bölümde, sabit getirili menkul kıymetlerde ikinci el piyasa Türkiye için ele alınmış, piyasanın tarihsel gelişimine kısaca değinildikten sonra kantitatif görünümü tablo ve grafikler yardımıyla anlatılmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde ve özellikle kantitatif yorumun yapıldığı bölümde verilerin daha sağlıklı olması açısından inceleme, Borsa ( IMKB )'nin faaliyete geçtiği yıl olan 1986'dan itibaren yapılmıştır. Bu kısımda ayrıca Türk sermaye piyasasında henüz düzenlemeye kavuşturulan ve çok büyük bir işlem hacmine sahip olduğu tahmin edilen repo işlemlerine de ayrı bir bölüm ayrılmıştır. Ayrıca Türk sermaye piyasasında ikinci el piyasalarının oldukça kısıtlı olması nedeniyle özel sektör tahvilleri de ayrı bir başlık altında ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümü tamamen, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde kurulmuş olan Menkul Kıymetler Piyasası ( MKP )'na ayrılmıştır.

Dünya genelinde, sabit getirili menkul kıymetlerdeki işlemlerin genellikle borsa dışında OTC ( Over The Counter ) piyasalarda gerçekleşiyor olmasının organize tahvil piyasalarını özellikli duruma getirdiği düşünülmüş ve oluşturulacak diğer organize piyasalara örnek teşkil etmesi açısından MKP'na ayrıca bir bölüm ayrılmıştır.

## BÖLÜM I

### İKİNCİ EL TAHVİL PİYASALARININ

### DÜNYADAKİ İŞLEYİŞİ



## 1. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE İKİNCİ EL TAHVİL PİYASALARI

Ekonomiye ve sermaye piyasalarına etkileri açısından büyük bir ağırlığa sahip olan sabit getirili menkul kıymetlerin birinci ve ikinci el piyasa hacimleri, pek çok ülkede hisse senedi piyasalarına ait rakamların çok üzerinde bulunmaktadır. Özellikle dünya ekonomisi ve sermaye piyasaları üzerinde söz sahibi olan Amerika, Almanya, Japonya gibi ülkelerdeki durum ise, kendi ekonomilerinin yanı sıra tüm dünya piyasalarını etkileyebilme güçleri açısından ayrı bir önem arz etmektedir.

Bahsedilen etkilerinden yola çıkılarak çalışmanın bu bölümünde, çeşitli ülkelerde sabit getirili menkul kıymet piyasalarının durumu ele alınmıştır.

Seçilen ülkelerde sabit getirili menkul kıymet piyasaları anlatılırken önce piyasadaki mevcut sabit getirili menkul kıymet çeşitleri başlıklar halinde verilmiş ve daha sonra işlemlerin borsalarda ve OTC piyasalardaki durumu anlatılmıştır.

### 1.1. JAPONYA (1)

#### 1.1.1. Japon Piyasasındaki Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Japonya Sermaye Piyasası'ndaki sabit getirili menkul kıymetler şu şekilde sınıflandırılmıştır:

##### A. Kamu Tahvilleri ( Public Bonds )

#### 1. Devlet Tahvilleri ( Government Bonds )

- a. Çok uzun vadeli, kuponlu, hamiline tahviller
- b. Faiz kuponu taşıyan hamiline tahviller
- c. Faiz kuponu taşıyan hamiline, orta vadeli tahviller
- d. İskontolu orta vadeli devlet tahvilleri
- e. İskontolu bonolar

#### 2. Yerel İdarelerin Tahvilleri ( Local Government Bonds )

- a. Halka arzedilen yerel idare tahvilleri
- b. Halka arzedilmeyen yerel idare tahvilleri

---

( 1 ) Securities Market In Japan, 1989.



### 3. Devlet Kuruluşlarının Tahvilleri

- a. Devlet garantili tahviller
- b. Devlet kuruluşlarının halka arzedilmeyen tahvilleri

#### B. Özel Sektör Tahvilleri

#### 1. Endüstri Tahvilleri ( Industrial Bonds )

- a. Endüstri şirketlerinin tahvilleri
- b. Elektrik idaresi tahvilleri
- c. Diğerleri

#### 2. Konvertibl tahviller

#### 3. Warantlı tahviller

#### 4. Yabancı hükümet ve kuruluşların Yen üzerinden ihrac ettikleri yabancı tahviller

#### 5. Borç Senetleri ( Financial Debenture )

- a. Cooperative Bank Debentures
- b. Banka Borç Senetleri ( Bank Debentures )

#### 1.1.2. İkinci El Piyasanın İşleyişi

Dünyanın en önemli tahvil pazarlarından birine sahip olan Japonya'da, ikinci el tahvil piyasası işlem hacmi rakamları oldukça yüksektir. 1988 yılında dolaşımdaki toplam tahvil hacmi, nominal değer olarak, 301.047 milyar Yen'dir. ( Miktarın, tahvil türleri itibarıyla dağılımı Tablo I.1'de verilmiştir. )

TABLO I.1. Japonya Tahvil Stoku

( Milyar Yen / 1988 yılı verileri )

|                               | Dolaşımdaki<br>Miktar | Oranı<br>% |
|-------------------------------|-----------------------|------------|
| Devlet tahvilleri             | 153.503               | 51         |
| Finansal borçlanmalar         | 52.661                | 18         |
| Kamu kuruluşu tahvilleri      | 46.389                | 16         |
| Yerel idare tahvilleri        | 20.584                | 7          |
| Konvertibl tahviller          | 11.008                | 4          |
| Özel şirket tahvilleri        | 10.342                | 3          |
| Yen ihraçlı yabancı tahviller | 4.782                 | 1          |
|                               | 299.269               | 100        |

Son yıllarda işlem hacmi rakamları artış göstermesine rağmen, 1988 yılı işlem hacmi 4.368.586 milyar Yen olarak gerçekleşerek bir önceki yıla oranla %75 azalmıştır. Dolaşımdaki tahviller içerisinde, yıllar itibarıyla, devlet tahvilleri, %90'ın üzerinde seyreden payları ile en yüksek işlem hacmini oluştururken, işlem hacmi sıralamasında ikinci öncelik konvertibl tahvillerin olmaktadır. 1988 yılı için bu oranlar;

|                      | İşlem Hacmi<br>(Milyar Yen) | Oran<br>% |
|----------------------|-----------------------------|-----------|
| Devlet tahvilleri    | 4.103.127                   | 94        |
| Konvertibl tahviller | 114.755                     | 3         |
| Diğer                | 150.704                     | 3         |

" Diğerleri " adı altında ifade edilen gruba; finansal borçlanmalar, devlet garantili tahviller, yerel idarelerin tahvilleri, endüstri tahvilleri ve Yen üzerinden ihrac edilmiş yabancı tahviller dahildir. İşlem hacmi rakamları, dünya uygulaması doğrultusunda, alış ve satış rakamlarından oluşan, çift taraflı kayıt metoduyla belirlenmektedir.

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

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Tahvil dealer'ları   | % 72.0 |
| Bankalar             | % 11.7 |
| Yabancı yatırımcılar | % 3.6  |
| Sigorta şirketleri   | % 1.9  |
| Diğerleri            | % 11.7 |

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

İkinci el piyasa işlemleri borsa dışında ve borsalarda gerçekleştirilmektedir.

### 1.1.3. Borsa Dışı Piyasalarda ( OTC ) İşlemler

Borsa dışındaki işlemler, menkul kıymet şirketleri ile yatırımcılar arasında veya menkul kıymet şirketlerinin kendi aralarında gerçekleşmektedir. Sabit getirili menkul kıymetlerde işlemlerin çok büyük bir kısmı Borsa dışındaki piyasada ( Over -the- counter- Market ) gerçekleşmektedir. Bu oranın, yıllar itibarıyla aldığı değerler şu şekilde olmuştur:

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

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

Özellikle devlet tahvillerinde işlemlerin çok büyük bir kısmı Borsa dışında, düzenlenmemiş piyasada gerçekleşmektedir.

### 1.1.4 Borsalarda Gerçekleşen İşlemler

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

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

Devlet tahvillerinde küçük lot işlemler ( 1 milyon Yen- 10 milyon Yen ) için günde iki seans yapılır. Özel ihraçlar öğleden sonra, normal tahviller öğleden önce yapılan seanslarda işlem görür. 10 milyon Yen'in üzerindeki büyük lot devlet tahvillerinde işlemler

devamlı ihale usulüyle yapılır. Seanslar: 09.00-11.00 ve 13.00-15.00 olmak üzere günde iki kez yapılır. 13.00-15.00 arası yapılan seansta miktarı 10 milyon Yen'in üzerindeki özel işlemler yapılır.

Seanslarda işlem gören tahvillerin lot miktarları şu şekildedir:

Devlet tahvilleri : 1-10 milyon Yen  
Warantlı tahviller : 30 milyon Yen ve daha az  
Diğer : 100 bin- 10 milyon Yen

#### 1.1.5. Repo İşlemleri ( Gensaki )

Japon sermaye piyasasında, 1970'li yıllarda ,sabit getirili menkul kıymetlerde gerçekleşen işlemlerin ortalama % 50'si repo olarak gerçekleşmiştir. Fakat 1980'lere gelindiğinde işlemlerin repo olarak gerçekleşme oranının düştüğü ve 1985 yılında %10 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu düşüşün nedenleri olarak; menkul kıymet şirketleri ve bankaların yanı sıra, özel şirketlere de çeşitli menkul kıymetler üzerinde işlem yapma yetkisinin tanınması ve repo maliyetlerindeki artış sayılabilir. Örneğin; repo işlemlerine uygulanan menkul kıymet transfer vergisi repo maliyetini artırıcı bir unsur olmuştur. Yıllar itibarıyla repo işlemlerinin gerçekleşme oranları Tablo I.2'de gösterilmiştir.

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

Repo piyasası, " call market " veya iskontolu tahvillerin pazarı gibi değil serbestçe gerçekleşen bir pazar durumundadır. Repo oranları piyasadaki diğer enstrümanların durumu ile sıkı bir şekilde bağlantılıdır ve " Securities Dealers Association ", halkı repo konusunda aydınlatmak amacıyla, repo oranları ve işlem hacmi rakamları gibi çeşitli bilgileri yayınlar.



TABLO I. 2. Japonya Repo Pazarı

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

## 1.2. ALMANYA

### 1.2.1. Almanya Tahvil Pazarı (2)

Alman Markı ile ihrac edilen tahvillerin pazarı ( DM Bond Market ), sabit getirili menkul kıymetlerde, 1989 yılı itibarıyla piyasadaki menkul kıymet hacmi olarak US Dolar ve Yen Tahvil piyasalarının ardından dünya sıralamasında üçüncü durumdadır.

Alman Markı üzerinden ihrac edilmiş olan sabit getirili menkul kıymetler üç ana başlık altında toplanabilir:

#### A. Yerli Tahviller

Bu tür tahvillerin ihracçıları şu gruplar altında toplanmaktadır:

##### a. Kamu Kuruluşları

- Alman Hükümeti ve kuruluşları, Demiryolları, Posta İdaresi ve en son olarak, Doğu Almanya'nın yeniden yapılanması için gerekli finansmanı sağlamak amacıyla oluşturulan fon. ( German Unity Fund )

- Alman Eyaletleri

- Yerel İdareler

(2) DM Bonds Structure and Rules in Germany, Dresdner Bank



- b. " Mortgage Banks " ve diğer bankalar
- c. Uzmanlaşmış kredi kuruluşları
- d. Şirketler

Kamu kuruluşlarınca gerçekleştirilen ihracatlarda en önemli pay Alman Hükümeti'nindir ve hükümetin ihrac etmiş olduğu uzun vadeli ( 1-30 yıl ) tahviller piyasada en popüler olanlarıdır. Özellikle 10 yıl vadeliilerin kullanımı daha fazladır. Özel şirketlerce ihrac edilmiş tahvillerin miktarı ise önemsenmeyecek ölçüde düşüktür. Toplam içindeki payı 1990 yılı ortalarında sadece %0,2 civarındadır. Bu grupta dolaşımda bulunan tahvillerin miktarı, 1989 yılı itibarıyla 518 milyar DM olup ihracatçıları açısından yüzde dağılımı şu şekildedir:

|                |         |
|----------------|---------|
| Alman Hükümeti | % 79,89 |
| Eyaletler      | % 7,85  |
| Yerel idareler | % 0,04  |
| Demiryolları   | % 5,27  |
| Posta idaresi  | % 6,95  |
| Fon            | -       |

Alman tahvil piyasasında dolaşımda bulunan yerli tahvillerin, 1990 yılı ilk üç ayı itibarıyla değeri 1.368 milyar DM olup bunların yüzde dağılımı da şu şekildedir:

|                              |      |
|------------------------------|------|
| Kamu tahvilleri              | % 38 |
| Belediye tahvilleri          | % 27 |
| Uzmanlaşmış Banka Tahvilleri | % 8  |
| Diğer Banka Tahvilleri       | % 17 |
| " Mortgage Bonds "           | % 10 |

#### B. DM Üzerinden İhrac Edilen Yabancı Tahviller ( Foreign DM Bonds )

Alman sermaye piyasasındaki liberalizasyon sürecinin bir sonucu olarak, son yıllarda DM tahvil pazarı hatırı sayılır bir gelişme göstermiş ve 1990 yılı ortalarında işlem miktarı, 1979 yılı rakamlarının üç katına yükselerek 214 milyar DM'a ulaşmıştır. Yerli tahvillerin %10 stopaja tabi olmasına rağmen, yabancı DM tahvillerinin bu vergilendirmeden muaf olması ve DM değerindeki istikrar da gelişmeyi destekleyici olmuştur. 1990'da Eurobond ihracatlarında DM'ın payı %10'dur.

Yabancı DM tahvillerin büyük çoğunluğu Frankfurt Borsası'na kote edilmiştir ve işlemlerin büyük çoğunluğu borsa dışı piyasada gerçekleşmektedir. Bu grubun en önemli borçluları; Dünya Bankası ve Avrupa Yatırım Bankası ( EIB ) dır. En önemli yatırımcıları ise Almanya'da yerleşik olmayan gruptur. Yabancı DM tahvilleri, 1990 yılı ilk üç ayı rakamlarına göre, Almanya sabit getirili menkul kıymetler pazarının % 9.3'lük kısmına sahiptir.

#### C. Borçlanma Sertifikaları ( Schuldscheine )

Bu tür araçlar, tahvile benzer borçlanma aracıdır. Ciro yolu ile üçüncü kişilere devredilirler. En önemli ihraççıları, kamu kuruluşları ve bunların arasında da demiryolları, posta idaresi ve bankalardır. Özel sektörün ihraçlardaki payı çok düşüktür. Sertifikaların yatırımcıları ise, daha çok yerli kurumsal yatırımcılar olan bankalar, sigorta şirketleri, büyük şirketler ve emeklilik fonlarıdır.

Borçlanma sertifikaları hamiline yazılı senetler olmadığı gibi hiç bir menkul kıymet borsasına da kayıtlı değildirler. Fiziksel teslim edilmeleri zorunludur. Vadeleri 5-10 yıl arasında olup minimum işlem miktarı 1 milyon DM'dir.

Borçlanma sertifikaları Almanya sermaye piyasasında, düzenlenmelerinin kolay olması, maliyetlerinin düşük olması ve kullanım esnekliklerinin fazla olması gibi nedenlerle tahvillere göre avantajlı duruma gelmişlerdir.

Alman sermaye piyasasında dolaşımda olan sabit getirili menkul kıymetler içindeki payları, 1990 yılı ilk üç ayı sonunda % 22'dir ve bu yüzde ile yerli tahvillerin ardından ikinci sıradadırlar.

Sabit getirili menkul kıymetler pazarında 1990 yılı ilk 9 ayı sonunda toplam tahvil stoku 2.325 milyar DM olup bunların türleri itibarıyla yüzde dağılımı ise şu şekildedir:

|                   |      |
|-------------------|------|
| Yerli tahviller   | % 66 |
| Yabancı tahviller | % 9  |
| Schuldscheine     | % 22 |
| Yeni Araçlar      | % 3  |

Yeni araçlar olarak tanımlanan menkul kıymetler, Mayıs 1985'ten bu yana piyasada olan, kuponsuz tahviller ve değişken faizli tahvillerdir.

### 1.2.2. Almanya İkinci El Tahvil Piyasası (3)

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

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

1. Resmi pazar
2. Organize pazar
3. Serbest pazar

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

Yüksek standarttaki bazı tahvillerde işlemler değiştirilebilir fiyat verme ( varying notation ) usulüyle gerçekleştirilir. Bu tür tahvillerde işlem tutarı 1 lotun altında ise yine bahsedilen şekilde broker aracılığıyla gerçekleştirilir.

---

(3) Federation Of The German Stock Exchanges, Annual Report 1989



Tahvil işlem hacmi kayıtları 1986 yılı sonuna kadar sadece satış rakamlarına dayalı olarak tutulurken, 1987 yılından itibaren dünya uygulaması paralelinde kayıtlar alım-satım olarak çift taraflı tutulmaya başlanmış ve bu doğrultuda işlem hacmi rakamları 1986 yılında 275 milyar DM iken, 1989 yılı sonunda 1.916 milyar DM'a ulaşmıştır. Yıllar itibarıyla işlem hacmi rakamlarında düzenli bir artış gözlemlenmektedir. 1989 yılı işlem hacmi rakamı bir önceki yıla göre %55 oranında artış göstermiştir. Burada bir noktaya dikkat çekmekte yarar vardır ki bahsedilen işlem hacmi rakamları Borsa'larda gerçekleşen işlemler olup bunların en az 4-5 katı kadar işlem de Borsa dışı serbest piyasada gerçekleşmektedir.

Borsalarda işlemler 10.30-13.30 saatleri arasında gerçekleştirilir.

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

### 1.2.3. İşlemlerde Takas

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

### 1.3. İTALYA (4)

#### 1.3.1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler Pazarı

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

---

(4) Current Issues In Turkish Capital Markets,  
Proceedings of the OECD-CMB Conference, September  
3 rd- 8 th, 1989, Antalya, Turkey

İtalya sabit getirili menkul kıymetler pazarında, 1991 yılı ortalarında dolaşımda bulunan menkul kıymet miktarı, yaklaşık 1.300 trilyon Lire ( 1.002 milyar \$ ) değerindedir. Dolaşımda bulunan toplam miktarın %80-85' lik kısmını devlet tahvilleri oluşturmakta ve toplam işlem hacminin %90'nına yakını İtalya yerli pazarında meydana gelmektedir. İşlemlerdeki en büyük pay, bankalar ve kurumsal yatırımcılarınadır. Piyasadaki en popüler kağıtlar ise, Hazine'nin ihrac etmiş olduğu 6-12 ay vadeli bonolardır. Hazine Bonolarının ihracı, Türkiye'de uygulanana benzer bir metodla merkez bankası tarafından ihale usulü ile gerçekleştirilmektedir. İhalelere sadece bankalar ve finansal kuruluşlar katılabilmektedir.

### 1.3.2. Düzenlenmiş İkinci El Tahvil Piyasası (5) ( Circuito Telematico )

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

İtalya'da organize bir ikinci el Tahvil Piyasası'nın kurulması oldukça yenidir. Dünyadaki pek çok sistem incelendikten sonra, daha önceleri İngiltere'de de kullanılmış olan Amerikan sistemi örnek alınmış ve bu konudaki ilk girişim 1988 yılında yapılmıştır. İlgili bakanlık, 8 Şubat 1988'de, İtalya Merkez Bankası ve toplam 141 kuruluş ile bir anlaşma imzalamış ve 16 Mayıs 1988'den itibaren, İtalyan Kamu Menkul Kıymetleri Pazarı, " Circuito Telematico " ( Automated quotation system ) adı altında faaliyete geçmiştir. 1988 yılı sonundaki üye sayısı 184 olmuş ve bu sayı 1991 yılı ortalarında 239'a ulaşmıştır. Anlaşmaya göre, kamu menkul kıymetlerinde işlem yapmaya yetkili olan kuruluşlar üç ana kategoride toplanmaktadır:

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

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

---

(5) European Domestic Bond Markets, Euromoney, July 1991



Anlaşmayla getirilen önemli hükümlerden biri, bütün üyelerin Merkez Bankası takas merkezinin ve Monte Titoli saklama merkezinin üyesi olmaları zorunluluğudur. Bu arada, büyük tepkilerine rağmen, Broker'lar anlaşmanın dışında tutulmuş ve kendilerine piyasada işlem yapabilme yetkisi tanınmamıştır.

Oluşturulan piyasada işlemler, sabah 09.30-13.00 ve öğleden sonra 15.00-16.30 saatleri arasında olmak üzere günde iki seans olarak yapılmaktadır. Her gün, işlem yapan üyelerden gelen bilgiler Merkez Bankasında toplanır ve Merkez Bankası kanalıyla, minimum-maximum-ağırlıklı ortalama fiyatlar gibi bilgiler Reuters'de yayınlanır. İşlem yapmak isteyen üyeler her türlü bilgilerini kendi terminallerinden ana sisteme aktarırlar. Piyasada işlemler fiyat esaslı üzerinden gerçekleştirilir. 1989 yılı için en düşük işlem limiti nominal değer olarak 5 Milyar Liret'tir.

Piyasanın yönlendirilmesinde en büyük etkinlik Hazine Bakanlığı'nın denetiminde, " Primary Dealers " olarak ifade edilen piyasa yapımcıların elindedir.

Piyasa yapımcı'lardan her biri, sistemdeki 30 menkul kıymetten en az 7'sine 5 Milyar Liret'ten az olmamak şartıyla alım-satım fiyatı ( kotasyon ) vermek zorundadır.

Piyasa yapımcı olarak işlem yapmaya yetkili olabilmek için; net varlık tutarının en az 20 Milyon Liret ve son bir yıllık dönemdeki kamu menkul kıymetlerdeki işlem hacminin en az 5 Trilyon Liret olması gerekmektedir.

Piyasanın yönetiminden, çeşitli üyelerden oluşturulmuş bulunan " Yönetim Komitesi " sorumludur. Komite şu üyelerden oluşmaktadır:

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

Komite küçük yatırımcıyı da piyasaya çekebilmek ve piyasayı daha aktif ve cazip hale getirebilmek için

çeşitli aralıklarla düzenlemeler yapar. Bu amaçla yapılan düzenlemelerden biri de minimum işlem yapabilme miktarını belirlemektir.

### 1.3.3. Takas ve Saklama

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

### 1.3.4. Sonuç

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

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

| ( Liret/Milyar )   | 1988   | 1989   | 1990    |
|--------------------|--------|--------|---------|
|                    | ----   | ----   | ----    |
| Toplam İşlem Hacmi | 42,857 | 72,255 | 426,923 |
| Günlük Ortalama    | 267    | 285    | 1,700   |

Büyük umutlar ve beklentilerle oluşturulan İtalyan kamu menkul kıymetleri pazarı, bekleneni verememiş ve işlemlerin büyük çoğunluğu yine piyasa dışında gerçekleşmeye devam ederken günlük ortalama işlem hacmi hedeflenenin çok uzağında kalmıştır.

#### 1.4. KORE (6)

Kore tahvil pazarı, 1970'lere kadar, hisse senedi pazarı ile kıyaslandığında oldukça az gelişmiş durumdaydı. Bahsedilen dönemde, şirketlerin finansmanında tercih edilen yol; hisse senedi ihracı ve banka borçlanmalarıydı. Dolayısıyla tahvil işlem hacmi, hisse senedi işlem hacmi rakamının oldukça altındaydı. 1980'lere gelindiğinde Kore sermaye piyasasında girişilen yenileşme hareketleriyle birlikte, hükümet politikaları tahvil piyasasını da destekleyici yönde olmuştur.

Kore tahvil pazarı, daha ziyade bir ihrac pazarı durumundadır. Dolaşımdaki tahvil stoku fazla olmasına rağmen, bunların piyasada alım-satım şeklinde işlem görme oranı ve rakamları nispi olarak düşüktür. Bunun nedenleri arasında, bireysel yatırımcılardan gelen talebin azlığı, kontrol edilen faizler, vade tarihlerindeki çeşitliliğin az olması ve alternatif yatırım araçlarının fazlalığı sayılabilir. Kore'deki tahvil çeşitleri şu iki ana grupta toplanmaktadır:

##### A. Kamu tahvilleri

1. Ulusal hükümetin ihrac ettiği tahviller
2. Yerel yönetimlerin ihrac ettiği tahviller
3. Özel ihraçlar

##### B. Özel Şirket Tahvilleri

###### 1. Garantili tahviller

- Guaranteed Bonds
- Mortgage Bonds

###### 2. Garantisiz tahviller

Kamu tahvilleri, iskontolu, bileşik faiz ile ve kuponlu olarak ihrac edilirler.

Garantili tahvillerde, anapara ve faiz ödemeleri alan-satan dışında bir finansal kuruluş tarafından garanti edilirken, mortgage tahvillerde, ihracçı şirketin mal varlıkları garanti kabul edilir. Özel şirket tahvilleri daha çok garantili olarak ve değişken faiz esasıyla ihrac edilirler. Özel şirket tahvillerinde vade dağılımı;

---

(6) Korea Stock Exchange, 1990



- 6 ay veya az
- 6 ay- 1 yıl arası
- 1 yıl-3 yıl arası
- 3 yıl-5 yıl arası

Bu arada, son yıllarda, konvertibl tahvil ve varantlı tahvil ihraçlarında artış görülmesine rağmen yine de bu oran çok yüksek değildir. Kore'deki en popüler tahviller, anapara ve faiz ödemelerindeki kesinlikten dolayı garantili tahvillerdir. Anapara ve faiz ödemeleri garantisi, belli bir komisyon karşılığında, ticari bankalar ve menkul kıymet şirketleri gibi finansal kuruluşlar tarafından verilir.

1980'li yıllarda Kore'nin, Euro-Bond piyasasında, konvertibl ve varantlı tahvil ihraçları görülmektedir.

#### 1.4.1. İkinci El Piyasa

Bütün menkul kıymet işlemleri, Borsa binası içindeki büyük bir salonda gerçekleşmektedir. İşlemler, 11 işlem görevlisi vasıtasıyla yürütülür. Görevliler, bilgi işlem şebekesi ile salona bağlıdırlar. Üyeler verdikleri her emir için bir teminat yatırmak zorundadırlar. Bu oran, satış hacminin %30'u kadardır. İşlem salonunun dört duvarından üçünde, işlemlere ait sürekli bilgilerin bulunduğu elektronik göstergeler vardır. Tahvil işlemlerine ait bilgiler de bu göstergelerde yer almaktadır.

Tahvillerde birim işlem hacmi nominal değer olarak 100.000 won'dur ve değerlendirme birimi verimdir. Verimdeki minimum değişim oranı 1 puandır.

Kore borsasında iki işlem tipi vardır:

- Normal işlemler ( Regular-way transaction )
- Nakit işlemleri ( Cash transaction )

Normal işlemlerin takası, işlem gününden sonraki ikinci işgününde, nakit işlemleri ise işlem gününde gerçekleşir. Takas işlemleri, bağımsız bir kuruluş olan, Kore Menkul Kıymet Takas Kurumu KSSC ( Korea Securities Settlement Corporation ) tarafından gerçekleştirilmektedir.

Borsa, tahvillere ilişkin olarak, işlem hacmi, alış-satış, ağırlıklı ortalama fiyat, verim gibi bilgileri günlük yayınlarıyla yatırımcılara duyurur.

Yatırımcıların, tahvillerin performansını değerlendirebilmesi amacıyla 1986 yılı başında bir index oluşturulmuştur.



$$B. I = \frac{\text{Seçilmiş tahvillerin günlük toplam fiyatları}}{\text{Seçilmiş tahvillerin baz günü toplam fiyatları}} * 100$$

İndeksin oluşturulmasında, çeşitli özelliklerine göre oluşturulmuş 15 farklı tahvil grubu esas alınmıştır. Borsa'ya kote edilmiş bütün tahviller bu gruplara dahildir ve 31 Kasım 1985 fiyatları 100 kabul edilerek indeks değeri hesaplanır.

Son 10 yıllık dönemde ( 1980-1990 ) tahvil ihracı düzenli olarak bir artış gösterirken, tahvil işlem hacmi dalgalı bir seyir göstermiş ve en yüksek değerlerine; 7.238 milyar won ile 1987 ve 8.545 milyar won ile 1988 yıllarında ulaşmıştır.

Tahvillerde faiz geliri üzerinden alınan vergi oranları, tahvilin nominal değer olarak büyüklüğüne ve türüne bağlıdır. Kamu tahvilleri %10 oranında stopaja tabi iken özel şirket tahvillerinde durum farklıdır. Özel şirket tahvillerindeki vergilendirme esasına göre, sahip olunan tahvil miktarı 100 milyon won'dan az ise veya ilgili kagıttan piyasadaki toplam miktarın 3/100'ünden az miktarı elde bulunduruluyorsa, stopaj oranı %10, bunların üzeri ise %25 stopaja tabidir.

#### 1.4.2. Repo İşlemleri

Kore 'de hisse senedi ile kıyaslandığında , tahvil piyasasının çok az gelişmiş olmasından dolayı Mart 1977'de, piyasayı geliştirmek amacıyla tahviller üzerinde repo ve reverse repo işlemleri yapılmaya başlanmıştır. İşlemler, Kore sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir rol üstlenen KSFC ( Korea Securities Finance Corporation ) vasıtasıyla yapılmaktadır. KSFC kendisi ihraçta bulunabildiği gibi işlemler de yapmaktadır. KSFC repo işlemlerini belirli nitelikleri taşıyan üyelerle gerçekleştirir ve bu üyelerden kagıt alıp belli bir süre sonunda belli bir fiyattan geri satmayı taahhüt eder. Aynı şekilde, almış olduğu kagıtları yatırımcılara satarak yine belli bir süre sonunda belli bir fiyattan geri almayı taahhüt eder. Üzerinde repo işlemlerinin yapıldığı tahviller, ulusal ve yerel tahviller, özel yasalarla kurulmuş olan şirketlerin ihrac etmiş oldukları tahviller ve kotasyona dahil edilmiş şirketlerin ihrac etmiş oldukları tahvillerdir.

## 1.5. YUNANISTAN (7)

Yunanistan'da 1981 yılında Avrupa Topluluğu'na üyeliğin gerçekleşmesinden sonra, sermaye piyasası alanında AT ülkeleri ile olan harmonizasyonu sağlamak amacıyla pek çok yeniliklerin çalışmasına başlanmıştır. Atina Borsası'nda bu doğrultuda başlatılan modernizasyon çalışmaları hala devam etmektedir. Bunların arasında, üye sayısının arttırılması, borsanın otomasyonu ve takas saklama şirketinin kurulması gibi çalışmaları en önemlileri olarak sayılabilir. Yunan halkının genel eğilimi tasarruflarını bankalarda değerlendirmek şeklinde olduğu için menkul kıymetler pazarının gelişimi de nispeten zor olmasına rağmen son yıllarda bir artış olduğu gözlemlenmektedir. Sabit getirili menkul kıymetler pazarının gelişmesinde şu üç faktör önemli rol oynamaktadır:

- gelişmeler doğrultusunda yeni yatırım alternatiflerinin piyasaya sunulması,
- sermaye piyasasında özellikle 80'li yılların ortalarından itibaren kamu borçlanmalarının önemli ölçüde artması,
- çeşitli yatırım alternatiflerinde vergi alınmasına rağmen, devlet tahvili ve hazine bonolarında verginin olmayışı yatırımların kamu kağıtlarına doğru kaymasını sağlamıştır.

### 1.5.1. Pazarın Yapısı

Son birkaç yıl içinde bir gelişme gösteren Yunanistan sabit getirili menkul kıymetler pazarında, 1987'de 680 milyar Dra ( 3.53 milyar \$ ) olan sabit getirili menkul kıymet stoğu 1990'da 3.813 milyar Dra ( 19.8 milyar \$ ) olmuştur. 1991 yılı Mart ayı itibarıyla sabit getirili borçlanma araçlarının stok dağılımı ise şöyledir:

---

(7) European Domestic Bond Markets, Euromoney, July 1991

|                                | Dra ( Milyar )            | ( % ) |
|--------------------------------|---------------------------|-------|
| Hazine Bonosu                  | 1.685                     | 50    |
| Devlet Tahvili                 | 376                       | 11    |
| DT (ECU ve USD)                | 775                       | 23    |
| Yıllık yenilenebilir tahviller | 550                       | 16    |
| Şirket Tahvilleri              | 8                         | 0.2   |
|                                | 3.393 ( 17.63 milyar \$ ) |       |

Yukarıda da görüldüğü gibi, stok rakamları, diğer Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında oldukça düşük kalmaktadır.

Özel sektör tahvillerinin payı çok düşük kalırken, pek çok ülkede olduğu gibi, ağırlık devlet tahvili ve hazine bonolarındadır. Devlet tahvilleri vergiye tabi olmadığı halde, kamu ve özel sektör kuruluşlarının ihrac etmiş olduğu tahvillerin faiz gelirlerinden vergi alınmaktadır. Yunanistan'da yeni yatırım teknik ve araçları gelişmekte olup belediye tahvilleri de son zamanlarda dikkat çekmektedir.

#### 1.5.2. Piyasadaki Sabit Getirili Menkul Kıymet Çeşitleri

Piyasada temel olarak kısa ve orta vadeli kıymetler bulunmaktadır ve bunların hepsi Atina Borsası'na ( ASE ) kote edilmiş durumdadır. Pazardaki başlıca ihracçılar ; devlet ve kamu kuruluşları, uzun vadeli kredi kuruluşları ve şirketlerdir.

Hükümetin ihracı, merkez bankası vasıtasıyla üç farklı tipte olmaktadır: Hazine Bonoları, Devlet Tahvilleri ve Döviz Endeksli Devlet Tahvilleri.

Hazine bonoları her ayın sonunda ihrac edilir ve eğer vade sonunda paraya çevrilmemiş ise, aynı vade ile kendisini yenilemiş olur. Devlet tahvilleri de hazine bonoları gibi, gerekli olduğu zamanlarda, ay sonlarında hamiline olarak ihrac edilir ve yıllık olarak ödenmek şartıyla faiz kuponu taşırlar

Kıymetlerin özellikleri itibarıyla sınıflandırılması şöyledir:



| Menkul Kıymet<br>----- | İhraç Eden<br>----- | Vade<br>-----   |
|------------------------|---------------------|-----------------|
| Hazine Bonosu          | Devlet              | 3,6,12 ay       |
| Devlet Tahvili         | Devlet              | 2,3 yıl         |
| DT ( ECU/USD )         | Devlet              | 1,1.5,2,3,4 yıl |
| Kamu Kuruluşu Tahv.    | Kamu Kuruluşları    | 15,20 yıl       |
| Döviz End. KKT         | Kamu Kuruluşları    | 7 yıl           |
| Banka Bonosu / Yıllık  |                     |                 |
| Yenilenebilir Tahv.    | Bankalar            | 1 yıl           |
| Banka Tahvilleri       | Yatırım Bankaları   | 2,3 yıl         |
| Kuponsuz Tahviller     | Yatırım Bankaları   | 3 yıl           |
| Şirket Tahvilleri      | Özel Sektör Şirk.   | 1-6 yıl         |

### 1.5.3. Vergilendirme

Bütün devlet tahvili faiz gelirleri her türlü vergiden muaf tutulmuş olmasına rağmen, kamu kuruluşlarının ihraç etmiş oldukları tahviller % 10 oranında vergiye tabidir. Bunun yanında özel sektör tahvillerinde ise %25 oranında kaynaktan kesilen vergi söz konusudur.

### 1.5.4. İkinci El Piyasa

Yunanistan'da, birinci el piyasanın son birkaç yıl içinde gelişmeye başlamış olması nedeniyle ikinci el piyasa henüz yeteri kadar aktif değildir.

Piyasada en çok işlem gören kağıtlar hazine bonoları ve döviz endeksli devlet tahvilleridir. Ülkedeki düzenlenmiş tek ikinci el piyasa Atina Borsası'dır. İşlemler borsadaki işlem salonunda gerçekleşmektedir. İhraçlar ve borsaya kotasyon Avrupa Topluluğu kararları çerçevesinde yapılmaktadır. Dışarda ( OTC ) yapılan işlemler de yüksek rakamlara ulaşmaktadır. Piyasada işlem yapan temel kuruluşlar; bankalar, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve diğer finansal kuruluşlardır.

Borsa'da işlemler, bilgisayar ağı ile işlem salonuna bağlanmış olan broker'lar vasıtasıyla 11.00-13.00 saatleri arasında gerçekleşir. İşlem gören menkul kıymetin türüne göre minimum işlem yapabilme miktarı söz konusudur.

OTC piyasada yapılan işlemler için herhangi bir sınırlama olmadığı gibi, devlet tahvillerinde, kurumsal yatırımcılar genellikle %3 marj ( spread ) ile çalışırlar. Döviz endeksli devlet tahvillerinde bu oran % 0.7 - % 1.5 arasında olmaktadır.



Gerçekleşen işlemlerin takası, işlem gününden sonra 48 saat içinde yapılır.

Yunanistan sabit getirili borçlanma araçları ile ilgili bilgi işlem firmalarına ait sayfalar:

Reuters : ATGP-Q-R, ATGJ-K-L,

Telerate: 17894-17895.

## 2. Ülke Piyasalarının Karşılaştırılması

Sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasasında, incelenen ülkelerin tümü için bazı ortak özellikler dikkati çekmektedir.

Tüm ülkelerde, çok uzun vadelere sahip tahvillere rastlanmakta ( 20 - 30 yıl gibi ) ve oldukça farklı tahvil türlerinin varlığı görülmektedir. İşlemlerin çok büyük bir kısmı ( yaklaşık % 90- 95 )'i kamu menkul kıymetlerinde gerçekleşmektedir. İkinci el piyasa işlemlerinin yine çok büyük bir kısmı borsa dışında gerçekleşirken, işlemlerin borsalarda veya oluşturulan organize piyasalarda gerçekleşme oranı tüm ülkeler için oldukça düşük kalmaktadır. Türkiye'de yasal çerçeve kazanması henüz çok yeni olan repo ve reverse repo işlemlerinin diğer ülkelerde büyük miktarlarda ve uzun yıllardan beri yapıldığı görülmektedir.

İncelenen tüm ülkelerde işlemlerin çok büyük bir kısmı kamu menkul kıymetleri üzerinde gerçekleşirken özel sektör tahvillerinin ihraçlarda ve işlem hacmindeki payı geleneksel olarak çok düşük kalmaktadır.

TABLO 1.3. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE ORTALAMA VERİMLER (8)

| Ülke      | Brüt Verim | Enflasyon | Net Verim |
|-----------|------------|-----------|-----------|
| Amerika   | % 8.40     | % 2.70    | % 5.70    |
| Japonya   | 6.80       | 4.00      | 2.80      |
| İngiltere | 10.50      | 6.40      | 4.10      |
| İsviçre   | 6.10       | 5.90      | 0.30      |
| Almanya   | 8.40       | 2.80      | 5.60      |
| Fransa    | 8.90       | 3.20      | 5.70      |
| Hollanda  | 8.65       | 2.60      | 6.05      |
| İspanya   | 12.65      | 5.90      | 6.75      |
| İtalya    | 13.30      | 6.70      | 6.60      |

(8) European Domestic Bond Markets, Euromoney, July 1991

## BÖLÜM II

### TÜRKİYE'DE SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLERDE İKİNCİ EL PİYASA



## 1. Türkiye'deki Sabit Getirili Menkul Kıymetlerin Sınıflandırılması

Türk sermaye piyasasında mevcut sabit getirili menkul kıymetlerin genel sınıflandırmasını aşağıdaki şekilde yapmak mümkündür:

### 1.1. Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri

Hazine bonoları ve devlet tahvillerinin ihracçısı Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ( HDTM )'dır. HDTM devlet tahvili ve hazine bonusu satışlarını Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ( TCMB ) aracılığı ile yapar. TCMB haftalık olarak açtığı ihaleler ile her hafta periyodik olarak farklı bir vadeye sahip ( 3,6,9,12 ay ) hazine bonusu veya devlet tahvilini piyasaya sunar. İhalelere, banka ve aracı kurumların yanısıra sigorta şirketleri ile gerçek ve tüzel kişiler katılır. İhalede satılan menkul kıymetlerin makbuz olarak teslimi ihale tarihinden bir hafta sonra, kıymetlerin fiziki olarak teslimi ise uzun bir süre sonra olmaktadır.

Hazine bonoları, yukarıda belirtilen vadelerde ve hamiline olarak ihraç edilirler. Fiyatlandırılmaları iskonto esası ile yapılır.

İhaleler ile satılan devlet tahvilleri en fazla 1 yıl vadeli olup hazine bonoları gibi iskonto esası ile fiyatlandırılırlar.

Değişken faizli devlet tahvilleri 1 yıldan 5 yıla kadar vadeli olup hamiline ve faiz kuponu ile satılırlar. Kuponlu devlet tahvilleri değişken faizli veya sabit faizli olabilirler. Kupon faiz ödemeleri 3,6 ay veya yılda bir yapılır.

### 1.2. Kamu Kurum ve Kuruluşlarınca İhraç Edilen Tahviller

Kamu kurum ve kuruluşlarının kendi ihtiyaçları doğrultusunda ihraç etmiş oldukları tahvillerdir. Türkiye'de şu andaki mevcut örnekleri, TEK, PTT ve GAP'tır.

### 1.3. Gelir Ortaklığı Senetleri

İlk ihraç Aralık 1984 yılında Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından yapılmıştır. Değişken faizli devlet tahvillerine benzerler. Dağıtılacak kar payı, köprü, baraj gibi bir altyapı tesisinden elde edilecek kardan

oluşur ve önceden belirlenir. Hamiline yazılı olarak ihraç edilirler ve gelir payı ödemeleri altı ayda bir yapılır.

#### 1.4. Yerel Yönetimlerce ihraç Edilen Tahviller

İlk kez Ağustos 1991'de Ankara Belediyesi tarafından iki yıl vadeli ve kuponlu olarak ihraç edilmiştir.

#### 1.5. Özel Sektör Tahvilleri

Özel sektör kuruluşları tarafından hamiline veya nama yazılı olarak, sabit veya değişken faizli olarak kuponlu ihraç edilirler. Vadeleri 2 yıldan 7 yıla kadar olabilir. İhraçlarda genellikle bir banka veya aracı kurumun garantisi görülür. Garantili olarak ihraç edilmelerine rağmen ikinci el piyasaları ve likiditeleri çok düşüktür.

#### 1.6. Finansman Bonoları

Özel sektör kuruluşları tarafından 90 günden 360 güne kadar vadeli olarak ihraç edilirler. Üzerlerinde faiz kuponu taşımazlar ve iskontolu olarak ihraç edilirler.

#### 1.7. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

Kalkınma ve yatırım bankaları tarafından 90 günden 720 güne kadar vadeli olarak ve nama yazılı olarak ihraç edilirler. İskonto esasıyla satılırlar.

#### 1.8. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

Özel sektör kuruluşları tarafından 3 aydan 7 yıla kadar vadeli olarak nama veya hamiline olarak ihraç edilirler.

### 2. Sabit Getirili Menkul Kıymetlerde İkinci El Piyasayı Doğuran Nedenler

İkinci el piyasalara ait genel bir tanım çalışmanın giriş bölümünde verilmişti. Bu bölümde Türk sermaye piyasası için sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasası ve bu piyasayı doğuran nedenlere değinilecektir.



Türk sermaye piyasasında sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasasında etkin bir role sahip olan ve piyasa faiz oranlarının oluşmasında referans oluşturan TCMB Açık Piyasa İşlemleri ( API )'ne öncelikle değinmek yararlı olacaktır.

" API işlemlerinin amacı, 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 52. maddesi uyarınca, para arzının ve ekonomideki likiditenin düzenlenmesidir. " (9)

API, doğrudan alım - doğrudan satım, geri satım vaadiyle alım ve geri alım vaadiyle satım şeklinde yapılmaktadır. Doğrudan alım-satım işlemlerinde alım ve satım fiyatları, repo - reverse repo işlemlerinde ise faiz oranları TCMB tarafından belirlenmekte ve miktar piyasada oluşmaktadır.

Açık Piyasa İşlemleri ve hazinenin TCMB vasıtasıyla yapmış olduğu haftalık ihaleler piyasa faiz oranları için önemli bir gösterge niteliğindedir. Piyasada ilgili vadelerde daha sonra oluşacak oranlarda ihale ve API işlemleri taban oluşturmakla birlikte piyasadaki diğer veriler de Devlet Tahvili ( DT ), Hazine Bonosu ( HB ) verim oranlarını etkiler. DT, HB verim oranlarını etkileyen diğer unsurlar arasında interbank faiz oranları, mevduat faiz oranları, döviz fiyatları, repo faiz oranları sayılabilir. İhalede oluşacak faiz oranları ayrıca önemli bir ekonomik gösterge niteliğindedir. Oluşan faiz oranlarından hükümet tarafından piyasaya verilmek istenen yönle ilgili olarak bir sonuca varmak da mümkün olabilir. Ancak burada değinilmesi gereken bir nokta, hazine ihalelerinde satılan menkul kıymetlerin fiziki olarak piyasaya çıkarılmasının çok uzun bir süre almasıdır. İhalede satılan kıymetler ilk önce makbuz olarak verilmektedir. Bu durum, ilgili menkul kıymetlerin piyasada işlem görmesini engellemekle birlikte özellikle küçük işlemler ve küçük yatırımcılar için dezavantaj oluşturmakta ve piyasanın likiditesini ters yönde etkilemektedir. Makbuzların küçük miktarlarda bölünmesi mümkün olmadığından bahsedilen durumun ayrıca güven unsuru olarak da önem arz ettiği söylenebilir çünkü işlem yapmak istediği kıymeti fiziken kendi mülkiyetine almak isteyen yatırımcı için bu mümkün olmamakta ve yatırımcıya işlemi yapan banka veya aracı kurumun saklama dekontu verilmektedir. Bu da özellikle küçük yatırımcılar üzerinde olumsuz etki oluşturmaktadır.

---

(9) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü Genelgesi, Ankara 1991.

ikinci el piyasalarda sabit getirili menkul kıymetlerin işlem görmesinde iki temel amaç likidite ve spekülasyon amacıdır.

Sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasasında en büyük pay bankalara aittir. Bankalar yasal zorunluluk olarak ve ayrıca spekülasyon amacıyla ellerinde devlet tahvili ve hazine bonosu bulundururlar. DT ve HB'ler disponibilité açısından bankalar için büyük öneme sahiptir. Disponibilité, bankaların zorunlu likiditesini düzenleyen parasal bir araçtır. Bankalar topladıkları Türk Lirası mevduatın belirli bir yüzdesini ellerinde nakit veya her an nakde dönüştürülebilecek kıymet olarak bulundurmak zorundadırlar. Bankalar bu oranı ellerinde nakit TL olarak bulundurmak yerine HB ve DT almayı tercih ederler. Çünkü bu şekilde sabit bir getiriye garanti ederler. Ayrıca DT ve HB almak bankaların ellerindeki atıl fonların değerlendirilmesinde de en çok tercih edilen alternatiflerden biridir.

Bankaların, zorunlulukların dışında spekülasyon amacıyla da ellerinde DT-HB bulundurmaları ikinci el piyasayı yaratmada önemli noktalardan biridir. Sabit getirili menkul kıymetler belirli bir vadeye sahiptir ve bu kıymetler vade sonuna kadar elde tutulabileceği gibi vadesinden önce de alınıp satılarak bir kazanç elde edilmesi mümkündür. Kıymetlerin vadesinden önce alınıp satılması da spekülasyon amacını ortaya çıkarmaktadır. Spekülasyon amacı bankaların yanısıra diğer yatırımcılar için de geçerlidir. Ancak, yatırımcıların bu menkul kıymetlere olan ilgisinin devam edebilmesi bu kıymetlerin likiditesinin yüksek olmasına ve istenildiği anda alınıp satılabilmesine bağlıdır.

DT-HB'lerinin avantajları olarak , belirli bir getiriye garanti etmesi, devlet güvencesinde olması ve geri ödenmeme riskinin bulunmaması sayılabilir. Bu avantajlarının yanısıra, ikinci el piyasalarının özellikle bankalar arasında likit olması ve ihalelerde teminat olarak kabul edilmesi diğer avantajları arasındadır.

Devlet iç borçlanma senetleri diğer yandan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve gerçek ve tüzel kişiler açısından da atıl fonların değerlendirilmesinde önemlidir. Özellikle hisse senedi piyasasının tam anlamıyla işlemediği, yüksek enflasyon nedeniyle yatırımcıların belli bir getiriye razı olduğu ve güven unsurunun çok önemli olduğu Türk sermaye piyasasında DT ve HB'lerinin önemi fazladır. Yatırım



fonlarının yapısında devlet iç borçlanma senetlerinin ağırlığı Tablo II.12. 'de görülmektedir. Ayrıca son yıllarda devletin özellikle müteahhit şirketlere olan boçlarını DT-HB'lerle ödediği görülmektedir.

### 3. İkinci El Tahvil Piyasasının İşleyişinde SPK Öncesi Dönem (10)

Tahvilde, ikinci el piyasanın işleyişine ait olarak geriye gidildiğinde, ilk işlemlerin 1850'li yıllarda Galata Bankerleri vasıtasıyla yapıldığı görülmektedir. İlk etapta yabancı tahvilleri alıp satan Galata Bankerleri daha sonraları, özellikle 1854 Kırım harbi dolayısıyla devletin çıkardığı tahviller ve Türkiye'deki yabancı şirketlerin çıkardığı elektrik, gaz, tramvay tahvilleri ile meşrutiyetten sonra da yerli şirketlerin tahvillerini alıp satmaya başlamışlardır. 1864 yılında Galata Bankerleri ilk derneklerini kurarak bu konudaki ilk girişimi yapmış ve 1866 yılında da ilk borsamız " Dersaadet ve Tahvilat Borsası " adı altında faaliyete geçmiştir. Borsanın adı 1906 yılında " Esham ve Tahvilat Borsası " olarak değiştirilmiştir. Fakat bu dönemde borsanın varlığına rağmen işlemler borsa dışında gerçekleşmiş ve borsanın çok büyük bir etkinliği olmamıştır.

Cumhuriyet dönemine gelindiğinde, tasarruf bonoları ve Hürriyet tahvilleri ile ikinci el piyasanın yeniden oluşmaya başladığını görürüz. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet Tahvilleri ise kısmen mecburi tasarruf mahiyetinde olduğu için, kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkanı aramaya başladıkları için bir piyasa doğmuştur. Piyasada bunlar faiz oranları ve vadelerine göre kırılarak işlem görmüşlerdir. Zamanla ara simsarlarında ortaya çıkmasıyla ikincil piyasa canlanmıştır. Tasarruf bonoları 1980'lerde tamamen piyasadan kalkmıştır.

SPK'nın kurulmasına kadar sermaye piyasası ve menkul kıymetler konusu sadece T. Ticaret Kanunu ve Medeni Kanun ile Borçlar Kanunu genel hükümleri ve Merkez Bankası tebliğleri ile yetersiz bir şekilde düzenlenmiştir. SPK öncesi dönemde, 1970'li yıllarda ihrac rakamlarındaki artışa da paralel olarak işleyen bir ikinci el piyasanın olduğu gözlemlenmektedir.

---

(10) Borsa Tarihi Araştırmaları 2, Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi, IMKB Yayınları.

Bu dönemde borsa bankerleri aracı olarak faaliyet göstermektedir ve işlemlerin tamamı borsa dışında gerçekleşmektedir. 1980'li yıllara gelindiğinde meydana gelen banker olayı piyasanın işleyişine farklı bir boyut kazandırmış ve bu dönemde tahvil bir yatırım aracı olmaktan çok yatırılan teminata karşılık olarak verilen bir belge durumuna gelmiştir. Daha sonraki yıllarda, ihracçı şirket tahvil ihrac edip bunu yatırımcıya satarak fon sağlamak yerine tahvilleri aracı kuruma vererek karşılığında kredi almıştır. Bu durumda aracı kurumlar şirketin ihrac etmiş olduğu tahvilin vade ve faiz koşullarını uygulamak yerine kendileri bağımsız olarak farklı vade ve faizler uygulayarak bir anlamda yeni bir araç oluşturmuşlardır.

#### 4. İkinci El Tahvil Piyasasının İşleyişinde SPK Sonrası Dönem

Kamuoyunda " Bankerler Olayı " olarak bilinen ve 1980'li yılların başında Türk Sermaye Piyasasında büyük gedikler açan kriz, Sermaye Piyasasının düzenlenmesi gereğini gündeme getiren en önemli olay olmuş ve 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girerek, 1982 yılında da Sermaye Piyasası Kurulu faaliyete geçmiştir. 30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olan 2499 no'lu Sermaye Piyasası Kanunu'nda, kanunun amacı; " Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir " şeklinde açıklanmaktadır (11).

Sermaye Piyasası Kanunu, tahvil ihracına ait getirdiği düzenlemeleri, 14 Ekim 1982 tarih ve 17838 sayılı resmi Gazete'de yayımlanan Anonim Ortaklıkların Tahvil İhraçlarına İlişkin Esaslar'da düzenlemiştir. Kanunun getirdiği düzenlemeye göre, her türlü tahvil ihracı SPK iznine tabi olup, ihracattan sonra ihrac eden şirket, ihracını çeşitli basın ve yayın organlarıyla halka duyurabilecektir. Bu ilanlar yeni bir düzenlemeye gerek duyulmadıkça Kurul'un ön iznine tabi değildir, ancak Kurul'un gerekli gördüklerini yasaklama yetkisi vardır.

---

(11) Sermaye Piyasası Mevzuatı, Kanun, Yönetmelikler, Tebliğler ve İlgili Diğer Mevzuat, Ankara 1988, s.3 Madde 1.



Yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymet ihracına ait yeni düzenlemeler getirmesine rağmen, ikinci el piyasaların işleyişine ait bir düzenleme getirmemiş, dolayısıyla İMKB'nin kurulmasına kadar geçen süre içerisinde ikinci el tahvil piyasası bilinen yöntemleriyle işlemeye devam etmiştir. Organize olmamış bir İETP vardır ve tahvil alıp-satmak isteyen kişi veya kuruluşlar bankalar aracılığıyla belirledikleri fiyat/verim üzerinden anlaşma sağlayarak işlemi gerçekleştirmektedirler.

SPK'nın kurulmasından İMKB'nin kurulmasına kadar geçen dönemde, tahvil ikinci el piyasasına ait olarak getirilen en önemli düzenlemelerden biri, Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden yaklaşık bir yıl sonra yayımlanan ve MKTF ( Menkul Kıymet Tanzim Fonu ) 'nun kurulmasına olanak sağlayan 45 sayılı KHK ( Kanun Hükmünde Kararname )'dir.

14 Eylül 1982 tarih ve 17812 sayılı resmi gazetede yayımlanarak aynı gün yürürlüğe giren 45 sayılı KHK ile menkul kıymet alım-satımı faaliyetlerine bir düzenleme getirilmiş ve menkul kıymet alım-satımında bulunabilecek kuruluşlar ve bu kuruluşların tabi olacağı esaslar belirlenmiştir.

Fonun yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu'na ait olup, fonun işlemleri Kurul tarafından alınan kararlar dairesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yürütülür (12).

Bahsedilen dönemde, Menkul Kıymet alım-satımında bulunan kuruluşlar, birinci el işlemleri dahil olmak üzere, 1 ay içerisinde yapmış oldukları satış işlemlerini, ilgili ayı takibeden 15 gün içinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirmek ve satış tutarı üzerinden Fon'a, %0,1 oranında pay yatırmak zorundadırlar. Bu KHK, günümüzde de yürürlükte olmasına rağmen MKTF'na tescil, fon'a ödenmek zorunda olan oranın yüksek olması nedeniyle zorunluluklar dışında az tercih edilen bir yöntemdir. Bahsedilen alternatif bildirim yöntemi ise, Borsa'nın kuruluşuyla gündeme gelen ve Borsa'ya tescil ile yapılan bildirimdir.

Türk Sermaye Piyasası'nda yeni bir dönemin başlangıcı olarak, İMKB'nin kuruluşunu gösterebiliriz. Bakanlar Kurulu'nun 2/10/1984 tarih ve 84/8581 sayılı kararı ile kurulup 26/12/1985 tarihinde faaliyete geçen İMKB Türk Sermaye Piyasasında yeni bir dönem açmasına rağmen İETP'nin işleyişine ait olarak çok büyük bir

---

(12) Sermaye Piyasası Mevzuatı, Ek Madde 31

değişiklik getirmemiştir. Getirilen en büyük değişiklik, 27 Aralık 1985 tarih ve 18971 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Menkul Kıymet Alım Satımı Hakkında 4 No'lu Sirküler'dir. Sirküler, Borsa kotunda bulunan menkul kıymetlerin ikinci el piyasadaki alım-satım işlemlerini düzenlemektedir. Sirkülere göre, Borsa kotunda yer almayan ve borçlanmayı ifade eden menkul kıymetler ikinci el piyasada iskonto esasına göre alınıp satılır. Alım-satım fiyatları; Borsa'ya kote edilmemiş kıymetlerde, banka ve aracı kurumlar tarafından günlük olarak belirlenip ilan edilmek zorundadır.

Borsa'nın faaliyete geçmesiyle birlikte, Borsa'nın gelişmesinin desteklenmesi amacıyla, banka ve aracı kurumların yapmış oldukları satış işlemlerini Borsa'ya tescil ettirmeleri esas, MKTF'ye alternatif olarak getirilmiştir.

SPK, 1986 yılında, Türkiye'de sermaye piyasası'nın gelişmesini sağlamak, Borsa işlemlerinde maliyeti azaltmak ve dolayısıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın gelişmesini teşvik etmek amacıyla KHK/45 te bir değişiklik yaparak borsa dışında yapılan işlemlerin MKTF'na bildirilmesi zorunluluğunu kaldırmıştır.

SPK'nın bu kararı uyarınca, Borsa'da yapılan ve piyasa dışında yapılmakla birlikte Borsa'ya tescil edilen işlemler için MKTF'na %0,1 tutarında ödeme yapma zorunluluğu ortadan kalkmış ve bunun yerine, gerçekleştirilen tüm menkul kıymet işlemleri için satış tutarı üzerinden kurtaj tarifi uyarınca " kurtaj tutarı " bulunarak, bunun üzerinden de borsa payı ödenmesini kararlaştırmıştır. Bu durumda, işlemlerin MKTF yerine Borsa'ya tescil edilmesinin avantajı nedeniyle, Tablo II.1. 'de de izlenebileceği şekilde

TABLO II.1. İkinci El Piyasa İşlemlerinin Tescili  
( Milyon TL )

| YIL  | IMKB        | MKTF      | TOPLAM      | BORSA'YA<br>BİLDİRİM (%) |
|------|-------------|-----------|-------------|--------------------------|
| 1986 | 1,025,753   | 1,362,507 | 2,388,260   | 42.95%                   |
| 1987 | 4,755,969   | 972,030   | 5,727,999   | 83.03%                   |
| 1988 | 11,415,986  | 322,442   | 11,738,428  | 97.25%                   |
| 1989 | 34,490,311  | 265,659   | 34,755,970  | 99.24%                   |
| 1990 | 99,876,011  | 564,771   | 100,440,782 | 99.44%                   |
| 1991 | 282,225,436 | 8,554,270 | 290,779,706 | 97.06%                   |

Kaynak: IMKB ve SPK Dönemsel Bültenleri

işlemlerin çok büyük bir kısmı Borsa'ya tescil edilmiştir. Yıllar itibarıyla işlemlerin Borsa'ya tescil oranına bakıldığında ise 1987 yılından itibaren Borsa'ya tescilin çok yüksek oranlarda ve artarak gerçekleştiği, bu oranın 1986 ve 1991 yıllarında diğer yıllara oranla düşük kaldığı görülmektedir. Bunun nedeni olarak, 1986 yılında Borsa'nın yeni faaliyete geçmiş olması, 1991 yılında ise pek çok yeni bankanın kurulması ve bunların tamamının Borsa üyesi olmaması nedeniyle bildirimlerini Borsa'ya yapamamaları gösterilebilir.

17 Haziran 1991 tarihinde kurularak faaliyete başlayan İMKB Menkul Kıymetler Piyasası ( MKP), sabit getirili menkul kıymet işlemleri için kuruluşlara yeni bir alternatif sağlamış ve işlemlerin bu piyasada gerçekleşmesi durumunda alınan Borsa Payı oranını düşük tutarak MKP'nı, Borsa dışı piyasaya ( OTC ) göre avantajlı duruma getirmeyi amaçlamıştır. Her iki durumda işlemlerden alınacak Borsa Payı tutarı aşağıda gösterilmiştir.

a ) İşlemlerin MKP'nda gerçekleştirilmesi durumunda:

$$\text{Borsa Payı} = \text{Alış/Satış tutarı} * 0.0025 * 0.02$$

b ) İşlemlerin Borsa dışında ( OTC ) gerçekleştirilmesi durumunda:

$$\text{Borsa Payı} = \text{Satış tutarı} * 0.0025 * 0.003 * 2$$

## 5. Sabit Getirili Menkul Kıymetlerde Vergilendirme

a ) Tam mükellef gerçek kişilerde;

Devlet tahvili ve hazine bonoları üzerinden elde edilecek her türlü faiz gelirleri ve değer artış kazançları gelir vergisinden muaftır.

Özel sektör tahvili ve finansman bonolarında, faiz gelirleri %10.5 oranında vergilendirilmesine rağmen, değer artış kazançları gelir vergisinden muaf tutulmuştur.

b ) Tam mükellef kurumlarda;

Devlet tahvili ve hazine bonolarından elde edilecek faiz gelirleri ve değer artış kazançları % 10.5 oranında vergilendirilir.



Özel sektör tahvili ve finansman bonolarında faiz gelirleri % 10.5 oranında vergilendirilmesine rağmen, değer artış kazançları ticari kazanç hükümlerine göre vergilendirilmektedir.

## 6. İkinci El Piyasada Repo İşlemleri

Repo işlemi, iki taraf arasında gerçekleştirilen vadeli bir anlaşmadır. Anlaşmaya göre, taraflardan biri devlet tahvili veya hazine bonusu gibi menkul kıymetleri belli bir vade sonunda belli bir fiyattan geri alma vaadiyle satmayı, diğer taraf ise vade sonunda birikmiş faiziyle birlikte geri almak üzere parasını borç vermeyi kabul etmektedir (13). Satış fiyatından daha yüksek olan geri satın alma fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark yatırımcının kazancını oluşturmaktadır. Repo işleminde asıl amaç menkul kıymetin alınıp satılması değil, menkul kıymetin teminat olarak gösterilmesi karşılığında belli bir süre için kredi alınması yada verilmesidir.

Devlet tahvili ve hazine bonusu gibi menkul kıymetin vade sonunda geri alınması şartıyla yapılan satış işlemine " Düz repo ", devlet tahvili ve hazine bonusu gibi menkul kıymetin vade sonunda geri satılması şartıyla yapılan alım işlemine ise " Ters Repo " ( Reverse repurchasing agreement ) adı verilir.

Repoda taraflar banka ve aracı kurumlar olabileceği gibi gerçek ve tüzel kişi yatırımcılar da olabilir.

Türk sermaye piyasasında repo işlemlerinin yasal çerçeveye kavuşturulması, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik yapan 3794 sayılı kanun ile sağlanmıştır. Repo işlemlerine ilişkin olarak , 3794 sayılı kanunun yayınlanmasından önce kanunda repo işlemlerini yasaklayıcı hükümler bulunmaktaydı. 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnameye ( KHK ) 45 sayılı KHK ile eklenen 29. maddenin 3. fıkrasında satılan menkul kıymetle birlikte veya ayrıca olarak, bu menkul kıymetin geri alınacağı taahhüdünü içeren belge verilmesi veya menkul kıymet üzerine bu yolla mesru hak tanınması yasaklanmıştır (14).

3794 sayılı kanundan önce repo ters repo işlemleri yapılmasına imkan veren bir yasa hükmü de mevcuttu.

---

(13) IMKB; Ağustos 1992, Aylık Bülten, s. 25

(14) Çağlar MANAVGAT, Repo İşlemlerinin Hukuki Çerçevesi ( Özel Çalışma )



T.C Merkez Bankası ( TCMB ) Kanununun 52. maddesinin 1. fıkrasının (F) bendi, Bankaya, açık piyasa işlemleri çerçevesinde repo ve ters repo işlemleri yapma yetkisi vermektedir. Bankanın ana sözleşmesinde de aynı yönde bir hüküm bulunmaktadır. Açık piyasa işlemlerinde repo ve ters repo işlemleri yapılabilmesini öngören bu hükümler halen yürürlükte dir . TCMB bu doğrultuda günlük olarak repo ve ters repo işlemleri yapmaktadır.

Repo işlemlerinin yasal çerçeveye kavuşması 13 Mayıs 1992 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan 3794 sayılı kanun ile sağlanmıştır. 3794 sayılı kanun 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik yaparken, kanunun 22. maddesinin (K) bendi repo ve ters repo işlemlerini düzenleme yetkisini SPK'na vermiş ve SPK, Seri:5 No:7 " Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ " ile repo ve ters repo işlemlerinin esaslarını belirleyerek işlemlere düzenleme getirmiştir.

SPK'nun yayınlamış olduğu Seri: 5, No: 7 tebligine göre;

a ) Yetkili Kuruluşlar

Repo işlemlerini yapabilmeleri için, bankaların, kanunun 34 üncü maddesi uyarınca faaliyet izni almış olmaları, aracı kurumların ise " ihrac ve halka arz yoluyla satışa aracılık " ve " alım satım aracılık " yetkileri almış olmaları ve ödenmiş sermayelerinin 10 milyar TL olması zorunluluğu getirilmiştir.

Bu şartları taşıyan banka ve aracı kurumların repo işlemlerine başlayabilmeleri için SPK'undan ayrıca yetki belgesi almış olmaları gerekir.

b ) İşleme Konu Olabilecek Menkul Kıymetler

- Devlet tahvilleri
- Hazine bonoları
- Banka bonoları ve banka garantili bonolar
- Kamu Ortaklığı İdaresi, Toplu Konut İdaresi'nce ihrac edilen borçlanma senetleriyle, mahallî idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Kanun uyarınca ihrac ettikleri borçlanma senetleri,
- Bunlar dışında kalan, menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleri.

c ) Vade ve Faiz Oranı

Vade, ilgili menkul kıymetin itfa tarihini asmamak kaydıyla, serbestçe belirlenebilir. İşlemlerde uygulanacak faiz oranı taraflarca belirlenir.

d) İşlemlerin Esasları

Tebliğe göre, tarafların işlemden önce, işlemin genel esaslarını belirleyen yazılı bir çerçeve anlaşması düzenlemeleri gerekmektedir.

İşleme ait başlangıç valöründe kıymetlerin tevdi edilmesi ve bedelinin ödenmesi ile bitiş valöründe işlemin tersinin yapılması çerçeve anlaşmasındaki hükümlere göre yapılır.

Yetkili kuruluşlar sadece kendi nam ve hesaplarına işlem yapabilirler. Kendi mülkiyetlerinde olmayan menkul kıymetleri bu işlemlerde kullanamazlar.

Çerçeve anlaşması yapıldıktan sonra, yetkili kuruluş ilgili işlemin şartlarını içeren bir teyit formu hazırlayarak en geç işlemin yapılmasını izleyen ertesi gün karşı tarafa iletmek zorundadır. Teyit formunun içermesi gereken asgari şartlar ve teyit formu örneği tebliğde verilmiştir.

Menkul kıymetlerin alıcıya teslimi zorunlu değildir ve çerçeve anlaşmasında belirlenmiş olduğu şekilde satıcıya yada alıcı adına saklanmak kaydıyla saklama yapmaya yetkili bir başka kuruluşa verilebilir.

Yetkili kuruluşlar işlemlerin takibinin yapılabilmesi amacıyla periyodik olarak SPK'ya bilgi vermek zorundadırlar.

Tebliğin 7. maddesine göre yetkili kuruluşlar, tebliğ hükümleri çerçevesinde kendi aralarında, mevzuata uygun olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda açılacak pazarlarda repo ve ters repo işlemleri yapabilirler. Bu karar doğrultusunda İMKB Menkul Kıymetler Piyasası bünyesinde başlatılan çalışmalar son aşamasına gelmiş olup MKP bünyesinde işleyecek repo piyasasının esasları belirlenmiştir.

3794 sayılı kanunun yayınlanmasından önce , repo işlemlerinin yazılı bir belgeye dayandırılarak yapılması yasaklanmış olmasına rağmen repo işlemleri sözlü veya resmi olmayan taahhütlere dayandırılarak sürekli yapılmıştır. Repo işlemlerinin pekçok ülkede olduğu gibi

Türkiye'de de yüksek miktarlarda yapıldığı ve resmi kayıtlar bulunmamasına rağmen bu işlemlerin kesin alım satım işlemlerinin çok üzerinde olduğu tahmin edilmektedir.

Türkiye'de özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren gündeme gelen yüksek oranlı enflasyon, yatırım alternatiflerinin de önemini arttırmış ve repo işlemleri de bu dönemde en çok tercih edilen seçeneklerden biri olmuştur. Bahsedilen dönemde, repoyu diğer yatırım alternatiflerine göre avantajlı kılan unsurlar arasında, maliyetinin düşük olması nedeniyle diğer yatırım alternatiflerine göre daha yüksek getiri sağlayabilmesi ve bankalar açısından da genellikle repoya karşılık olan kıymetlerin karşı tarafa teslim edilmemesi sayılabilir. Repo yapan kuruluşlar yatırımcıya repo karşılığı olarak kıymetleri teslim etmemekte bunun yerine kendi saklama makbuzlarını vermekte ve dolayısıyla aynı kıymet üzerinde birden fazla repo işlemi yapabilmektedirler. Bu olay yasal olarak mümkün olmamasına rağmen resmi bir belge düzenlenmediği ve işlemlerin kayıtlara kesin alım satım olarak geçmesi nedeniyle yapılabilmektedir.

Repo işlemleri üzerinde halen düzenleme çalışmaları devam eden bir konu, işlemlerde kullanılacak teyit formu üzerinden alınması düşünülen vergidir. Bu konunun da kesinlik kazanmasıyla birlikte doğacak maliyete bağlı olarak ileriki dönemlerde reponun artış veya azalış göstereceği yönünde tahminlerde bulunulabilir.

## 7. İkinci El Tahvil Piyasasının Kantitatif Görünümü

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

İlk olarak yıllar itibarıyla devlet iç borçlanması içinde kamu menkul kıymetlerinin payına bakılacak olursa iç borç stoğu içinde tahvil ve bononun payının arttığı görülmektedir ( Tablo II.2, Tablo II.3 ). Buradan, devletin bütçe finansmanını sağlamada, yıllar itibarıyla menkul kıymet ihraçlarını daha fazla tercih eder duruma geldiği sonucuna varılabilir. İç borç stoğu içinde, 1986 yılında toplam % 22 olan tahvil ve bononun payı yıllar itibarıyla sürekli bir artış göstererek 1991 yılı itibarıyla % 47'ye ulaşmıştır. Devlet tahvili ve hazine



bonosunun iç borç stoğuna bağlı olarak kendi içindeki dağılımına bakıldığında devlet tahvillerinin sürekli daha yüksek bir paya sahip olduğu görülmektedir bu da devletin daha ziyade uzun vadeli borçlanmaya gittiği sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Tahvil ve bono ile yapılan borçlanmada ise en çok kullanılan vade 1 yıldır.

TABLO II.2. İÇ BORÇ STOĞU İÇİNDE TAHVİL VE BONONUN PAYI ( Milyar TL )

|           | 1986   | 1987   | 1988   | 1989   | 1990   | 1991   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TAHVİL    | 1,511  | 2,407  | 4,880  | 10,940 | 18,879 | 24,697 |
| BONO      | 823    | 1,923  | 2,542  | 3,537  | 5,469  | 18,258 |
| DİĞER (*) | 8,181  | 12,889 | 21,036 | 27,535 | 32,910 | 47,094 |
| TOPLAM    | 10,515 | 17,219 | 28,458 | 42,012 | 57,258 | 90,049 |

(\*) Avans ve konsolide borçlar.

Kaynak: HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler,  
Nisan 1992

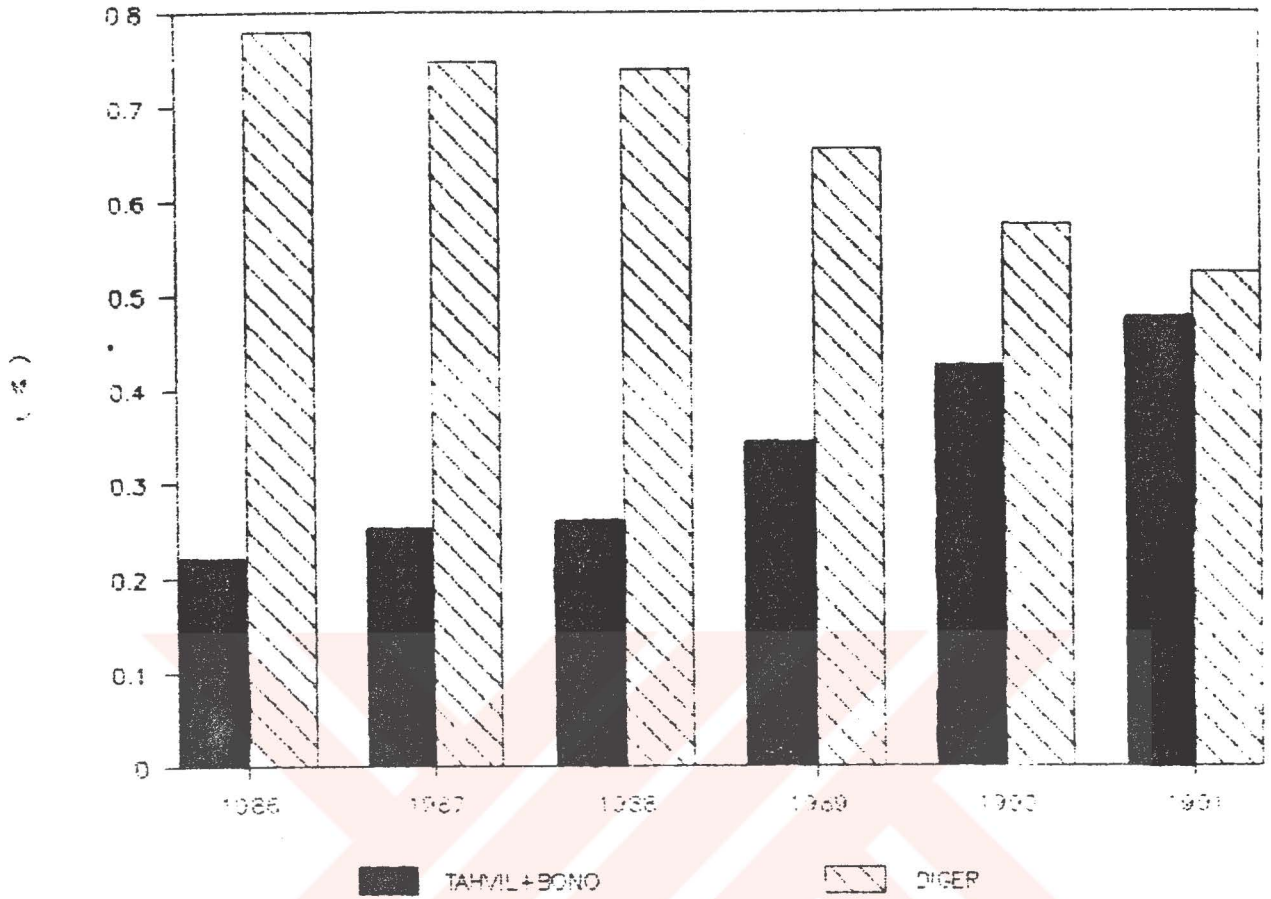
TABLO II.3. İÇ BORÇ STOĞU İÇİNDE TAHVİL VE BONONUN PAYI ( % )

|        | 1986   | 1987   | 1988   | 1989   | 1990   | 1991   |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TAHVİL | 14.37% | 13.98% | 17.15% | 26.04% | 32.97% | 27.43% |
| BONO   | 7.83%  | 11.17% | 8.93%  | 8.42%  | 9.55%  | 20.28% |
| TOPLAM | 22.20% | 25.15% | 26.08% | 34.46% | 42.52% | 47.70% |

Tablo II.4. 'de ihrac rakamlarına bakıldığında, yıllar itibarıyla menkul kıymet ihracılarının toplamında önceki yıllara oranla sürekli bir artış gözlenmekle birlikte, 1991 yılı itibarıyla hazine bonosu ihracılarında bir önceki yıla göre yüksek oranlı artış ve devlet tahvili ve özel sektör tahvil ihracılarında ise düşüş olması dikkati çekmektedir.



GRAFİK II.1.

İÇ BORÇLANMA DAĞILIMI  
(%)

İhrac rakamlarının her yıl ortalama %95'ini kamu menkul kıymet ihracı oluşturmaktadır, fakat özellikle ihrac rakamları için bu verilerin değerlendirmede bir kriter oluşturamayacağı çünkü kamu ve özel sektörün ihtiyac ve kapasite olarak karşılaştırılmasının hatalı olacağı kanaatindeyim.

İkinci el piyasa işlem hacmine bakacak olursak, ilk dikkati çeken nokta yıllar itibarıyla işlem hacminin ortalama % 95'inin kamu menkul kıymetlerinde gerçekleşiyor olmasıdır. İhraçlara paralel olarak hazine bonusu işlem hacmi rakamlarında 1991 yılı itibarıyla bir önceki yıla oranla %75'lik bir artış olmuş ve bu oran aynı dönemde tüm kalemler içindeki en yüksek artış oranı olmuştur. Diğer yandan bahsedilen dönemde ihracı düşüş gösteren ÖST'nin ikinci el işlemleri artmıştır. Buradan ÖST 'de likiditenin artma eğilimi içinde olduğu sonucuna varılabilir.

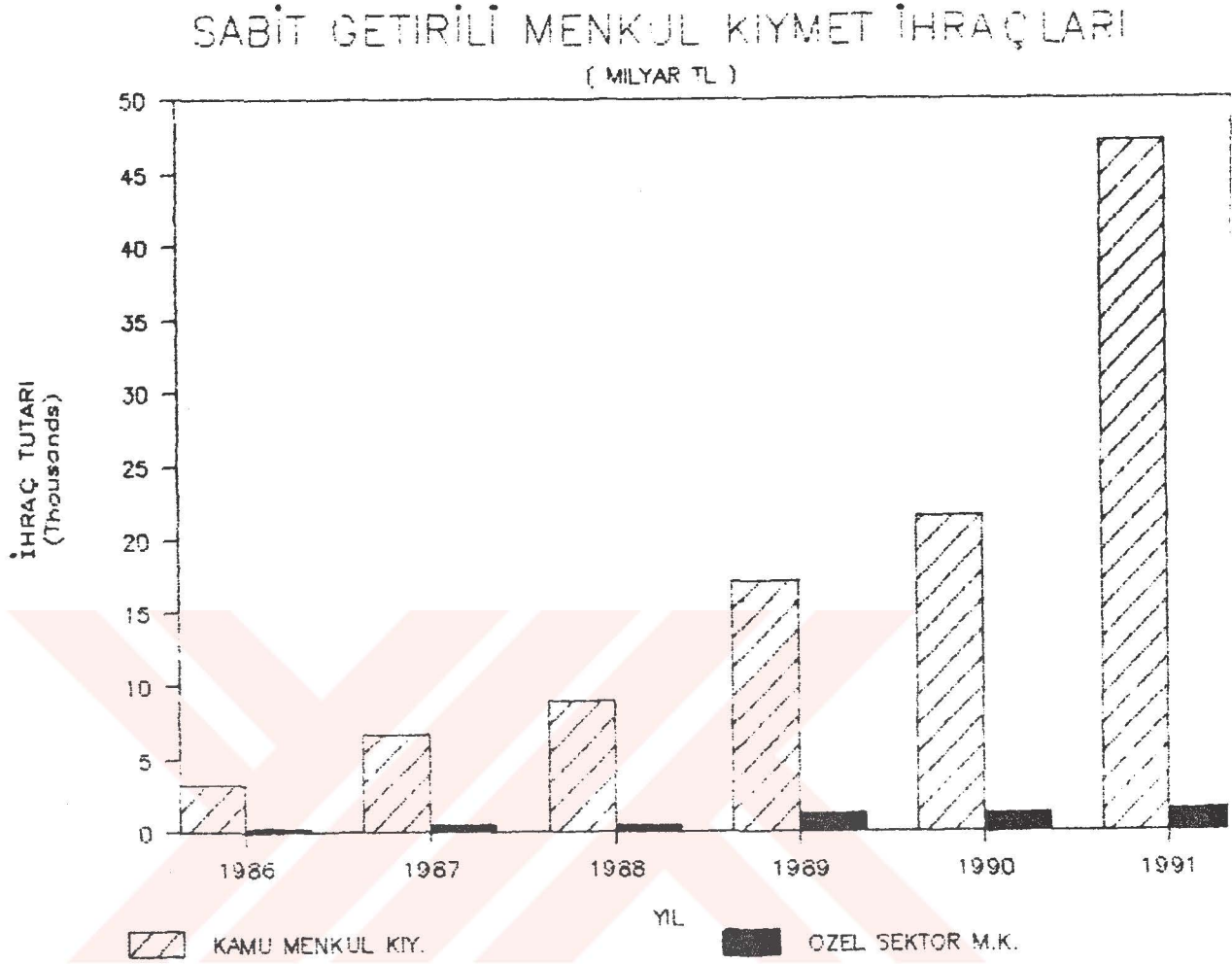
TABLO II.4. SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET İHRAÇLARI ( MİLYAR TL )

|                                                 | 1986  | %     | 1987  | %     | 1988  | %     | 1989   | %     | 1990   | %     | 1991   | %     |
|-------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| I. KAMU MENKUL KIYMETLERİ                       | 3,277 | 95.0% | 6,660 | 93.5% | 8,931 | 95.3% | 17,095 | 93.6% | 21,501 | 94.8% | 47,150 | 97.0% |
| 1. Devlet Tahvilleri                            | 1,269 | 36.8% | 2,045 | 28.7% | 3,816 | 40.7% | 9,061  | 49.6% | 12,458 | 54.9% | 11,510 | 23.7% |
| 2. Hazine Bonoları                              | 1,788 | 51.9% | 3,955 | 55.5% | 5,115 | 54.6% | 7,634  | 41.8% | 8,443  | 37.2% | 34,277 | 70.5% |
| 3. Gelir Ortaklığı Senetleri (*)                | 220   | 6.4%  | 660   | 9.3%  | -     | 0.0%  | 400    | 2.2%  | 600    | 2.6%  | 1,363  | 2.8%  |
| II. ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ               | 171   | 5.0%  | 465   | 6.5%  | 441   | 4.7%  | 1,168  | 6.4%  | 1,188  | 5.2%  | 1,442  | 3.0%  |
| 1. Özel Sektör Tahvilleri                       | 111   | 3.2%  | 338   | 4.7%  | 178   | 1.9%  | 546    | 3.0%  | 796    | 3.5%  | 757    | 1.6%  |
| 2. Finansman Bonoları                           | -     | 0.0%  | 52    | 0.7%  | 132   | 1.4%  | 580    | 3.2%  | 270    | 1.2%  | 514    | 1.1%  |
| 3. Banka Bonoları ve Banka<br>Garantili Bonolar | 60    | 1.7%  | 75    | 1.1%  | 131   | 1.4%  | 42     | 0.2%  | 122    | 0.5%  | 171    | 0.4%  |
| GENEL TOPLAM                                    | 3,448 | 100   | 7,125 | 100   | 9,372 | 100   | 18,263 | 100   | 22,689 | 100   | 48,592 | 100   |

(\*) Dövizle endeksli senetler dahil.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu aylık bülten verileri kullanılarak tarafımdan düzenlenmiştir.

GRAFİK II.2.



Kamu menkul kıymetlerinin işlem hacmindeki en yüksek artış % 211 ile 1989 yılında yaşanırken ÖST'de en yüksek artış oranı % 284 ile 1987 yılında yaşanmıştır. ( Tablo II.5.) Dikkati çeken diğer bir nokta, ÖST işlem hacmi rakamlarının düşen oranlarda artmasıdır. ÖST grubunda banka bonolarının işlem hacminin yıllar itibarıyla çok büyük farklılıklar göstermemiş olması da dikkati çeken diğer bir noktadır. Ayrıca finansman bonolarındaki işlemler de 1989 yılından beri azalış göstermektedir. Özel sektör menkul kıymetleri grubunda, finansman bonoları ve banka bonolarının ikinci el piyasası düşerken sadece özel sektör tahvillerinin işlem hacmi rakamları artmıştır. Buna karşılık kamu menkul kıymetleri grubuna dahil tüm kalemlerde artış gözlenmektedir. ( Tablo II.5. )



TABLO II.5. İKİNCİ EL PİYASA İŞLEM HACMI ( MİLYON TL )

|                                   | 1986      | %     | 1987      | %     | 1988       | %     | 1989       | %     | 1990        | %     | 1991        | %     | 1992 (###)  | %     |
|-----------------------------------|-----------|-------|-----------|-------|------------|-------|------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| I. KAMU MENKUL KIYMETLERİ         | 2,247,441 | 94.1% | 5,185,896 | 90.5% | 10,360,020 | 88.3% | 32,247,426 | 92.8% | 96,565,943  | 96.1% | 277,691,996 | 95.5% | 195,029,040 | 96.8% |
| 1. Devlet Tahvili                 | 546,314   | 22.9% | 1,520,143 | 26.5% | 2,630,923  | 22.4% | 10,828,039 | 31.2% | 61,802,926  | 61.5% | 142,150,947 | 48.9% | 70,441,207  | 34.9% |
| 2. Hazine Bonosu                  | 1,411,953 | 59.1% | 3,219,867 | 56.2% | 7,320,771  | 62.4% | 18,762,845 | 54.0% | 32,044,763  | 31.9% | 130,764,140 | 45.0% | 116,068,727 | 57.6% |
| 3. Gelir Ortaklığı Senedi (*)     | 289,174   | 12.1% | 445,886   | 7.8%  | 408,326    | 3.5%  | 2,656,542  | 7.6%  | 2,718,254   | 2.7%  | 4,776,909   | 1.6%  | 8,519,106   | 4.2%  |
| II. ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ | 140,819   | 5.9%  | 542,103   | 9.5%  | 1,378,228  | 11.7% | 2,508,544  | 7.2%  | 3,874,839   | 3.9%  | 13,087,710  | 4.5%  | 6,550,978   | 3.2%  |
| 1. Özel Sektör Tahvili            | 104,424   | 4.4%  | 394,904   | 6.9%  | 1,032,186  | 8.8%  | 1,463,328  | 4.2%  | 3,006,150   | 3.0%  | 12,428,845  | 4.3%  | 5,679,471   | 2.8%  |
| 2. Finansman Bonosu               | -         | 0.0%  | 51,671    | 0.9%  | 175,690    | 1.5%  | 856,924    | 2.5%  | 670,849     | 0.7%  | 512,233     | 0.2%  | 682,580     | 0.3%  |
| 3. Banka Bonosu (##)              | 36,395    | 1.5%  | 95,528    | 1.7%  | 170,352    | 1.5%  | 188,292    | 0.5%  | 197,840     | 0.2%  | 146,632     | 0.1%  | 188,927     | 0.1%  |
| GENEL TOPLAM                      | 2,388,260 | 100   | 5,727,999 | 100   | 11,738,248 | 100   | 34,755,970 | 100   | 100,440,782 | 100   | 290,779,706 | 100   | 201,580,018 | 100   |

(\*) Döviz endeksli tahviller ve konut sertifikaları dahil.

(\*\*) Banka garantili bonolar dahil.

(###) 1992 yılı ilk 6 aylık verileri içermektedir.

Not : 1991 ve 1992 yılı verilerine MKP işlemleri dahildir.

Kaynak: İMKB dönemsel bültenleri kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

TABLO II.6. SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET STOKLARI ( MİLYAR TL )

|                                   | 1986    | 1987    | 1988    | 1989     | 1990     | 1991     | 1992 (*) |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| I. KAMU MENKUL KIYMETLERİ         | 3,103.8 | 5,360.5 | 8,407.2 | 15,485.1 | 25,369.8 | 44,718.7 | 62,750.5 |
| 1. Devlet Tahvili                 | 1,511.3 | 2,407.2 | 4,880.3 | 10,862.8 | 18,801.2 | 24,697.2 | 39,073.1 |
| 2. Hazine Bonosu                  | 822.5   | 1,923.3 | 2,541.9 | 3,537.3  | 5,468.6  | 18,258.1 | 19,575.6 |
| 3. Gelir Ortaklığı Senedi (*)     | 770.0   | 1,030.0 | 985.0   | 1,085.0  | 1,100.0  | 1,763.4  | 4,101.8  |
| II. ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ | 131.3   | 485.6   | 707.9   | 1,266.2  | 1,600.5  | 2,180.0  | 2,326.7  |
| 1. Özel Sektör Tahvili            | 131.3   | 436.3   | 539.4   | 776.0    | 1,391.9  | 1,655.6  | 1,642.8  |
| 2. Finansman Bonosu               |         | 49.3    | 168.5   | 490.2    | 208.6    | 524.4    | 683.9    |
| GENEL TOPLAM                      | 3,235.1 | 5,846.1 | 9,115.1 | 16,751.3 | 26,970.3 | 46,898.7 | 65,077.2 |

(\*) Döviz endeksli senetler dahil.

(\*\*) 1992 yılı ilk 6 aylık verileri içermektedir.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten verileri esas alınarak tarafımdan düzenlenmiştir.

TABLO II.7. İŞLEM HACMI DEĞİŞİMİ (%)

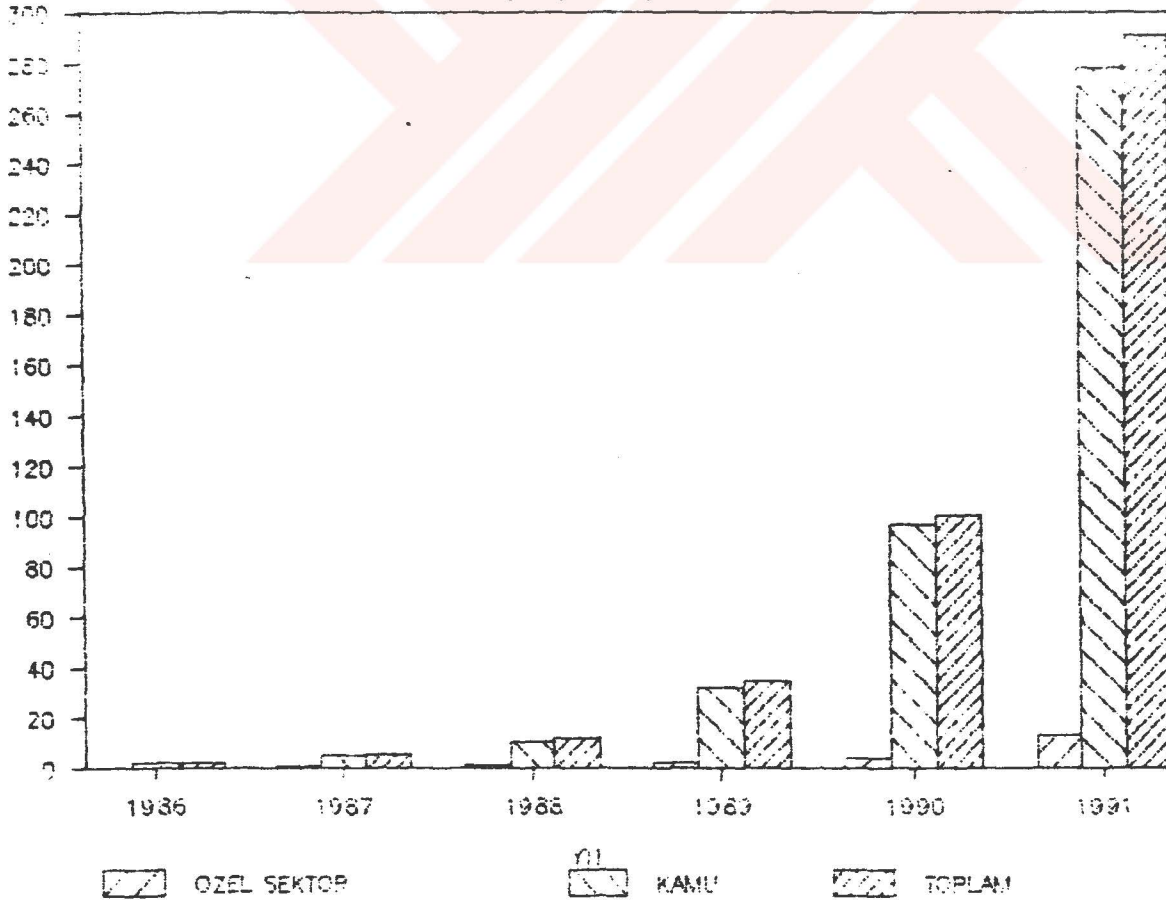
|        | 86-87   | 87-88   | 88-89   | 89-90   | 90-91   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| KAMU   | 130.75% | 99.77%  | 211.27% | 199.45% | 187.57% |
| ÖZEL   | 284.96% | 154.24% | 82.01%  | 54.47%  | 237.76% |
| TOPLAM | 139.84% | 104.93% | 196.09% | 188.99% | 189.50% |

İkinci el piyasa işlemlerinin banka ve aracı kurumlar arasındaki dağılımına bakıldığında piyasada bankaların hakimiyeti kolayca görülebilmektedir. Bankaların ikinci el piyasadaki payı 1986'dan itibaren sürekli artmış ve 1990'da %98.6 ile en yüksek değerine ulaşmıştır. Buna karşılık aracı kurumların piyasadaki

GRAFİK II.3

### İŞLEM HACMI

(Milyon TL)





TABLO II.8. BORSA'DA YAPILAN İŞLEMLERİN ÜYELERE GÖRE DAĞILIMI (MİLYON TL)

|                            | 1986      | %     | 1987      | %     | 1988       | %     | 1989       | %     | 1990        | %     | 1991 (**)   | %     | 1992 (***)  | %     |
|----------------------------|-----------|-------|-----------|-------|------------|-------|------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| I. BANKALAR                | 921,792   | 62.9% | 8,517,635 | 89.5% | 19,272,724 | 84.4% | 65,973,021 | 95.6% | 197,007,933 | 98.6% | 524,347,099 | 92.7% | 200,161,667 | 92.7% |
| 1. Kamu Menkul Kıymetleri  | 877,099   | 59.8% | 7,642,877 | 80.4% | 17,208,304 | 75.4% | 61,078,626 | 88.5% | 190,104,558 | 95.2% | 505,977,147 | 89.5% | 194,658,662 | 90.1% |
| 2. Özel Sektör Menkul Kıy. | 44,693    | 3.0%  | 874,758   | 9.2%  | 2,064,420  | 9.0%  | 4,894,395  | 7.1%  | 6,903,375   | 3.5%  | 18,369,952  | 3.2%  | 5,503,005   | 2.5%  |
| II. ARACI KURUMLAR (*)     | 543,902   | 37.1% | 994,303   | 10.5% | 3,559,248  | 15.6% | 3,007,601  | 4.4%  | 2,744,089   | 1.4%  | 41,099,688  | 7.3%  | 15,798,020  | 7.3%  |
| 1. Kamu Menkul Kıymetleri  | 148,653   | 10.1% | 750,293   | 7.9%  | 3,169,850  | 13.9% | 2,499,710  | 3.6%  | 2,242,992   | 1.1%  | 38,544,598  | 6.8%  | 15,126,341  | 7.0%  |
| 2. Özel Sektör Menkul Kıy. | 395,249   | 27.0% | 244,010   | 2.6%  | 389,398    | 1.7%  | 507,891    | 0.7%  | 501,097     | 0.3%  | 2,555,090   | 0.5%  | 671,679     | 0.3%  |
| GENEL TOPLAM               | 1,465,694 | 100%  | 9,511,938 | 100%  | 22,831,972 | 100%  | 68,980,622 | 100%  | 199,752,022 | 100%  | 565,446,787 | 100%  | 215,959,687 | 100%  |

(\*) 91 yılı öncesinde komisyonculara ait işlemleri de içermektedir. Ancak bu işlemlerin toplamdaki payı özellikle ÖST 'de önemsizmeyecek ölçüde düşüktür.

(\*\*) MKP işlemleri dahil.

(\*\*\*) 1992 yılı ilk 6 aylık verileri ve MKP işlemlerini de içermektedir.

Kaynak: İMKB dönemsel bültenleri kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

TABLO II.9. Yatırım Fonları Portföy Yapısı ( % )

|                             | 1987  | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  | 1992 (*)    |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| I. KAMU MENKUL KIYMETLERİ   | 34.67 | 12.72 | 34.18 | 75.66 | 74.99 | 78.05 (**)  |
| 1. Devlet Tahvili           | 12.67 | 3.70  | 9.20  | 58.64 | 43.11 | 18.37       |
| 2. Hazine Bonosu            | 11.90 | 4.98  | 19.80 | 15.11 | 27.01 | 54.73       |
| 3. Döviz Endeksli Sen.      | 10.10 | 4.04  | 5.18  | 1.91  | 4.87  | 4.72        |
| II. ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIY. | 58.18 | 70.06 | 64.97 | 22.97 | 24.86 | 21.21 (***) |
| 1. Özel Sektör Tahvili      | 51.00 | 65.20 | 38.60 | 19.03 | 19.14 | 12.92       |
| 2. Finansman Bonosu         | 6.72  | 4.69  | 24.40 | 1.80  | 3.21  | 2.34        |
| 3. Hisse Senedi             | 0.46  | 0.17  | 1.97  | 2.14  | 2.51  | 1.89        |
| III. DİĞER                  | 7.15  | 17.22 | 0.85  | 1.37  | 0.15  | 0.73        |
| TOPLAM                      | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100         |

(\*) 1992 yılı ilk 7 aylık dönemi için geçerlidir.

(\*\*) Yabancı devlet tahvillerinin payı % 0.23 toplam yüzdeye dahildir.

(\*\*\*) Yabancı özel sektör tahvillerinin payı %2.45 ve yabancı hisse senetlerinin payı % 1.61 toplam yüzdeye dahildir.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülten verileri esas alınarak tarafımdan düzenlenmiştir.

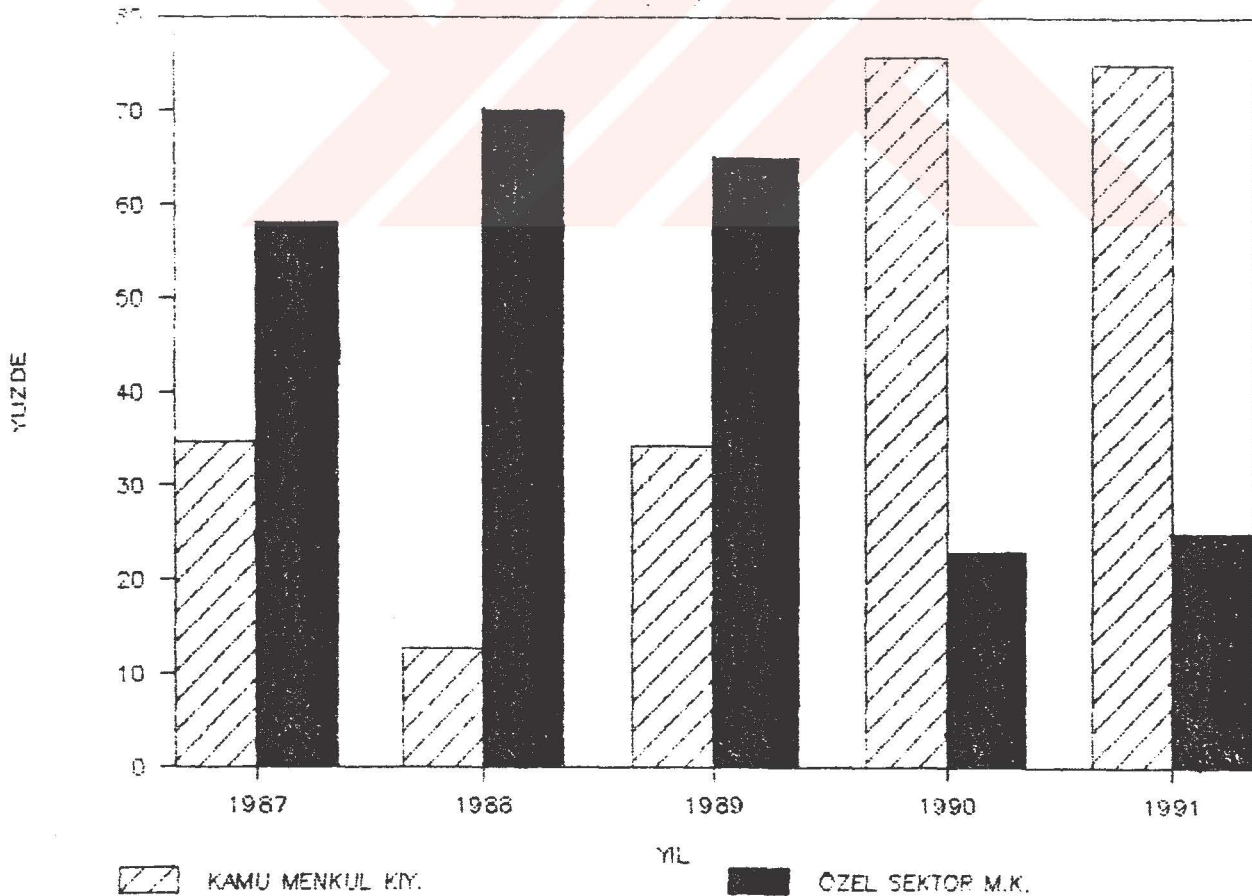
payı sürekli düşerek 1986'da % 37 olan işlem payları 1990'da % 1.4'e kadar düşmüştür. Aracı kurumlara ait işlemlerin de piyasadaki belli sayıda birkaç büyük aracı kurum tarafından gerçekleştirildiği bilinmektedir. Aynı şekilde gerçekleşen işlemlerin çok büyük bir kısmı bankalar tarafından ve kamu menkul kıymetleri üzerinde yapılmaktadır. Bunun nedenlerine Bölüm II.2 'de değinilmektedir. 1986 yılında, aracı kurumların toplam işlem hacmi içinde, özel sektör kıymetlerindeki payı %27 iken bankaların payı sadece %3'tür ve incelenen dönemde aracı kurumların bankalara üstünlük sağladığı tek kalemdir.

İkinci el piyasa işlem hacmini etkileyebilecek bir diğer nokta yatırım fonlarının portföy yapısı ve portföydeki sabit getirili menkul kıymetlerin oranıdır. Yatırım fonlarının yapısı incelendiğinde kamu menkul kıymetlerinin payının diğer tüm kalemlere paralel olarak artış eğiliminde olduğu özel sektör menkul kıymetlerinin ise düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Genel olarak yatırım fonlarının portföylerinde kamu menkul kıymetlerinin payı artarken özel sektör menkul kıymetlerinin oranının azaldığı söylenebilir.

GRAFİK II.4.

### YATIRIM FONLARI PORTFÖY YAPISI

(%)





## 8. Türk Sermaye Piyasasında Özel Sektör Tahvillerinin Yeri

Türkiye’de özel sektör tahvilleriyle ilgili ilk düzenlemelere , 1956 tarihli Türk Ticaret Kanunu ( TTK )’nun 420. ila 433. maddelerinde rastlanmaktadır. Fakat TTK’nun ilgili maddeleri, sadece tahvilin birinci el piyasasına ilişkin hükümler taşımakta ve ikinci el piyasaya ait herhangi bir hüküm içermemektedir. TTK, ilgili maddeleri ile özel sektör tahvilleriyle ilgili düzenlemeleri yapma yetkisini TCMB’na vermiştir.

TCMB, 2 Haziran 1970 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan tebliği ile başlayarak ÖST’lerin birinci el piyasasını düzenlemiş ve 5 Ekim 1982’de yayınladığı tebliğ ile SPK’nu devreye sokmuş ve tahvil piyasası ile ilgili konularda , gerek halka arz edilen ve gerekse edilmeyen tahviller için, faiz dışında, SPK’nun yetkili olduğunu belirtmiştir. Bu şekilde, 1982 yılından itibaren, tahvil alanında düzenleme yapma yetkisi tek bir kurumda birleştirilmiştir.

Özel sektör tahvillerinin ikinci el piyasasına baktığımızda, ÖST’deki ilk canlanışın TCMB’nin getirdiği düzenlemeler doğrultusunda 1970’li yıllarda olduğunu görüyoruz. Bunun nedeni ise, o dönemde banka kredilerinin kıtlığı ve maliyetlerinin çok yüksek olmasıdır. Bu nedenle bahsedilen dönemde fon açıklarını tamamlayamayan şirketler tahvil ihracına yönelmiştir.

1978 yılına kadar geçen dönemde, tahviller gerçek bir menkul kıymet olarak alınıp satılmıştır. Amaç, tahvil alarak kazanç elde etmektir ve ikinci el piyasa sınırlı da olsa vardır.

1978 ve 1982 yılları arasında kalan dönemde tahviller bir menkul kıymet olarak değil para ticaretinde kullanılan bir teminat olarak kullanılmaya başlamıştır. Bu dönemde ekonomik krizin de etkisiyle banka kredilerinin maliyeti iyice artmış ve diğer yandan da banker krizi patlak vermiştir. Bu nedenlerle, 1978 ve 1982 yılları arasında geçen dönemde, bankerlerin para ticaretinde teminat olarak gösterilen ve araç olarak kullanılan tahvillerin varlığından söz edilebilir. İkinci el piyasa mevcut değildir.

1980’li yılların başında şişirilmiş olarak artan ÖST hacmi SPK’nın düzenlemeleri ile normal seviyesine inmeye başlamıştır. Özel sektör tahvillerinin yıllar itibarıyla seyri Ek: 6’da verilmektedir.



Günümüzde, getirilen tüm düzenlemelere rağmen özel sektör tahvillerinde ikinci el piyasa tam anlamıyla oluşturulamamıştır. ÖST'ler hala ihracçı şirket ile banka veya aracı kurum arasındaki borç alacak ilişkisine ait bir belge olarak kullanılmaktadır. Ancak Bölüm I'de incelenen ülkelerde de görüleceği şekilde, sabit getirili menkul kıymetler piyasalarında özel sektör tahvillerinin payı genellikle düşük kalmaktadır.

ÖST'lerinin 1986 yılından sonraki durumu Bölüm II. 7 de incelenmektedir.



BÖLÜM III  
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI  
MENKUL KIYMETLER PİYASASI



## 1. Tahvil İkinci El Piyasasının Düzenlenme Gereği

Türkiye’de, hisse senetleri için, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde 1986 yılından beri faaliyet gösteren organize bir piyasa bulunmasına rağmen Menkul Kıymetler Piyasası ( MKP )’nın kurulmasına kadar geçen dönemde, sabit getirili menkul kıymetler için düzenlenmiş bir piyasa bulunmadığından bu kıymetler üzerindeki işlemler gerçek bir piyasa ortamından uzak olarak gerçekleşmiştir.

Alım-satım yapmak isteyen yatırımcı, talebini karşılamaya çalışırken piyasadaki bütün alıcı ve satıcılara ulaşma imkanı olmadığı için seçenekleri sınırlı kalmakta ve dolayısıyla kendisi için daha iyi olabilecek bir karşı talebe ulaşamayabilmektedir. Aynı şekilde bireysel yatırımcı için işleminin aşamalarını takip edebilme imkanı da gerçek anlamda mümkün olamamaktadır. İşlemler kuruluşlar arasında telefon bağlantıları ile yapılırken piyasada işlemlere esas oluşturabilecek referans oran ve fiyatlar bulunmamaktadır.

Piyasanın bu şekilde Borsa dışında yürüyor olması, bütün alıcı ve satıcıların biraraya gelemediği, rekabet ortamının olmadığı ve şeffaflığa sahip olmayan bir piyasa ortaya çıkartmaktadır.

Yukarıda bahsedilen dezavantajları ortadan kaldırmak ve yatırımcılara, menkul kıymet ihrac eden kuruluşlarla aracı kurum ve bankalara bir hizmet sunmak amacıyla İMKB bünyesinde Menkul Kıymetler Piyasası’nın kurulmasına karar verilmiş ve Menkul Kıymetler Piyasası 17 Haziran 1991’de faaliyete geçmiştir. Sabit getirili menkul kıymetlerde gerçek bir piyasa ortamından uzak olarak gerçekleşen işlemlerin, MKP’nin kuruluşu ile bu piyasaya çekilmesi ve işlemlere rekabet, açıklık, güven ve hız ortamı sağlanması amaçlanmıştır. Ayrıca Türkiye’de ikinci el piyasası hemen hemen hiç olmayan özel sektör menkul kıymetleri için de bir ikinci el piyasa oluşturulması amaçlanmıştır.

MKP’nin sağladığı yararları ayrıca taraflar açısından ele alacak olursak :

### a ) Yatırımcılara

Menkul Kıymetler Piyasası, yatırımcılara farklı menkul kıymetlere hızlı ve düşük bir maliyetle ulaşma imkanı vermektedir. Yatırımcılar, tek bir kuruluşla işlem yapmak veya birçok yeri arayarak en iyi fiyata

ulaşmaya çalışmak yerine emirlerinin piyasaya iletilmesini sağlayarak, o anda bulunabilecek en iyi fiyattan, en hızlı ve ucuz bir şekilde işlemlerini gerçekleştirme olanağına sahip olmaktadırlar. MKP'da gerçekleşen işlemler sigorta kapsamında olduğu için bu noktada da yatırımcı korunmaktadır.

Ayrıca yatırımcı, banka veya aracı kuruma ilettiği alım-satım emrinin aşamalarını kendisi de rahatça izleyebilmektedir. Minimum işlem tutarının altındaki emirlerde ise, yine piyasada oluşan fiyatlar baz alındığından, yatırımcılara bir referans fiyatı oluşmaktadır. Günlük Borsa Bülteni'nde fiyat, miktar ve getiri oranları yayımlandığından yatırımcılar daha bilgili olarak karar verebilmektedir. Yatırımcılar günün her saatinde istedikleri kıymet üzerinde gerçekleşen işlemlerin ayrıntılarını bilgi dağıtım firmalarına ait zet ekranlarında görerek kendileri için referans bilgiler edinebilmektedirler.

#### b ) Devlet Hazinesine

Likiditesi yüksek, hızlı ve düşük maliyetli çalışan ikinci el piyasanın faaliyete geçmesi i borçlanma senetlerinin geniş bir yatırımcı kesimine ulaşmasını sağlamaktadır. Bu durum, şu anda yalnızca bankalara yapılan satışlara göre i borçlanma planlamasını kolaylaştırdığından, borçlanma hacmi, maliyeti ve vadeleri üzerinde Hazine'nin kontrolü artacaktır.

#### c ) Diğer İhracı Kuruluşlara

Menkul Kıymetler Piyasası'nın sağladığı rekabet, likidite, hız ve düşük maliyetler nedeniyle, menkul kıymetleri piyasada işlem gören kuruluşların menkul kıymetlerine olan talep artmaktadır. İkinci el piyasası aktif ve likit olan kuruluşların prestiji artmakta, sermaye piyasasından fon sağlama kapasiteleri yükselmektedir. Böylece ihracı kuruluşlar için, daha kolay, daha düşük maliyetli, büyük miktarlı ve daha uzun vadeli yeni ihraçlar yapılabilme olanacı doğmaktadır.

#### d ) Banka ve Aracı Kurumlara

Banka ve aracı kurumlar, işlemleri için bütün diğer banka ve aracı kurumları arayarak en iyi karşılığı bulmaya çalışmak yerine tek bir ekrana bakarak o anda



piyasadaki en iyi alım satım emirlerine kolayca ve çok daha hızlı ve düşük bir maliyetle ulaşabilmektedirler. Aynı şekilde piyasada gün içinde oranların seyrini görebilme imkanına sahip oldukları için ellerinde referans oluşturabilecek bilgilere sahip olmaktadır. Piyasayla ilgili her türlü enformasyona da kolayca ulaşabilme imkanları mevcuttur.

Ayrıca, müşterilerine sadece ellerindeki kağıtlarla sınırlı olmayan ve piyasadaki bütün kağıtları içeren geniş bir seçenek sunabilmektedirler. Bunun sonucunda işlem hacimleri ve kârları artmaktadır. Öte yandan, MKP, özel sektör kağıtlarında ikinci el piyasayı sağlamada kendileri için avantaj oluşturmaktadır.

## 2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Menkul Kıymetler Piyasası

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 04.04.1991 tarih ve 131 no'lu genelgesi ile esasları belirlenerek 17 Haziran 1991 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde faaliyete geçen Menkul Kıymetler Piyasası ( Tahvil Piyasası ), Türkiye'nin sabit getirili menkul kıymetlerde ilk ve tek organize piyasası durumundadır. Genelge'de, piyasanın amacı " İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üyesi banka ve aracı kurumlar arasında menkul kıymet hareketini teşvik etmek ve yatırımcıların hisse senedi dışındaki menkul kıymetlere yapacakları yatırımların fiyatlarının piyasada, rekabet ortamında belirlenmesini ve istenildiği anda nakde dönüştürülebilmesini sağlamaktır " şeklinde açıklanmıştır.

Piyasanın çalışmasına ilişkin esaslar aşağıda başlıklar halinde incelenmiştir.

### 2.1. İşlem Gören Menkul Kıymetler Ve İşlem Yetkisi

Genelgeye göre, Menkul Kıymetler Piyasası ( MKP )' nda işlem görecekt menkul kıymetler; kamu ve özel sektör tahvilleri, hazine bonoları ve gelir ortaklığı senetleri ile finansman bonolarıdır. İlk aşamada MKP'da, sadece devlet tahvilleri ve hazine bonoları işlem görmeye başlamış, 17 Şubat 1992' de borsa kotunda bulunan özel sektör tahvilleri ile dövizde endeksli gelir ortaklığı senetleri ve devlet tahvilleri de işlem gören menkul kıymetler arasına alınmıştır.

MKP'da, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile borsa üyesi bütün banka ve aracı kurumlar işlem yapabilirler. İşlem yapabilmeye yetkisi Borsa üyesi aracı kuruluşlara otomatik olarak verilmeyip, MKP'da işlem yapmak isteyen üyelerin ayrıca başvuruda bulunmaları istenmektedir. Piyasa'da işlem yetkisi almak isteyen üyeler, ilk olarak onaylanmış MKP taahhütnamesi ile birlikte Temsilci Bildirim Formu'nu Borsa'ya iletirler. Temsilci Bildirim Formu'nda, ilgili üye adına MKP'nda işlem yapmaya yetkili olacak en fazla beş kişinin ( dealer ) isim, ünvan ve yetki başlangıç-bitiş tarihleri bildirilir. Piyasaya başvuruda bulunan üyeye, borsa tarafından, günlük " İşlem Yapabilme Limiti " bildirilir. İşlem yapabilme yetkisi alan üyelerin piyasada fiili olarak işlem yapmaya başlayabilmeleri için " İşlem Limiti Karşılıklarını " yatırmaları gerekmektedir.

İşlem Limiti Karşılıklarının ne şekilde yatırılacağı ve işlem yapabilme limitlerinin ne olacağı bir sonraki bölümde anlatılmaktadır.

## 2.2. MKP İşlem Limitleri Ve İşlem Limiti Karşılıkları

### 2.2.1. İşlem Yapabilme Limitleri

MKP'na başvurmuş banka ve aracı kurumların her biri için, Borsa tarafından üç kademeli olarak ( üç trans ) " İşlem Yapabilme Limiti " tesbit edilir. İlk aşamada üyelere limitlerinin sadece birinci transları kullandırılıp ileriki aşamalarda işlem limitinin yetersiz kalması durumunda üyelerin talebi üzerine sırasıyla 2. ve 3. trans limitleri de açılır. Üyenin ikinci ve üçüncü trans limitlerinin açılması, işlem yapabilme limitinin trans limitlerinin toplamı kadar olacağını göstermektedir. Örneğin, 1. transı 10 milyar, 2. transı 10 milyar ve 3. transı 20 milyar olan bir üyenin tüm transları açıldığında günlük olarak kullanabileceği toplam işlem yapabilme limiti 40 milyar olacaktır. Her üç transını kullanmakta olan üyeler bu sınırın da üzerine çıkmak istediklerinde, %100 ilave teminat yatırmak suretiyle işlem yapabilme limitlerini en fazla üç misline kadar artırabilirler.

İşlem yapabilme limiti günlük olup, o üyenin gün içinde yapabileceği maksimum işlem hacmini göstermektedir.

### 2.2.2. İşlem Limiti Karşılıkları ( Teminatlar )

Üyenin kendisine tahsis edilen " İşlem Yapabilme Limiti " ni fiili olarak kullanmaya başlayabilmesi için " İşlem Limiti Karşılığı " ( teminat ) yatırma zorunluluğu vardır.

Üyeler, Borsa tarafından kendilerine tahsis edilen işlem limitini aşmamak şartıyla, yatıracakları çeşitli türlerdeki net teminat tutarının yirmi misli kadar işlem yapabilirler.

Piyasada ilk aşamada üç grup işlem limiti karşılığı kabul edilmektedir. Bunlar, nakit, tahvil ve teminat mektubu grubu işlem limiti karşılıklarıdır. Yatırılan teminat cinsine bağlı olarak çeşitli miktarlarda fazla oranları söz konusudur. Translara göre fazla oranları genelgede belirtilmektedir.

Üyenin, valörlü işlemi olmaması veya valörlü işlem olması halinde yükümlülüğünü yerine getirmesi durumunda günbaşı işlem yapabilme limiti net teminat tutarının yirmi misli kadardır. Valörlü işlem olması durumunda, valör gününe kadar, limit işlem hacmi kadar eksik kalır.

Üye günlük işlem limitinin hesaplanması ve kullanımı, aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır.

#### ÜYE GÜNLÜK İŞLEM LİMİTİ HESABI

1. Günbaşı itibarıyla, üyenin teminat hesabındaki kıymetlerinin günlük değerleri tespit edilir.
2. Kıymetlerin, tespit edilen günlük değerleri ile miktarları çarpılarak günbaşı teminat tutarı hesaplanır.
3. Teminat tutarları daha sonra netleştirilir. Bu aşamada ek tablodaki fazla oranları esas alınır. Örneğin, o gün teminatında 500 Milyon TL. tutarında devlet tahvili bulunan bir üyenin net teminat tutarı, devlet tahvili için yatırılması gerekli fazla oranı %15 ( 1.trans ) olduğu için;  
 $500.000.000 / 1.15 = 434.782.609 \text{ TL.}'\text{dir.}$
4. Net teminat tutarı 20 ile çarpılarak günlük işlem limiti bulunur. Günlük işlem limiti;  
 $434.782.609 * 20 = 8.695.652.180 \text{ TL.}'\text{dir.}$
5. Valörlü yapılmış ve takası henüz gerçekleşmemiş alım ve satım emirleri tutarı günlük işlem limitinden düşülür.



6. Üyenin gün içinde verdiği her alım ve satım emri tutarı günlük işlem limitinden düşülür.

7. Yapılan emir iptallerinde, iptal edilen emrin tutarı günlük işlem limitine eklenir.

8. Üye, takas merkezine olan yükümlülüğünü yerine getirdiği anda( ödeme yaparak veya kıymet teslim ederek) günlük işlem limiti aynı tutarda yükseltilir.

9. Üyeler, yaptıkları bir işlemin takasını takas kuruluşunun aracılığı olmaksızın gerçekleştireceklerini teyit ettiklerinde, yaptıkları işlemin tutarı limitlerine eklenir.

İşlem limiti hesaplanması ile ilgili örnek:

Bir kuruluş için tanınan birinci trans limit 25 milyar olsun ve kuruluş birinci trans limitinin tamamını kullanmak istemektedir. Bu durumda üyenin;  $1/20 \times 25.000.000.000 = 1.250.000.000$  TL tutarında işlem limiti karşılığı yatırması gerekecektir.

Kuruluş 1.250.000.000 TL tutarındaki işlem limiti karşılığını sadece devlet tahvili olarak yatırmak isterse  $1.250.000.000 \times 1.15 = 1.437.500.000$  TL tutarında kıymet yatırması gerekecektir.

Aşağıda çeşitli türlerde işlem limiti karşılığı net değerleri verilmiştir.

| İşlem Limiti<br>Karşılığı Tutarı | İşlem Limiti<br>Karşılığı Türü | Fazla<br>Oranı(%) | Yatırılacak<br>Tutar |
|----------------------------------|--------------------------------|-------------------|----------------------|
| 750.000.000                      | Vadesiz TL                     | 0                 | 750.000.000          |
| 100.000.000                      | Vadesiz Altın                  | 5                 | 105.000.000          |
| 200.000.000                      | Devlet Tahvili                 | 15                | 230.000.000          |
| 200.000.000                      | Vadesiz Teminat                | 20                | 240.000.000          |
| -----                            | Mektubu ( TL )                 | -----             | -----                |
| 1.250.000.000                    |                                |                   | 1.325.000.000        |

## 2.3. Piyasanın İşleyişi ve İşlemlerin Gerçekleşmesi

### 2.3.1. İşlem Türleri ve İşlemlerin Büyüklüğü

Piyasada ilk aşamada sadece doğrudan alım-satım işlemlerinin yapılabileceği daha sonraki aşamalarda ise



geri alım vaadiyle satım ve geri satım vaadiyle alım işlemlerinin de yapılabileceği belirtilmiştir. Piyasada emirler, blok ( bölünemez ) veya normal ( bölünebilir ) olarak verilebilir. Aynı şekilde işlemler de iki farklı şekilde gerçekleştirilebilir.

Devlet tahvili ve hazine bonolarında en düşük işlem miktarı nominal değer üzerinden 5 milyon TL olup, emirler 5 milyon ve katları şeklinde verilebilmektedir. Aynı şekilde en düşük işlem miktarı özel sektör tahvillerinde 10 milyon TL, dövizde endeksli tahvil ve gelir ortaklığı senetlerinde 1000 DM ve US \$'dır.

### 2.3.2. Emirlerin İletilmesi ve İşlemlerin Gerçekleşmesi

MKP'da işlemler tamamen otomatik olarak, telefon, bilgisayar ve bilgi dağıtım firmalarına ait ekranlar vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir.

Belirlenen menkul kıymetlerde alım-satım yapmak isteyen banka ve aracı kurumların, kendi bünyelerinde yetki verip borsaya bildirdiği dealerlar, telefonla MKP eksperlerini arayarak belirtilen formatta alım yada satım emirlerini iletirler. Emirlerin iletilmesinde; menkul kıymetin tanımı, işlem valörü, emrin cinsi( blok-normal ) ve alınıp satılmak istenen kıymetin nominal tutarı ile 100.000 TL üzerinden fiyatı veya verim oranı verilir. Verilen emir Borsa eksperleri tarafından sisteme girilir ve emri veren üyeye " Emir Numarası " bildirilir. Üye daha sonraki aşamalarda emri üzerinde herhangi bir değişiklik yapmak veya emrini iptal etmek isterse kendisine bildirilen emir numarasını vermek zorundadır. Üyelerin emirler üzerinde iyileştirme veya kötüleştirme olarak istedikleri anda değişiklik veya iptal yapma hakları vardır. Borsa eksperlerince bilgisayara girilen alım-satım emirlerinin oran ve fiyat olarak en iyi olanları ( talepte en düşük verim - en yüksek fiyat, satımda en yüksek verim-en düşük fiyat ) aynı anda bilgi dağıtım firmalarına ait ilgili ekranlarda görülür. Ek 1 de Reuters'e ait ekran formatı ve açıklaması yer almaktadır. Ekranda emri veren üyenin adı görünmez dolayısıyla üyeler ekrandaki emirlerin hangi üyeye ait olduğunu göremezler. İşlem gerçekleştirmek isteyen üyeler, ekranda gördükleri emre ( alım veya satım ) ters yönde bir emri aynı şekilde eksperlere iletirler. İşlemin gerçekleştirilmesi için menkul kıymetin tanımının yanı sıra fiyat-verim ve miktarın da uyushması gerekmektedir. Blok bir emrin gerçekleştirilmesi için miktarın tam uyushması gerekirken normal emirlerde böyle bir zorunluluk yoktur ve fiyatın uyushması durumunda, alım yada satımdaki düşük olan miktar üzerinden işlem gerçekleşir.

İşlemlerin gerçekleşmesi bilgisayar programı tarafından tamamen otomatik olarak yapılmakta ve dışarıdan herhangi bir müdahale mümkün olmamaktadır. İşlemin gerçekleşmesi üyeler tarafından aynı anda ekrandan izlenebilmektedir. Bu aşamaya kadar taraflar birbirini bilmezler.

İşlemin gerçekleşmesinden hemen sonra borsa eksperlerince her iki taraf telefonla aranarak işlemin kiminle gerçekleştiği bildirilir ve işlemin takasına ait bilgiler alınır. İşlemin gerçekleştiğine dair sözleşme formu her iki üyenin yanısıra takas kuruluşuna gönderilir ve bu aşamada borsa devreden çıkarak, takasa ait tüm sorumluluk, takas kuruluşu ve işlemi gerçekleştiren üyelere geçer.

#### 2.4. İşlemlerde Valör Ve Takas

MKP'nın açık olduğu saatler çalışma günlerinde 10.00-17.00 arası olup, işlemler bir günden yedi güne kadar valörlü olabilmektedir. Saat 14.00'e kadar aynı gün valörlü ve diğer valörlü işlemler, saat 14.00 'ten sonra ise sadece diğer ( yarın, iki gün , ... , yedi gün ) valörlü işlemler yapılabilmektedir. Gün içinde üyeler istediği anda emirlerini iptal edebilir veya değişiklik yapabilirler. Saat 14.00 itibarıyla üyenin onayına gerek kalmaksızın aynı gün valörlü tüm emirler otomatik olarak iptal edilmekte aynı şekilde saat 17.00 itibarıyla sistemde var olan tüm valörlü emirler de iptal edilerek işlem yapabilme limitleri yenilenmektedir.

İşlem gerçekleştikten sonra, alıcı üyenin yükümlülüğü; aldığı menkul kıymetlerin karşılığı olan parayı ( TL ) takas merkezine ödemek, satıcı üyenin yükümlülüğü ise , menkul kıymetleri takas merkezine teslim etmektir.

Alıcı ve satıcı üye yükümlülüklerini takas merkezine ilettikten sonra takas merkezinde toplanan kıymet ve nakitler takas merkezi tarafından sözleşme bazında işlemi gerçekleştiren karşı üyeye aktarılarak takas gerçekleştirilir.

Aynı gün valörlü işlemlerde, eğer yükümlülük fiziki teslim şeklinde yerine getirilecekse işlemlerin gerçekleşme saati 12.00, hesaben yerine getirilecek yükümlülüklerde ise 14.00'tür.

İşlemlerin takasındaki prensip, karşılığını almadan teslim etmeme şeklinde olduğu için her iki taraf da yükümlülüğünü yerine getirmediği sürece kıymet ve para takası gerçekleştirilmez.



Aynı gün valörlü ve fiziki teslim gerektiren işlemlerin takası saat 15.00'e kadar yapılırken aynı gün valörlü ve hesaben gerçekleşecek işlemlerin takası ise saat 17.00'ye kadar gerçekleşir. Valörlü işlemlerin takası valör gününde gerçekleşir.

Borsa yönetimince, 05.02.1992 tarih ve 169 no ile yayınlanan genelge uyarınca; her iki tarafın da onaylaması durumunda taraflar takası kendi aralarında yapabilirler. Bu durumda borsa ve takas kuruluşu herhangi bir yükümlülüğe girmeyip her türlü sorumluluk taraflara ait olmaktadır. Ancak taraflardan birisi takası kendi aralarında yapmayı kabul etmezse takas, takas kuruluşu vasıtasıyla gerçekleşir.

Takas işlemlerini halen özel bir banka yürütmektedir ve Takas Bankası borsa yönetimince belirli bir süre için tespit edilmektedir. Takas Bankası takas işlemlerini tek bir şube ve açmış olduğu özel hesaplar aracılığı ile yürütmektedir.

MKP'da işlem yapmış olan bankaların TCMB nezdindeki serbest depo ve cari hesaplarını kullanma olanakları vardır.

Bankalar, takas sorumluluklarını yerine getirirken TCMB hesaplarını kullanma alternatifleri olduğu için, MKP dışı işlemlerine de kolaylık oluşturmaları açısından genellikle TCMB hesaplarını kullanırlar.

Takas işlemlerinde TCMB hesaplarının kullanılması durumunda, üyeler menkul kıymet ve nakit olarak Takas Bankasının TCMB nezdinde bulunan hesaplarına ödeme yaparak yükümlülüklerini yerine getirirler. Aynı şekilde alacaklarını da TCMB nezdindeki kendi hesaplarına isteyebilirler. Ancak piyasada işlem yapan aracı kurumların TCMB hesaplarını direkt olarak kullanma olanakları yoktur. Bu nedenle, bu kurumlar ya anlaştıkları bir bankanın TCMB hesaplarını kullanırlar ya da Takas Bankasının diğer takas hesaplarını kullanırlar.

#### 2.4.1 Takas işlemlerinde Netleştirme ve Temerrüt

Üyenin aynı gün valörüyle hem alım hem satım olarak birden fazla işlem yapması durumunda üye net yükümlülüğünü yerine getirir. Netleştirmenin nakit için yapılması durumunda üyenin aynı gün valörüyle yapmış olduğu tüm işlemleri için tek bir borç veya alacak bakiyesi oluşmasına rağmen menkul kıymet netleştirmesi menkul kıymetin tanımı bazında yapıldığı için üzerinde işlem yapılan her menkul kıymet için bir borç/alacak bakiyesi oluşmaktadır.

İşlem yapan üyeler, valör gününde, saat 15.00'e kadar yükümlülüğünü yerine getirmemişse, herhangi bir ihbara gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır ve Borsa Yönetmeliği'nin cezai temerrüt hükümleri uygulanır.

## 2.5. MKP Verilerinin Dağıtılması

Piyasada gerçekleşen işlemler, Reuters IMLX ve Telerate 26445 sayfalarında gün içinde on-line olarak yayınlanır. Yayınlanan bilgiler; işlemin valörü, kıymetin tanımı, ortalama fiyat ve ortalama fiyat üzerinden hesaplanan basit ve bileşik faizler ile ilgili kıymet üzerinde gerçekleşen toplam nominal işlem tutarıdır. Gün içinde gerçekleşen her işlemle birlikte ilgili kıymete ait bilgiler yenilenir. Reuters'e ait IMLX sayfası örneği Ek 5 'te verilmiştir.

Diğer yandan, piyasada gerçekleşen işlemlere ait gün sonu bilgiler Borsa günlük bülteninde yayınlanırken dönemsel ( haftalık, aylık, yıllık,...) bilgiler de aynı şekilde Borsa dönemsel bültenleri aracılığı ile duyurulur. Dönemsel bültenlerde, işlemlerin valörü, tanımı, ortalama fiyat, basit-bileşik ve tahvil esiti getiriler, tahvil tanımı bazında ve toplam olarak nominal tutar, işlem hacmi ve sözleşme sayısı verilir.

## 2.6. MKP ve Hisse Senedi Piyasası Arasındaki Benzerlikler ve Farklar

İki piyasa arasındaki temel benzerlikler olarak şu unsurları sayabiliriz:

- Her iki piyasa da İMKB bünyesinde kurulmuştur ve kamu denetim ve gözetimi altındadırlar.

- Her iki piyasaya da yatırımcıların doğrudan katılımı mümkün değildir ve yatırımcılar ancak bir banka veya aracı kurum vasıtasıyla işlemlerini gerçekleştirebilirler.

- Her iki piyasa içinde minimum işlem limiti sözkonusudur.

İki piyasa arasındaki temel farklar ise şöyle sıralanabilir:

- Her iki piyasa arasındaki en önemli fark, hisse senetleri için İMKB bünyesinde işlem görme zorunluluğu



varken ( lot altı işlemler hariç ), MKP'da gerçekleşen işlemlerde böyle bir zorunluluk yoktur ve sabit getirili menkul kıymetlerdeki işlemlerin büyük çoğunluğu borsa dışı piyasada işlem görür.

- Hisse senedi işlemleri bir salonda ve tahtalar üzerinde gerçekleşirken MKP'da işlemler telefonla ve bilgisayar ortamında gerçekleşir.

- Hisse senedinde emir ve işlemin gerçekleşmesi aşamalarında üyeler işlemin karşı tarafını bilirler oysa işlem MKP'da taraflar birbirlerini ancak işlem gerçekleştikten sonra öğrenirler.

- Hisse senedinde üyeler için işlemlerde herhangi bir limit bulunmazken, MKP'da üyelerin gün içinde yapabileceği işlemler sınırlı tutulmuştur.

- Borsa üyesi banka ve aracı kurumların tamamı hisse senedi piyasasında otomatik olarak işlem yapmaya yetkili iken, MKP'da işlem yapmaya yetkili olabilmek için ayrıca başvuruda bulunmak gerekmektedir.

## 2.7. MKP Alım Satım Fiyatlarının Hesaplanmasında Kullanılan Formüller

### 2.7.1. Hazine Bonosu ve 1 Yıllık Devlet Tahvilleri

r: Getiri oranı  
c: Vadeye kalan gün sayısı  
B: Fiyat  
G: Nominal değer

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

### 2.7.2. Devlet Tahvilleri

- c: İlk faiz ödeme tarihine kalan gün sayısı  
m: Bir faiz ödeme döneminin içerdigi gün sayısı (yılda bir faiz ödemeli tahvillerde 365, 6 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 182, 3 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 91 alınacaktır.)  
r: Getiri oranı  
n: Vadeye kadar yapılacak faiz ödeme sayısı  
i: Faiz oranı  
A: Anapara  
F :ilk ödenecek faiz tutarı

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

### 2.7.3. Değişken Faizli Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri

- r: Getiri oranı  
c: İlk faiz ödeme tarihine kalan gün sayısı  
G: Nominal değer  
F :Net faiz tutarı  
m: Bir faiz ödeme döneminin içerdigi gün sayısı (Yılda bir faiz ödemeli değişken faizli tahvillerde 365, 6 ayda bir faiz ödemeli değişken faizli tahvillerde 182, 3 ayda bir faiz ödemeli değişken faizli tahvillerde 91 alınacaktır.)

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

#### 2.7.4. Finansman Bonosu

r: Net getiri oranı  
c: Vadeye kalan gün sayısı  
B: Fiyat  
G: Nominal değer

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

#### 2.7.5 Özel Sektör Tahvili

c: İlk faiz ödeme tarihine kalan gün sayısı  
m: Bir faiz ödeme döneminin içerdigi gün sayısı (Yılda bir faiz ödemeli tahvillerde 365, 6 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 182, 3 ayda bir faiz ödemeli tahvillerde 91 alınacaktır.)  
r: Getiri oranı  
n: Vadeye kadar yapılacak faiz ödeme sayısı  
i: Faiz oranı  
A: Anapara  
F :ilk ödenecek net faiz tutarı

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



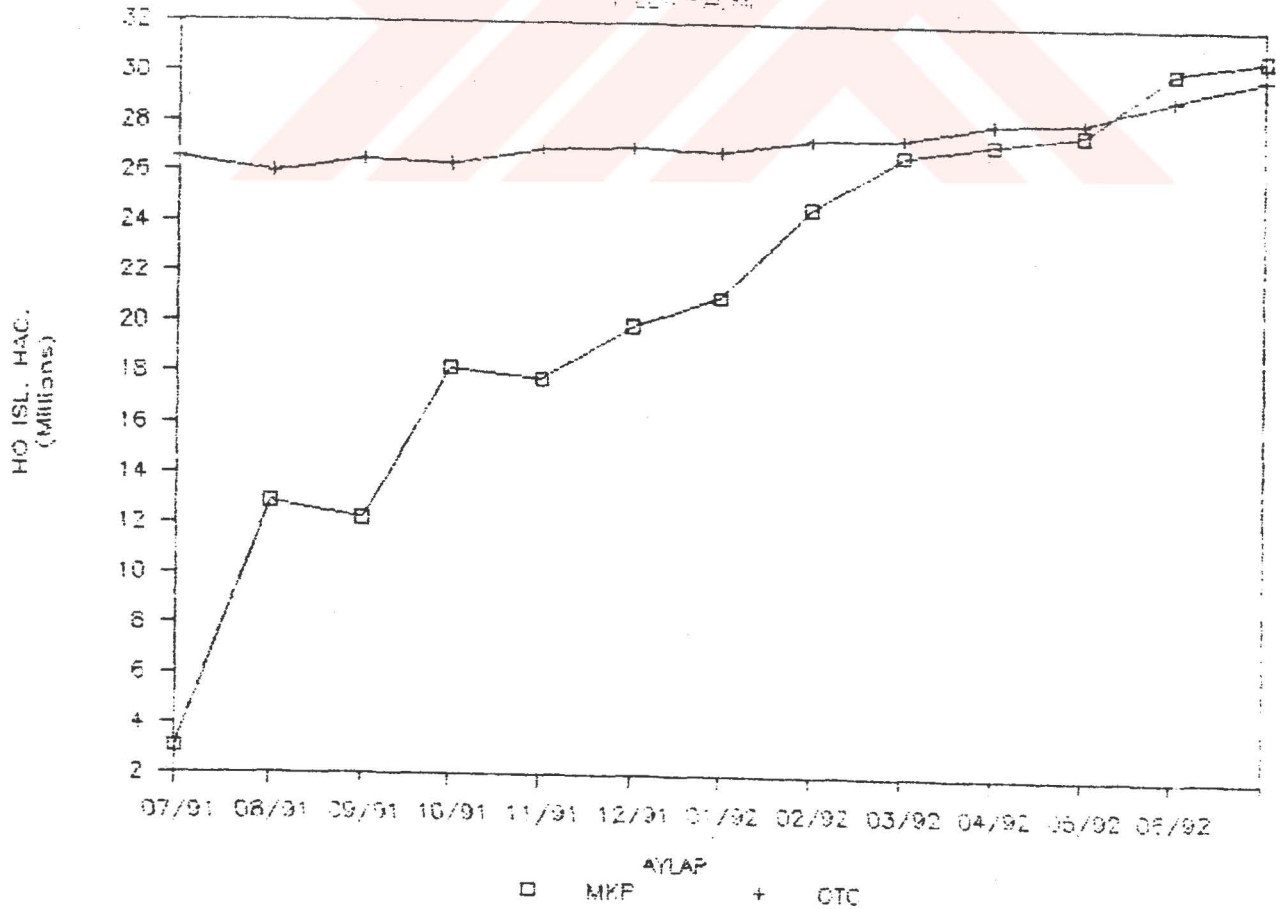
## 2.8. Menkul Kıymetler Piyasasının Gelişimi

Sabit getirili menkul kıymetlerde Türkiye'nin ilk ve tek organize piyasası durumunda olan MKP, faaliyetinin birinci yılını geride bırakırken, işlem hacmi ve işlem adedi olarak sürekli artış göstermiş ve 91 yılı yedi aylık döneminde 1.475.503 Milyon TL olan toplam işlem hacmi, % 137.29'luk bir artış göstererek 92 yılı ilk yedi aylık döneminde toplam 3.501.181 Milyon TL'ye ulaşmıştır. Aynı şekilde 91 yılı yedi aylık döneminde 10.849 Milyon TL olan ortalama günlük işlem hacmi, % 121.03 artarak 92 yılı 7 aylık döneminde 23.981 Milyon TL'ye ulaşmıştır.

Aylar itibarıyla piyasanın gelişimine bakıldığında, işlem hacmi rakamları inişli çıkışlı bir seyir göstermesine rağmen işlem hacmi rakamlarının hareketli ortalamasına bakıldığında piyasanın sürekli bir artış içinde olduğu ve bu artış oranının OTC piyasanın artış oranından daha yüksek olduğu görülmektedir. ( Grafik III.1 )

GRAFİK III.1.

MKP-OTC HAREKETLİ ORTALAMA



MKP verilerine bakıldığında, Ağustos 1992 itibarıyla işlem hacmi, nominal tutar ve sözleşme sayısı olarak tüm veriler piyasanın kuruluşundan itibaren en yüksek değerlerine ulaşmıştır. Aynı şekilde bahsedilen dönemde MKP işlem hacmi, OTC işlem hacminin % 3.73'üne ulaşarak en yüksek değerini almıştır. MKP'da gerçekleşen işlemlerin tamamına yakını kamu kağıtlarındaki işlemler oluşturmaktadır. Özel sektör işlemlerinin oranı çok düşüktür.

TABLO III.1. Borsa Üyelerinin MKP'ye Başvuru Yüzdeleri

|             | BORSA ÜYESİ |      | MKP'YE BAŞVURAN |      | İŞLEM YAPAN |      |
|-------------|-------------|------|-----------------|------|-------------|------|
|             |             | %    |                 | %    |             | %    |
| BANKA       | 57          | 34%  | 47              | 41%  | 39          | 52%  |
| ARACI KURUM | 112         | 66%  | 69              | 59%  | 36          | 48%  |
| TOPLAM      | 169         | 100% | 116             | 100% | 75          | 100% |

Yukarıdaki verilere bakıldığında, Eylül 1992 itibarıyla toplam 169 Borsa üyesinin %69'u MKP'ye başvurmuş ve başvuruda bulunan üyelerin de % 65'i teminatlarını yatırarak fiili olarak işlem yapma yetkisi almıştır.

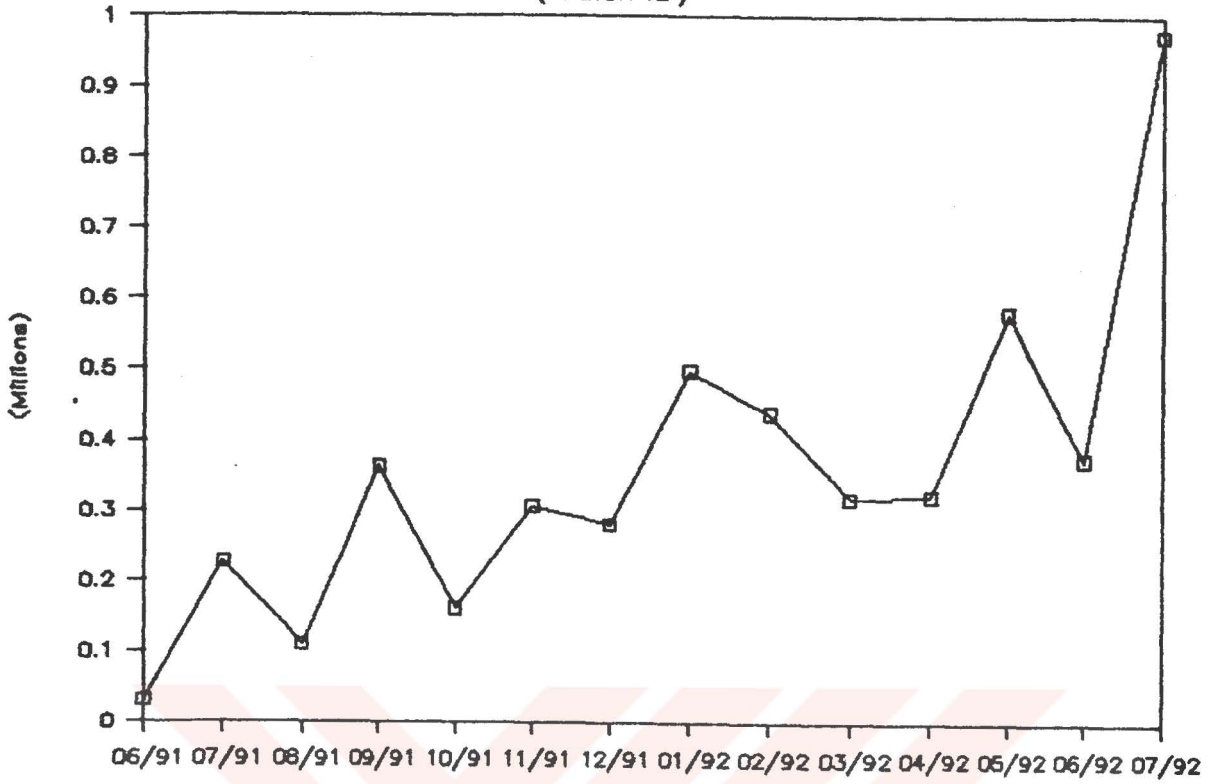
MKP'ye başvuran üyelerin banka ve aracı kurum olarak dağılımına bakıldığında, borsa üyesi bankaların %82'si MKP'ye başvuruda bulunurken aracı kurumlarda bu oran %62'dir. Aynı şekilde MKP'ye başvuran üyelerden, bankaların %83'ü teminatını yatırarak fiili olarak işlem yapma yetkisi almış, aracı kurumların ise %52'si teminatını yatırmış ve işlem yetkisi almıştır. MKP'ye yapılan başvurularda ve başvuran üyeler içinde teminatını yatırarak fiili olarak işlem yapma yetkisi alan üyelerin dağılımına bakıldığında her iki durumda da bankaların oranlarının yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumun açıklaması olarak sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasasında bankaların hakimiyeti ve aracı kurumların işlemlerinin daha ziyade hisse senetleri üzerinde yoğunlaşması ve sabit getirili menkul kıymetlerde aracı kurumların işlemlerinin çok düşük olması gösterilebilir. Diğer yandan, kesin veriler bulunmamasına rağmen, OTC işlemlerinin çok büyük bir kısmının repo-reverse repo işlemleri olduğu

TABLO III.2. MENKUL KIYMETLER PİYASASI VERİLERİ (Milyon TL)

|            | İş Günü Sayısı | İşlem Hacmi |             | Nominal Tutar |             | Sözleşme Sayısı (Adet) |             |
|------------|----------------|-------------|-------------|---------------|-------------|------------------------|-------------|
|            |                | Toplam      | Günlük Ort. | Toplam        | Günlük Ort. | Toplam                 | Günlük Ort. |
| Haziran 91 | 7              | 30,659      | 4,380       | 35,600        | 5,086       | 7                      | 1           |
| Temmuz 91  | 23             | 226,217     | 9,836       | 251,031       | 10,914      | 68                     | 3           |
| Ağustos 91 | 21             | 109,736     | 5,226       | 119,999       | 5,714       | 49                     | 2           |
| Eylül 91   | 21             | 361,859     | 17,231      | 399,625       | 19,030      | 99                     | 5           |
| Ekim 91    | 21             | 160,800     | 7,657       | 191,165       | 9,103       | 92                     | 4           |
| Kasım 91   | 21             | 305,799     | 14,562      | 358,910       | 17,091      | 129                    | 6           |
| Aralık 91  | 22             | 280,433     | 12,747      | 328,420       | 14,928      | 134                    | 6           |
| Ocak 92    | 22             | 497,628     | 22,619      | 609,890       | 27,722      | 185                    | 8           |
| Şubat 92   | 20             | 437,979     | 21,899      | 568,845       | 28,442      | 201                    | 10          |
| Mart 92    | 22             | 317,735     | 14,443      | 441,385       | 20,063      | 173                    | 8           |
| Nisan 92   | 20             | 321,546     | 16,077      | 418,010       | 20,901      | 172                    | 9           |
| Mayıs 92   | 20             | 580,028     | 29,001      | 743,460       | 37,173      | 250                    | 13          |
| Haziran 92 | 19             | 373,250     | 19,645      | 451,930       | 23,786      | 230                    | 12          |
| Temmuz 92  | 23             | 973,015     | 42,305      | 1,223,890     | 53,213      | 507                    | 22          |
| Ağustos 92 | 21             | 1,964,352   | 93,541      | 2,401,360     | 114,350     | 644                    | 31          |

GRAFİK III.2.

### MKP İŞLEM HACMI ( MİLYON TL )



sanılmaktadır, bu durumda MKP'da şu anda sadece doğrudan alım satım işlemlerinin yapıldığı düşünülürse kesin alım satım işlemlerinin MKP'da gerçekleşme yüzdesinin daha yüksek olduğu sonucuna varılabilir. Yayınlanan 3794 sayılı kanunla üzerinde değişiklik yapılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yasal çerçevesi belirlenerek Seri:5, No: 7 sayılı tebliğ ile esasları belirlenen repo- reverse repo işlemlerinin MKP'na dahil edilmesi için sürdürülen çalışmalar son aşamasına gelmiş bulunmaktadır. Repo işlemlerinin sisteme kazandırılmasından sonra MKP işlem hacmi rakamlarının belirgin artışlar göstereceği ve piyasanın daha hızlı bir gelişme süreci içine gireceği beklenmektedir.

31 Temmuz 1992 tarih ve mükerrer 21301 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VI, No:4 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğinin Bölüm: III, Madde: 18 ( e ) şıkkı gereğince Yatırım Ortaklıklarının, ve yine aynı tarih ve sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VII, No:2 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğinin Bölüm: III, Madde: 17 ( c ) şıkkı gereğince Yatırım Fonlarının, portföylerine yapılacak kıymet alımları ile portföyden kıymet satımlarının, Borsa'da işlem gören kıymetler için, Borsa kanalıyla yapılması zorunluluğu getirilmiş



ve Borsa'nın 6 Agustos 1992 tarih ve 192 No'lu genelgesi ile Borsa üyesi kuruluşlara duyurulmuştur. Fon işlemlerinin MKP'da yapılması zorunluluğu piyasanın işlem hacmini artırıcı yönde olumlu bir etki yapmıştır.

TABLO III.3. İşlem Hacmi Dağılımı ( Milyon TL )

|            | MKP       | OTC        | MKP/OTC |
|------------|-----------|------------|---------|
| Haziran 91 | 30,659    | 26,565,452 | 0.12%   |
| Temmuz 91  | 226,217   | 25,379,291 | 0.89%   |
| Agustos 91 | 109,736   | 27,573,201 | 0.40%   |
| Eylül 91   | 361,859   | 25,809,078 | 1.40%   |
| Ekim 91    | 160,800   | 29,393,029 | 0.55%   |
| Kasım 91   | 305,799   | 27,355,639 | 1.12%   |
| Aralık 91  | 280,433   | 25,936,887 | 1.08%   |
| Ocak 92    | 497,628   | 31,143,604 | 1.60%   |
| Şubat 92   | 437,979   | 28,168,888 | 1.55%   |
| Mart 92    | 317,735   | 33,538,091 | 0.95%   |
| Nisan 92   | 321,546   | 29,654,584 | 1.08%   |
| Mayıs 92   | 580,028   | 39,587,057 | 1.47%   |
| Haziran 92 | 373,250   | 40,732,569 | 0.92%   |
| Temmuz 92  | 973,015   | 63,837,268 | 1.52%   |
| Agustos 92 | 1,964,351 | 52,596,652 | 3.73%   |

MKP'nın faaliyete geçmesi ile banka ve aracı kurumlarda piyasayı tanımayan kaynaklanan çekiminin ileriki aşamalarda kaybolduğu ve kuruluşların MKP'nı tercih eder duruma geldikleri gözlenmiştir. Aynı şekilde, işlem yapan kuruluşun, işlemi gerçekleştirdiği kuruluşu takas aşamasına kadar bilmiyor olmasının verdiği çekingenlik de, piyasa işlem ve takas mekanizmasının aksaksız ve güvenli işleyişi ile kaybolmuş ve tüm bu etkenler piyasanın gelişmesinde olumlu rol oynamıştır.

MKP işlem hacmi, OTC işlem hacmi ile karşılaştırıldığında, MKP işlemlerinin çok düşük kaldığı görülmektedir ( Tablo III.3. ). Ancak kurulan piyasanın çok yeni olduğu ve diğer ülkelerdeki örnekleri ile karşılaştırıldığında ve MKP'nın kendi içindeki gelişim hızına bakıldığında MKP'nın iyi bir gelişme içinde olduğu sonucuna varmak yanlış olmaz.

## SONUÇ

İkinci el piyasalar, sermaye piyasaları ve ekonomi açısından büyük öneme sahiptir. İkinci el piyasaların temel amacı, birinci el piyasada ihraç edilmiş olan menkul kıymetlere likidite sağlanması ve gerçek anlamda fiyat oluşumunun sağlanmasıdır. Bu nedenle ikinci el piyasalar, likiditenin yüksek olması ve fiyatların piyasayı gerçek anlamda yansıtmaları ölçüsünde etkindirler.

Bu çalışmadan çıkarılan sonuçları iki ana başlık altında toplayabiliriz.

a ) İncelenen ülkelerde ve Türkiye'deki sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasalarına ait genel sonuçlar;

İkinci el piyasalarda, sabit getirili menkul kıymetlerin işlem hacmi rakamları, hisse senedi işlem hacmi rakamlarının çok üzerindedir.

Sabit getirili menkul kıymetlerde işlemlerin çok büyük bir kısmı, oluşturulan organize piyasalara rağmen borsa dışında ve OTC piyasalarda gerçekleşmektedir.

Sabit getirili menkul kıymetlerde gerçekleşen işlemlerin yine çok büyük bir kısmı ( % 80-90 ) kamu menkul kıymetlerinde gerçekleşirken özel sektör tahvillerinin ikinci el piyasalardaki payları geleneksel olarak çok düşük kalmaktadır.

b ) Çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümleri ile ilgili olarak , Türkiye'de sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasasına ait sonuçlar;

Türk sermaye piyasasındaki sabit getirili menkul kıymet çeşitlerinin sayısı diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça kısıtlı kalmaktadır. Aynı şekilde tahvillerin vadeleri de diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça kısadır. İncelenen ülkelerde görülen 20-30 yıl vadeli tahvillere Türkiye'de rastlanmamaktadır.

Sabit getirili menkul kıymetlerde, işlemlerin çok büyük bir kısmı kamu menkul kıymetleri ve özellikle devlet tahvili ve hazine bonoları üzerinde gerçekleşirken özel sektör tahvillerinin işlem görme oranı çok düşük kalmaktadır.

Bankalar, piyasa işlem hacminin yaklaşık % 80-90'ını gerçekleştirirken aracı kurumların işlemlerdeki payı çok düşüktür.

IMKB bünyesinde organize bir tahvil piyasası oluşturulmuş olmasına rağmen işlemlerin çok büyük bir kısmı halen borsa dışında gerçekleşmeye devam etmektedir.

Menkul Kıymetler Piyasası'nın gelişimi açısından, TCMB ile ortak hesaplarla çalışabilecek bağımsız bir Takas ve Saklama Şirketinin kurulması yararlı olacaktır.

Türk sermaye piyasasında özel sektör menkul kıymetlerinin durumuna bakıldığında, bu kıymetlerin sermaye piyasası aracı olmaktan çok daha ziyade ihraç eden kuruluş ve satışını yapan aracı kurum arasında borç alacak ilişkisi doğuran belge niteliğinde olduğu ve likiditelerinin çok düşük olduğu görülmektedir. MKP'ında işlem görececek menkul kıymetler arasına dahil edilen özel sektör kıymetlerine bu sayede likidite kazandırılması amaçlanmış ancak sermaye piyasası genelindeki diğer düzenlemelerin eksikliği ile bu tam anlamıyla sağlanamamıştır.

Bu çalışmanın ikinci el piyasalar ve sabit getirili menkul kıymetlerle ilgili olarak ileride yapılacak çalışmalara bir kaynak teşkil etmesini dilerim.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

---

1. IMKB, Yıllık Faaliyet Raporları ( 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991 )
2. IMKB , Dönemsel Bültenleri.
3. IMKB, Borsa Tarihi Araştırmaları 2, Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi.
4. IMKB, Eğitim Semineri Notları, Aralık 1991.
5. IMKB, Devlet İç Borçlanma Senetleri, Araştırma Yayın ve Eğitim Müdürlüğü.
6. IMKB, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü, 131 No'lu Genelge.
7. Sermaye Piyasası Kurulu, Kanun, Yönetmelik, Tebliğler ve ilgili Diğer Mevzuat, Ankara 1988.
8. SPK Yıllık Bültenleri.
9. SPK Dönemsel Bültenleri.
10. T.C. Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Nisan 1992.
11. HDTM, Hazine Aylık Göstergeleri, Ocak 1992.
12. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Aylık İstatistik Bültenleri.
13. TCMB, Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü Genelgesi, Eylül 1991.
14. T.C. Resmi Gazete, 3794 Sayılı Kanun.
15. T.C. Resmi Gazete, Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, 31 Temmuz 1992, Sayı : 21301.
16. Frankfurter Wertpapierbörse, Automation in the System of Securities Transfers, June 1989.
17. Securities Form, Trading and Administration, Deutsche Bank, June 1986.
18. DM Bonds Structure and Rules in Germany, Dresdner Bank Investment Research.



19. Securities Market in Japan, 1989.
20. Korea Stock Exchange, October 1990.
21. The 1991 Investment Guide to the European Domestic Bond Markets, Euromoney, July.
22. Current Issues In Turkish Capital Markets, Proceedings of the OECD - CMB Conference, September 3 rd - 8 th, 1989, Antalya-Turkey. SPK Yayınları, Yayın No:14.
23. ABDULLAH AKYÜZ, İkinci El Piyasalar ve İkinci El Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi ( Yeterlik Etüdü), SPK Araştırma Geliştirme Dairesi, Mayıs 1989, Ankara.
24. FERİDUN ÖZGEN, Tahvil Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi, SPK Görüş ve Öneri Raporu, 1983 Ankara.
25. M. YENER MERMERCİ, Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi, 1989 Ankara.
26. ÇAĞLAR MANAVGAT, Repo İşlemlerinin Hukuki Çerçevesi.
27. Mehmet COŞAN- Güven SAK, Özel Sektör Tahvil Piyasasının Yapısı ve Zaman İçindeki Gelişimi, SPK Araştırma Raporu, Ankara 1985.



EK : 1

Emirlerin yansıdığı ekranların formatı aşağıda verilmiştir;

**MENKUL KIYMETLER PIYASASI  
DEVLET TAHVİLİ VE HAZİNE BONOSU EKRAN FORMATI**

| 0645 ISTANBUL STOCK EXCHANGE BONDS AND BILLS TEL 2499767 IMLA |       |                  |                  |            |  |
|---------------------------------------------------------------|-------|------------------|------------------|------------|--|
| VL MAT                                                        | TANIM | TALEP-BID        | TEKLİF-OFFER     | LAST       |  |
| 08*050892                                                     | 9B    |                  | 68.00-95042/1000 | 08.07/67.5 |  |
| 08*070792                                                     | 12T   | 78.24-56171/2000 |                  | 08.07/78.3 |  |
| 08 231292                                                     | 9B    |                  | 76.44-73972/1500 | 08.07/76.2 |  |
| 08*020992                                                     | 9B    | 72.38-90005/500  |                  | 08.07/73.5 |  |
| 09 300992                                                     | 9B    | 73.94-85457/1000 | 72.75-141200/500 | 07.07/73.3 |  |
| 09*050892                                                     | 9B    |                  | 67.50-95244/1000 | 08.07/67.5 |  |
| 09*301093                                                     | 36T   |                  | 69.17-146680/750 | 08.07/69.3 |  |

|   |   |   |    |    |    |
|---|---|---|----|----|----|
| 2 | 6 | 5 | 18 | 18 | 10 |
|---|---|---|----|----|----|

Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının Yer Aldığı Ekranlar:

Reuters : IMLA-IMLD  
Telerafe : 26448-26451  
Veritel : IMKB MENUSU AG

Yukarıda Reuters'in piyasa daki Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu işlemler için kullanılan IMLA-D sayfasının görüntüsü verilmiştir. Ekran 7 bölümden oluşmaktadır.

(VL):  
İslemin valör tarihini göstermektedir. (içinde bulunulan ay veya takip eden ayın günü olarak)

(MAT):  
Üzerinde işlem yapılacak kağıdın vade tarihini göstermektedir.

(TANIM-ID):  
Üzerinde işlem yapılacak kağıdın tanımını göstermektedir (9B, 12T, 24T gibi).

(TALEP-BID):  
Vadesi ve tanımı verilen kağıttan alıs talebi olması halinde 100.000 TL üzerinden alıs fiyatını o fiyata karşılık gelen oranı ve Milyon TL üzerinden alınmak istenen nominal tutarı göstermektedir.

**(TEKLİF-OFFER):**

Vadesi ve tanımı verilen kagıttan satış talebi olması halinde 100.000 TL üzerinden satış fiyatını o fiyata karşılık gelen oranı ve Milyon TL üzerinden satılmak istenen nominal tutarı göstermektedir.

**(EN SON-LAST):**

Vadesi ve tanımı verilen kagıt üzerinde daha önceden işlem yapılmışsa en son yapılan işlemin oranını ve valör tarihini göstermektedir.

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





MENKUL KIYMETLER PİYASASI  
ÖZEL SEKTÖR TAHVİLLERİ  
EKİRAN FORMATI

| 0645 İSTANBUL STOCK EXCHANGE BONDS AND BILLS TEL 2499767 İMLO |           |                   |                  |       |   |
|---------------------------------------------------------------|-----------|-------------------|------------------|-------|---|
| VL MAT                                                        | TANIM     | TALEP-BİD         | TEKLİF-OFFER     | LAST  |   |
| 03 030193                                                     | 24S BZB   |                   | 67.50-63390/1000 | 66.20 |   |
| 03 140293                                                     | 24SK CDP  | 66.25-71500/2000  |                  | 64.35 |   |
| 04 140993                                                     | 36S2 BNM  |                   | 65.20-67500/1500 | 63.20 |   |
| 03 281194                                                     | 48SDC BGO | 63.45-69000/500   |                  |       |   |
| 03 291194                                                     | 24SD BBY  | 55.90-141170/1000 | 62.75-141200/500 | 65.35 |   |
| 2                                                             | 6         | 10                | 18               | 18    | 5 |

Not: LAST kısmında, söz konusu tahvil üzerinde islemin yapıldığı takvim günü gerçekleşen en son islemin oranı yer almaktadır. Örneğin yukarıdaki çizelgede 4. sıradaki menkul kıymet islemin yapıldığı takvim gününde daha önce işlem görmediğinden LAST kısmında herhangi bir oran yer almamaktadır.

Özel Sektör Tahvili Emirlerinin Ver Aldığı Ekranlar:

-----  
Reuters : İMLO-İMLZ  
Telerate : 26452-26455  
Veritel : 2. DİĞER MENKUL KIYMETLER  
3) ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ

MENKUL KIYMETLER PIYASASI  
DÖVİZE ENDEKSİLİ MENKUL KIYMETLER  
EKRAN FORMATI

0645 ISTANBUL STOCK EXCHANGE BONDS AND BILLS TEL 2439767 IMLE

| VL MAT    | TANIM | TALEP-BID     | TEKLİF-OFFER   | LAST       |
|-----------|-------|---------------|----------------|------------|
| 16 310893 | 72G2M | 7.25-1040/50  |                | 12.11/7.30 |
| 16 310792 | 60G2U |               | 5.60-1029/100  | 12.10/5.40 |
| 23*310893 | 72T2U |               | 4.90-1022/300  | 23.12/5.34 |
| 16 150593 | 24G2U | 5.34-1035/120 |                |            |
| 16 151193 | 24G2U |               | 5.40-1048/2000 | 8.09/5.60  |

|   |   |   |    |    |    |
|---|---|---|----|----|----|
| 2 | 6 | 5 | 13 | 13 | 10 |
|---|---|---|----|----|----|

NOT: Basit Faiz Oranı, fiyat ve nominal tutar menkul kıymetin endeksli olduğu döviz cinsindendir. Nominal tutar 1000 döviz birimi cinsindendir.

Döviz Endeksli Menkul Kıymet Emirlerinin Ver aldığı Ekranlar:

Reuters : IMLE-IMLF  
Telerate : 26450-26451  
Veritel : 2. DİĞER MENKUL KIYMETLER  
2) GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ

## PIYASANIN İŞLEYİŞİ VE İŞLEMLERİN GERÇEKLEŞTİRİLMESİ

Menkul Kıymetler Piyasası'nda işlemler telefon, bilgisayar ve Reuters, Telerate, Veritel gibi bilgi dağıtım firmalarının ekranları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. İşlemlerin gerçekleştirilmesinde izlenen iş akışı aşağıdaki gibidir;

Piyasanın Açılması (Saat 10:00)

Emirlerin Borsa'ya iletilmesi (Tel: 249 97 67)  
(Aynı gün valörlü işlemler 10:00-14:00,  
diğer valörlü işlemler 10:00-17:00 )

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

En iyi emrin ekrana otomatik olarak  
aktarılması, diğer emirlerin öncelik  
kurallarına uygun olarak sıraya konması.  
Emir ekranda görünen "normal" bir emre  
karşılık ise aynı fiyat ve aynı tanımla,  
"blok" bir emre karşılık ise aynı fiyat,  
tanım ve miktarda iletilmesi

Emrin gerçekleşmesi halinde ikinci  
derecede iyi emirlerin ekrana aktarılması

Emri gerçeklesen üyelere islemin telefonla  
teyit edilmesi, takas bilgilerinin alınması  
üyelere ve takas merkezine islemin  
yazılı olarak bildirilmesi

Aynı gün valörlü işlemler için takasın  
gerçekleştirilmesi (Saat: 15:00'e kadar)

Piyasanın kapanması (Saat: 17:00)  
(Gerçekleşmemiş emirler gün sonunda otomatik  
olarak iptal edilecektir.)

EK : 5

224 ISTANBUL STOCK EXCHANGE BONDS AND BILLS TEL 2499767 IMLX

\*MARKET INFORMATION\*

-----20/09/92-----

| PL MAT.   | ID. | AVG.PRI | S.YIELD | C.YIELD | NOM.VOL *1000 |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------------|
| 22 281092 | 9B  | 93,888  | 66.00   | 89.54   | 16,600,000    |
| 22 251192 | 9B  | 88,926  | 71.02   | 95.29   | 30,200,000    |
| 22 300992 | 9B  | 98,562  | 66.56   | 93.64   | 5,410,000     |
| 22 010993 | 12T | 57,902  | 77.14   | 78.56   | 4,080,000     |
| 23 300992 | 9B  | 98,675  | 70.01   | 100.40  | 1,300,000     |
| 23 231292 | 9B  | 84,584  | 73.10   | 95.72   | 94,300,000    |
| 22 251192 | 12T | 88,928  | 71.00   | 95.27   | 3,700,000     |
| 22 170393 | 9B  | 73,047  | 76.52   | 91.80   | 1,270,000     |

CITYNET - SEE INFX 1252



ÖZELSEKTÖR TAHVİLLERİ HAKKINDA BİLGİLER

| Yıllar | İhraç İzni<br>Tahvil Tutarı | Satılan Tahvil<br>Tutarı | İtfa<br>Tutarı         | Erken Ödeme<br>Tutarı | İtfalar<br>Toplamı | Kümülatif<br>İhraç Tutarı | Kümülatif<br>İtfa Tutarı | Tahvil<br>Stoku |
|--------|-----------------------------|--------------------------|------------------------|-----------------------|--------------------|---------------------------|--------------------------|-----------------|
| 1967   |                             | 5.000                    | -                      | -                     | -                  | 5.000                     | -                        | 5.000           |
| 1968   |                             | 108.550                  | -                      | -                     | -                  | 113.550                   | -                        | 113.550         |
| 1969   |                             | 180.500                  | -                      | -                     | -                  | 294.050                   | -                        | 294.050         |
| 1970   | 382.000                     | 357.518                  | 1.000                  | -                     | 1.000              | 651.568                   | 1.000                    | 650.568         |
| 1971   | 136.500                     | 131.455                  | 29.912                 | -                     | 29.912             | 783.023                   | 30.912                   | 752.111         |
| 1972   | 275.500                     | 265.055                  | 75.306                 | -                     | 75.306             | 1.048.078                 | 106.218                  | 941.860         |
| 1973   | 648.875                     | 616.485                  | 123.964                | -                     | 123.964            | 1.664.563                 | 230.182                  | 1.434.381       |
| 1974   | 622.000                     | 599.860                  | 147.938                | -                     | 147.938            | 2.264.423                 | 378.120                  | 1.886.303       |
| 1975   | 1.430.300                   | 1.409.502                | 224.112                | -                     | 224.112            | 3.673.925                 | 602.232                  | 3.071.693       |
| 1976   | 1.726.000                   | 1.656.934                | 292.059                | -                     | 292.059            | 5.330.859                 | 894.291                  | 4.436.568       |
| 1977   | 1.581.850                   | 1.543.555                | 421.701                | -                     | 421.701            | 6.874.414                 | 1.315.992                | 5.558.422       |
| 1978   | 2.198.735                   | 2.126.231                | 616.991                | -                     | 616.991            | 8.559.095                 | 1.491.433                | 7.067.662       |
| 1979   | 4.866.070                   | 4.845.510                | 795.816                | -                     | 795.816            | 13.404.605                | 2.287.249                | 11.117.356      |
| 1980   | 18.010.900                  | 17.992.400               | 1.053.989              | -                     | 1.053.989          | 31.377.005                | 3.341.238                | 28.035.767      |
| 1981   | 15.980.835                  | 15.980.835               | 1.100.492 <sup>+</sup> | 286.292 <sup>+</sup>  | 1.386.784          | 47.357.840                | 4.728.022                | 42.629.818      |
| 1982   | 13.304.500 <sup>++</sup>    | 10.447.500               | 2.545.243              | 543.441               | 3.088.684          | 57.805.340                | 7.816.706                | 49.988.634      |
| 1983   | 17.493.000                  | 16.617.200               | 4.954.965              | 547.164               | 5.502.129          | 74.422.540                | 13.318.835               | 61.103.705      |
| 1984   | 11.778.000                  | 12.558.000               | 5.395.486              | 483.836               | 5.879.322          | 86.980.540                | 19.198.157               | 67.782.383      |

+ 1.1 / 31.11 tarihleri itibariyle

++ SPK izinleri toplamı 12.424.500

Kaynak : TC. Merkez Bankası, SPK