

sermaye piyasasında

GüNDeM

SAYI 66 ŞUBAT 2008

ISSN 1304-8155



Alternatif Yatırım

Araçları

(sayfa 7)

Yabancı Yatırımcılar

(sayfa 18)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 104 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 145 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

E. Nevzat Öztangut
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
tspakb@tspakb.org.tr

Basım:

Graphis Matbaa
Yüzyıl Mah. Matbacılar Sitesi
2. Cadde No: 202/A
Bağcılar 34560 İstanbul
Tel:212-629 06 07

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli *GüNDeM* okurları,

2007 yılı ile ilgili genel değerlendirmelerimi geçen sayıda sizinle paylaşma imkânı bulmuştum. Bu yıl ile ilgili beklentiler ise ABD ekonomisinde yaşanan gelişmelerle, küresel büyümenin yavaşlayacağı endişeleri çerçevesinde şekilleniyor. Yılın ilk ayında yaşananlar, küresel piyasaların entegrasyonunun ne derece kuvvetli olduğunun bir göstergesi niteliğinde. Bütünleşmiş piyasalar, Türkiye'nin de parçası olduğu zincirdeki etkileşimlerin, olumlu olduğu kadar olumsuz yanlarının da bulunduğunu bir kez daha kanıtladı.

ABD konut sektöründeki riskli kredilerle başlayan piyasa dalgalanmaları, likidite sıkışıklığının artacağı yönündeki beklentilerle Türkiye'yi de etkiliyor. Yüksek cari işlemler açığı ekonomimizin hassasiyetini artırıyor. İşte tam da bu tür dönemlerde sağlam bir sermaye piyasasına sahip olmanın önemi ortaya çıkıyor.

Hepimiz biliyoruz ki, bir ülkenin ekonomisi ve finans sektörü üzerindeki genel risk, finansman kaynaklarının çeşitliliği ile de bağlantılı. Bu riskin bankacılık sektörü ve sermaye piyasası arasında dengeli olarak dağılması ise kriz zamanlarında ekonominin dayanıklılığını artıran bir etken. Dolayısıyla, sermaye piyasasının büyümesi, gelişmesi, ülkemizin finansal yapısıyla ilgili risklerin dengelenmesi açısından da çok önemli.

Sermaye piyasasının gelişmesi için yapılması gerekenleri, yatırımcı tabanının genişletilmesi, mevcut ürünlere daha da derinlik kazandırılması ve en önemlisi ürün çeşitliliğinin artırılması şeklinde özetleyebiliriz.

Gelişmiş ülkelerde yer alan ürünlerin ülkemizde de yer alması hemen her kesimin üzerinde mutabık kaldığı bir konu. Sermaye Piyasası Kurulu, mevcut ürün tanımlarının zenginleştirilmesi ve AB uyum sürecinde ele alınacak mevzuatın uluslararası standartlara ulaştırılması konularında çalışmalarını sürdürüyor. Bu konuda en son, varantlarla ilgili tebliğ taslağı kamuoyunun görüşüne açıldı.

Elbette, alternatif yatırım araçları piyasamıza kazandırılırken, ülkemizin finansal yapısı, potansiyeli ve yatırımcıların beklentileri gibi değerlendirilmesi gereken bir dizi konu bulunuyor. Bu çerçevede, Birlik olarak bizden beklenen çalışmaları özenle yürütmeye devam ediyoruz.

Örneğin günümüz koşullarında, sadece İMKB'de yaşanan gelişmeleri izlemek, piyasamızdaki hareketleri açıklamakta yeterli olmuyor. Piyasa çalışanları artık Amerika, Avrupa ve Uzak Doğu piyasalarını yakından takip etmek, ülkemizde bulunmayan enstrümanlardaki gelişmeleri izlemek durumunda. Kısacası, yatırımcıların beklentilerini, ihtiyaçlarını doğru bir biçimde karşılayabilmek için, artık daha da global bir bakış açısına sahip olmak gerekiyor.

Biz de Birlik bünyesinde sürdürdüğümüz çalışmalar da ele aldığımız yabancı ülke raporları ve yeni yatırım araçlarının tanıtılması ile ilgili yayınlarımızla bu gelişime hizmet etmeyi amaçlıyoruz.

Saygılarımla,

E. Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

Lisanslama sınavları 19-20 Ocak 2008 tarihlerinde düzenlenmiş, sınavlara yönelik verilen Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar lisanslama eğitimleri 13 Ocak 2008 tarihinde tamamlanmıştır. 3-13 Ocak 2008 tarihleri arasında düzenlenen lisanslama sınavlarına hazırlık eğitimleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Yapılan 7 farklı eğitime toplam 171 kişi katılmıştır.

Ayrıca, 6-13 Ocak 2008 tarihleri arasında, Türev Araçlar lisanslama sınavının 7 modülünü içeren kuruma özel bir eğitim düzenlenmiş, eğitime 30 kişi katılmıştır.

Mayıs 2008 Dönemi lisanslama sınavlarına yönelik hazırlık eğitimleri planlanmaktadır. Mart ayı eğitim takvimi önümüzdeki günlerde web sitemizde açıklanacaktır.

Lisans Yenileme Eğitimleri

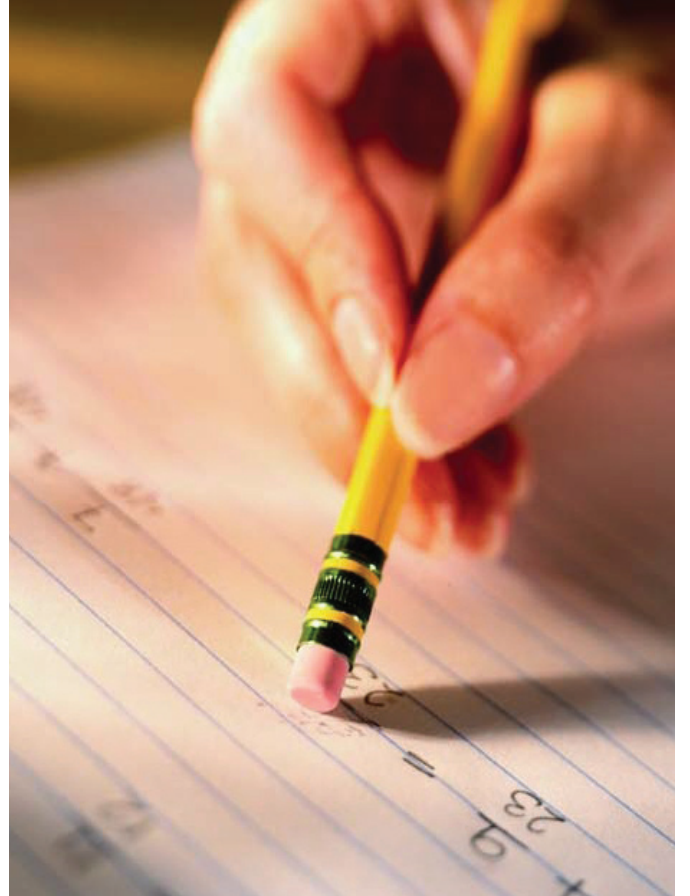
2008 yılının Ocak ayında, Takas ve Operasyon İşlemleri lisans yenileme eğitimi 1 kez; Temel ve İleri Düzey lisans yenileme eğitimleri 2'şer kez düzenlenmiştir. Eğitimlere toplam 202 kişi katılmıştır.

Lisans yenileme eğitimlerine ilişkin gerekli bilgiler, Birliğin www.tspakb.org.tr internet adresinde Eğitim ve Tanıtım bölümünde, lisans yenileme eğitimleri bölümünden takip edilebilmektedir.

VOB Eğitimleri

Şubat ayında açılması planlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası eğitimleri üyelerimize duyurulmuştur. Hazırlanan takvime göre, VOB Üye Temsilcisi eğitimi 18-25 Şubat 2008 tarihleri arasında, VOB Uygulama eğitimi ise 26 Şubat 2008 tarihinde yapılacaktır.

Eğitimlere ilişkin detaylar Birliğimizin www.tspakb.org.tr internet adresinde Eğitim/Eğitimlerimiz bölümünden de takip edilebilmektedir.



Mesleki ve Kişisel Gelişim Eğitimleri

Birliğimiz, sektör çalışanlarının mesleki donanımlarına katkıda bulunmak amacıyla 2008 yılında mesleki gelişim eğitimlerine daha fazla önem vermeyi hedeflemektedir.

Ayrıca Birliğimiz, sektör çalışanlarının iletişim ve sunuş becerileri ile liderlik gibi iş verimliliği ve motivasyonlarını artıracak konularda kişisel gelişim eğitimleri vermeyi planlamaktadır.

Ocak 2008 Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitim Programı			
Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
3-4 Ocak	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
5-6 Ocak	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel/İleri Düzey	2 gün
5-6 Ocak	Türev Araçlar	Türev Araçlar	2 gün
7 Ocak	İlgili Vergi Mevzuatı	Temel/İleri Düzey	1 gün
8-9 Ocak	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün
12-13 Ocak	Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar	İleri Düzey	2 gün

Bu çerçevede Şubat-Mart 2008 dönemi için kişisel ve mesleki gelişim eğitim takvimi oluşturulmaktadır. Yöneticilik Becerileri, Sunuş Becerileri, Merkez Bankası Bilançosu ve Ekonomik Göstergelerin Yorumlanması, İç Denetçiler İçin Finansal Denetim, Araç Kurum Muhasebesi gibi konularda düzenlenecek eğitimler, Şubat ayında üyelerimize duyurulacaktır.

TSPAKB Özgeçmiş Bankası

Özgeçmiş Bankası'nda halihazırda kayıtlı 172 özgeçmiş bulunmaktadır. Özgeçmiş Bankası'nda 2007 yılında 25 kurum tarafından oluşturulan 37 iş ilanına, 204 kişi tarafından 720 iş başvurusu yapılmıştır. Başvuranlar arasından 37 kişiye mülakat önerilmiştir. En fazla başvuru alınan pozisyonlar, 176 kişi ile Hisse Senedi Müşteri Temsilcisi, 107 kişi ile Müfettiş ve 99 kişi ile Portföy Yöneticisi olmuştur.

Ocak 2008 Dönemi Lisanslama Sınav Sonuçları Açıklandı

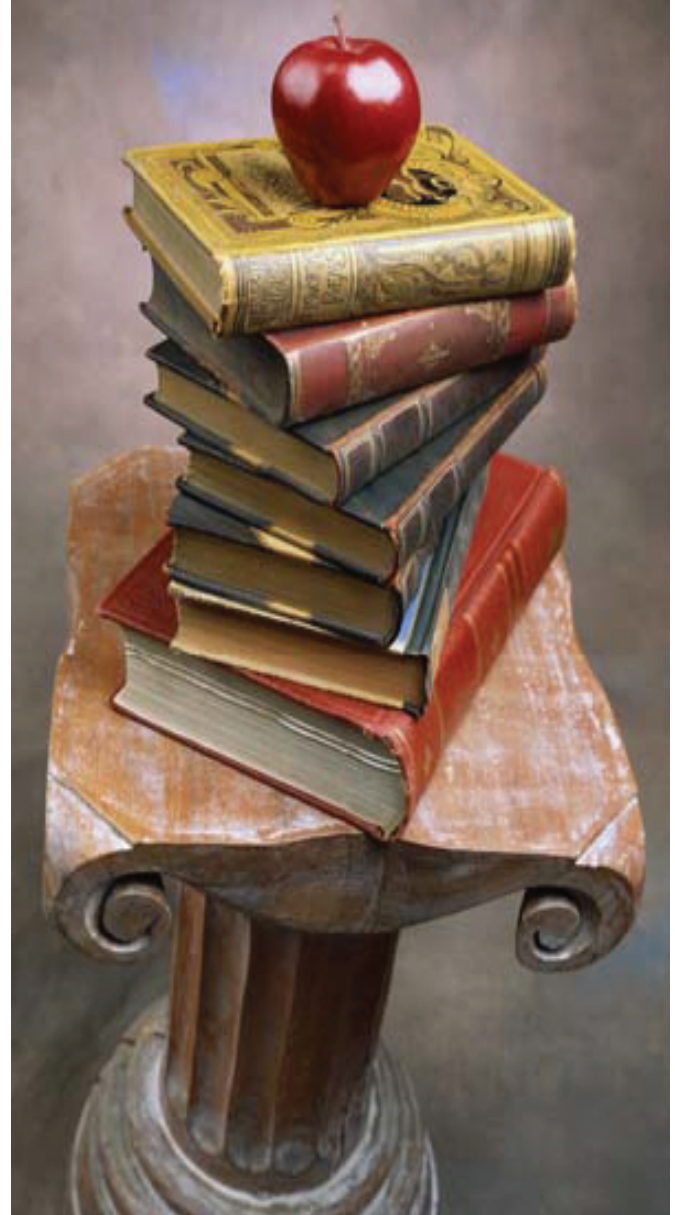
Ocak 2008 dönemi lisanslama sınav sonuçları, 1 Şubat 2008 tarihinde açıklanmıştır. 19-20 Ocak 2008 tarihlerinde yapılan sınav sonuçlarına spk.ana-dolu.edu.tr adresinden ulaşılabilir. Adaylar, ilgili adrese T.C. Kimlik Numarası ve şifrelerini girek sınav sonuçlarını öğrenebilmektedir.

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı 31 Ocak 2008 tarihi itibarıyla 26.053'e ulaşmıştır. Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 13.152'sinin lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış olup başvuruların 11.663 adedi sonuçlandırılmıştır.

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

Borsa dışında işlem gören özel sektör tahvilleri içerisinde Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri A.Ş. tahvilinde, 31 Ocak 2008 tarihinde 200.000 YTL nominal değerli 2 adet sözleşme ile toplam 223.795 YTL işlem hacmi gerçekleştirilmiştir.



Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	7,684	6,898	90
İleri Düzey	3,130	2,978	95
Türev Araçlar	865	698	91
Değerleme Uzmanlığı	731	678	93
Takas ve Operasyon	357	329	92
Kredi Derecelendirme	212	159	75
Kurumsal Yönetim	173	129	75
Derecelendirme			
Toplam	13,152	11,869	90

Kırgızistan Heyeti Birliğimizi Ziyaret Etti

Kırgızistan Konsolosu ve Kırgızistan Sermaye Piyasası Düzenleyicisi temsilcileri 10 Ocak 2008 günü Birliğimizi ziyaret etti. Heyet, Birlik Başkanı Sayın Nevzat Öztangut, Genel Sekreter İlkey Arıkan ve Genel Sekreter Yardımcısı Alparslan Budak'ın katılımıyla kabul edildi. Toplantıda, her iki ülkenin sermaye piyasaları, işleyişi ve kuruluşları hakkında karşılıklı fikir alışverişinde bulunuldu.

Birliğimiz hakkında ayrıntılı bilgilerin de verildiği ziyaretin anısına, Başkan Nevzat Öztangut, Kırgızistan Heyetine bir plaket takdim etti. Ziyaret, kurumlar arasında atılan bağın sağlamlaşması yönünde temennilerle son buldu.



Türk Sermaye Piyasası ve Yatırım Hizmetlerinin Geleceği Konferansı

Birliğimiz ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), reel sektörün sermaye piyasalarından daha etkin faydalanması için sermaye piyasası ve aracılık sektörünün üstlendiği rolün tartışılacağı ve ülkemizde aracılık sektörünün geliştirilmesi için izlenecek stratejilerin irdeneleceği bir konferans düzenlemektedir.

15 Şubat 2008 Cuma günü, saat 14:00'te Ceylan Intercontinental Otelinde başlayacak olan konferansın açılış konuşmalarını Başbakan Yardımcısı ve Devlet Bakanı Nazım Ekren, SPK Başkanı Turan Erol, İMKB Başkanı Hüseyin Erkan ve Birliğimiz Başkanı Nevzat Öztangut yapacaklardır. Finans sektörü ile reel sektörün önde gelen temsilcilerinin buluşacağı konferans iki bölümden oluşacaktır. İlk bölümde "Aracılık Sektörü ve Reel Kesimin Finansmanı", ikinci bölümde ise "Yatırım Hizmetlerinin Geliştirilmesinde Yeni Stratejiler" konuları ele alınacaktır.



Efsun Ayça Değertekin
edegertekin@tspakb.org.tr

ALTERNATİF YATIRIM ARAÇLARI

Türkiye sermaye piyasası sınırlı sayıda yatırım aracı ile faaliyet göstermektedir. Ancak gelişmiş piyasalarda, risk ve getiri bileşenlerinin çok büyük çeşitlilik gösterdiği farklı ürünler yatırımcıların hizmetine sunulmaktadır. Bu ayki raporumuzda, alternatif yatırım araçlarından **yapılandırılmış menkul kıymetler** ve **fark kontratlarını** tanıtmayı amaçladık.

I. YAPILANDIRILMIŞ MENKUL KIYMETLER

Yapılandırılmış menkul kıymetler; hisse senedi, hisse senedi endeksi, emtia ve faiz gibi dayanak varlıkların getirisine sahip, belirli bir oranda anapara koruması hedefleyen, orta ve uzun vadeli yatırım araçlarıdır. Bu yapı ile piyasa riski, türev araçlar ve dayanak varlıklar arasında paylaştırılmaktadır. Yapılandırılmış menkul kıymetler, yatırımcıların risk ve getiri beklentilerine göre, bir veya birkaç yatırım aracına bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir.

Raporda, başlıca yapılandırılmış menkul kıymetler arasında yer alan aşağıdaki ürünler incelenecektir.

- ✓ Anapara Korumalı Tahviller,
- ✓ Krediye Bağlı Tahviller,
- ✓ Özelleştirilmiş Opsiyon İçeren Tahviller,
- ✓ Emtiaya Bağlı Tahviller,
- ✓ Faiz Oranına Bağlı Tahviller,
- ✓ Hisse Senedine Bağlı Tahviller.

1990'lardan bu yana gelişmekte olan yapılandırılmış menkul kıymetler piyasasının 2008 Ocak ayı itibarıyla büyüklüğüne tabloda yer verilmiştir. Avrupa'da yapılandırılmış tahvil piyasasının dolaşımdaki toplam değeri 860 milyar \$ civarındadır.

İtalya, bu piyasada 212 milyar \$ ile en yüksek değere sahiptir. Onu takip eden Almanya, İspanya, Fransa ve Belçika ise 120 milyar \$'ın üzerinde değerlere ulaşmıştır. ABD'de ise dolaşımdaki yapılandırılmış tahvillerin değeri 49 milyar \$ civarındadır.

1. Anapara Korumalı Tahviller (Principal Protected Notes-PPN)

Anapara korumalı tahvillerin yapısı, anapara koruması ve dayanak varlık olmak üzere iki unsurdan oluşmaktadır. Bu tahviller, banka veya kredi kuruluşları gibi finans kuruluşları tarafından ihraç edilen borç senetleridir.

Anapara koruması iki şekilde oluşturulabilmektedir. Birincisi, iskontolu tahvil ile sağlanan anapara garantisi, ikincisi ise dayanak varlık sepetine bağlı olarak sağlanan anapara garantisidir.

a. İskontolu Tahvile Dayalı Anapara Korumalı Tahviller

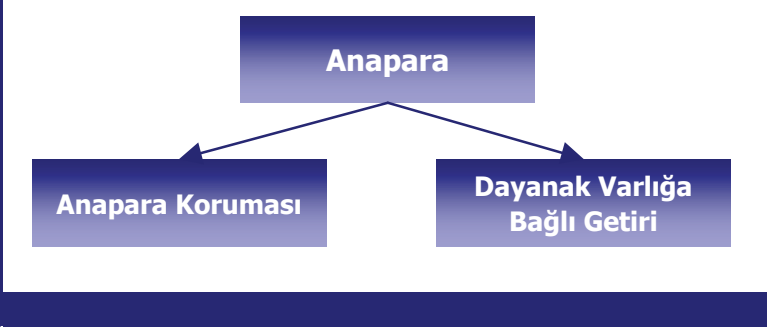
Bu modelde anapara garantisi iskontolu tahvil ile sağlanmaktadır. Tahvilin ihracında elde edilen tutarın bir kısmı ile vade sonunda anaparanın öden-

Bireysel Yatırımcılara Yönelik Yapılandırılmış Tahviller (mn. \$) (2008/01)				
	Toplam Dilim Sayısı	Toplam İhraç Değeri	Tedavülde Olan Dilimler	Tedavüldeki Dilimlerin Değeri
İtalya	4.717	303.402	4.165	211.513
Almanya	308.079	227.580	169.104	159.632
İspanya	2.868	209.200	2.066	139.464
Fransa	1.274	167.850	917	125.635
Belçika	2.874	162.872	2358	135.866
ABD	9.292	71.397	6.567	49.325
İngiltere	4.177	98.141	2.915	57.204
Hollanda	1.233	42.996	897	32.706

Kaynak: Arete Consulting Limited

mesini sağlayacak şekilde iskontolu tahvil alınır. Kalan tutar opsiyona yatırılır. Vade sonu geldiği zaman elde edilen kazanç, iskontolu tahvilin vade sonunda sağladığı anapara ve dayanak varlığın zaman içindeki muhtemel getirisinden oluşur. Anapara garantili tahvillerde anapara garantisi enflasyon riskinden

Anapara Korumalı Tahviller



korumaz. Konu, sayısal bir örnek ile daha açık hale gelecektir. Yatırımcı 100 YTL'yi 1 yıl vadeli anapara korumalı tahvil ile değerlendirir. Bu durumda anapara korumalı tahvil ihraç eden kurum, vade sonunda 100 YTL getiri sağlayacak olan 80 YTL değerinde iskontolu tahvil alır ve anaparanın kalan kısmı (20 YTL) ile opsiyona bağlı yatırım yapar. Grafikte, vade sonunda opsiyon 27 YTL'lik değere ulaşmış ve yatırımcının 1 yıl sonunda 127 YTL'si olmuştur. Ancak, opsiyonun kazanç sağlamaması durumunda, vade sonunda yatırımcının sadece anaparayı (100 YTL) alma ihtimali de vardır. Böyle bir durumda, enflasyon ve alternatif yatırım araçlarından kazanılması muhtemel getiriler, tahvilin fırsat maliyeti olarak düşünülebilir.

Anapara korumalı tahvillerde, tahvilin değerinin hesaplanması ile ilgili bir belirsizlik söz konusudur. Vade süresi boyunca dayanak varlık olan opsiyonda meydana gelebilecek fiyat değişikliği, tahvilin değeri

rinin belirlenmesini zorlaştıran unsurdur.

Yatırımların iskontolu tahvil ve opsiyon arasında paylaştırılması, tahvilin durağan bir yapıya sahip olmasına neden olur. Bunun ilk nedeni, iskontolu tahvil ve opsiyon arasında bölünen miktarların dönem içinde yeniden dağıtılmasının mümkün olmamasıdır. Tahvil ve opsiyon yatırımı en başta yapılır. İkinci neden ise faiz oranlarıdır. Düşük faiz oranlarının olduğu piyasa koşulları için içinde, anapara garantisinin sağlanması yatırımların büyük bir miktarının iskontolu tahviller ile değerlendirilmesi gerekir. Örneğin, 100 YTL'lik bir yatırımın anapara korumasının sağlanması için 90 YTL'siyle iskontolu tahvil alımı yapılması gerekmektedir. Bu durumda ancak 100 YTL'lik yatırımın 10 YTL'lik kısmıyla opsiyon alınabilmektedir. Diğer bir deyişle, düşük faiz ortamında opsiyon için kullanılacak miktar azalır ve dayanak varlığa bağlı getiri sağlama imkanı düşer. Bu durumun alternatifi ise, vade süresinin uzaması olabilir. Her iki durumda da, dayanak varlığa bağlı oluşturulabilecek yatırım miktarı kısıtlıdır.

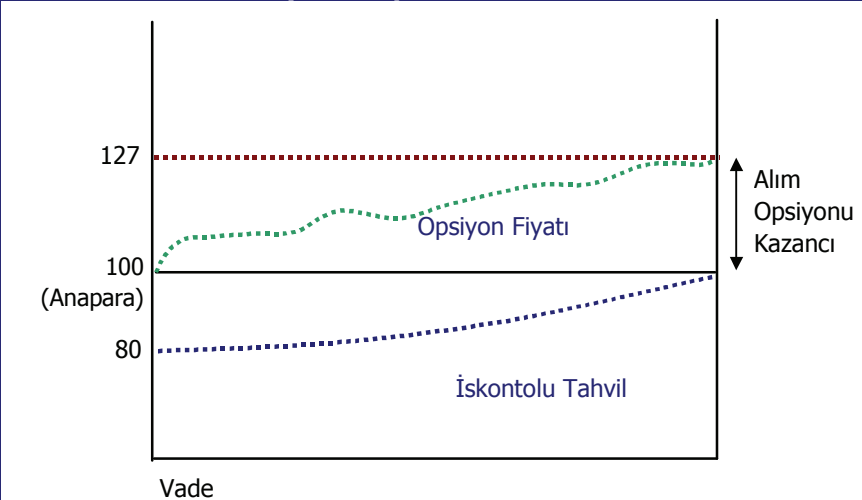
b. Sabit Oranlı Portföy Sigortası (Constant Proportion Portfolio Insurance-CPPI)

İskontolu tahvile dayalı anapara korumalı tahvillerin durağan yapısından sıyrılmak için dinamik yapılar oluşturulmuştur. Sabit Oranlı Portföy Sigortası en yaygın olarak kullanılan dinamik yapıdır. Dinamik yapı, vade içinde yatırımların yeniden oluşturulmasını ifade etmektedir.

Sabit oranlı portföy sigortasında amaç, anapara koruması sağlanırken yatırımların büyük bölümünün dayanak varlığa bağlı oluşturulmasıdır.

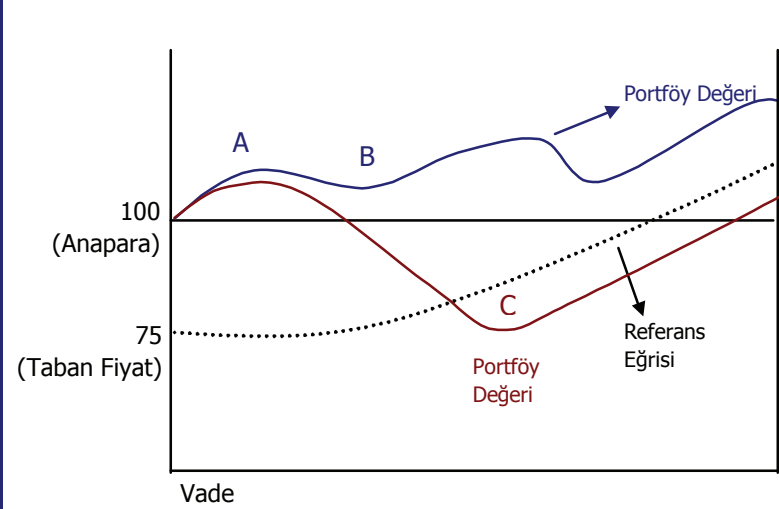
Bu portföyün yapısını örnek ile açıklamak daha anlaşılır olacaktır. Sabit oranlı portföy sigortası oluşturulurken, yatırımcının beklentileri ışığında taban fiyat belirlenir. Taban fiyat, vade süresince referans alınan iskontolu tahvile bağlıdır ve portföy değerinin düşebileceği minimum tutardır. Örnekte, T+0'da taban fiyat 75 YTL olarak belirlenmiştir.

İskontolu Tahvile Dayalı Anapara Korumalı Tahviller



Kaynak: Kanada Yatırım Aracıları Birliği

Sabit Oranlı Portföy Sigortası



Kaynak: Kanada Yatırım Aracıları Birliği

Portföyün T+0'daki değeri ve taban fiyat arasında kalan tutar güvenlik tutarı olarak adlandırılır. Dayanak varlık ile değerlendirilecek olan kısım, güvenlik tutarının sabit bir oranı olmalıdır. Örnekte, güvenlik tutarı 25 YTL'dir (100 YTL-75 YTL). Sabit oran 2 olarak alınmıştır. Bu durumda, yatırımcının hisse senedine yatırım yapacağı miktar 50 YTL olarak belirlenir. Artan miktar (50 YTL) ise iskontolu tahvilde veya likit varlıklarda tutulur.

Bu yapının, iskontolu tahvile dayalı anapara korumalı tahvillerden ilk farkı bu noktada oluşmaktadır. Eğer yatırımcı iskontolu tahvile dayalı anapara korumalı tahvil ile yatırımını oluştursaydı, anaparanın 75 YTL'si ile tahvil alıp, 25 YTL'sini dayanak varlık ile değerlendirecekti. Ancak bu örnekte 50 YTL'lik kısım ile hisse senedine bağlı olarak yatırım oluşturulmuştur.

A noktasında, portföy değerinin 120 YTL ve taban fiyatının 77 YTL olduğu varsayılmıştır. Bu durumda, güvenlik tutarı 43 YTL'ye (120 YTL-77YTL) yükselmiştir. Böylece, T+0'da 50 YTL olan hisse senedine bağlı yatırım 86 YTL'ye (43 YTL*2) yükseltilir. 34 YTL (120 YTL-86 YTL) ise likit varlıklarda tutulur. B noktası gibi hisse senedi fiyatının düştüğü durumlarda ise portföyün dağılımı likit pozisyona kaydırılır.

C noktasında, portföyün değeri taban değerinin altına düşmüştür. Bundan dolayı pozisyon değiştirilir ve hisse senedi portföyü sıfırlanır. Yatırımlar likide edilerek daha az riskli piyasalara, örneğin iskontolu tahvile, yönlendirilir. Böylece, vade sonunda anapara koruması sağlanmış olur.

2. Krediye Bağlı Tahviller (Credit Linked Notes-CLN)

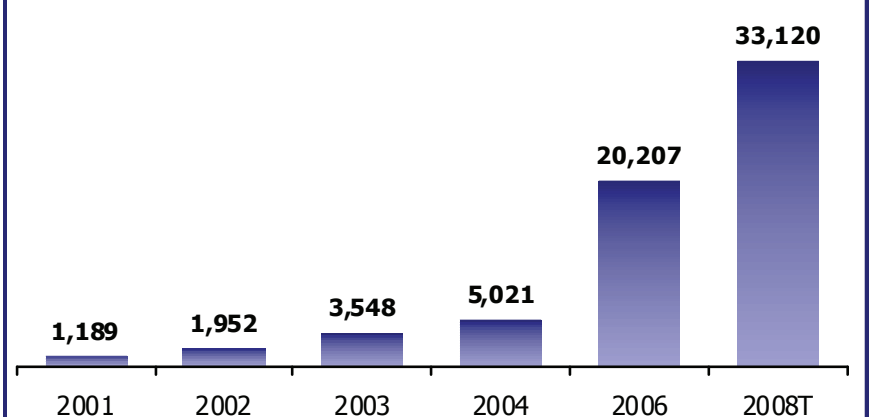
Kredi türevleri, riskin bir taraftan diğer tarafa aktarılması esasına dayanır. Bu durumda borç veren, alacağını tahsil edememekten doğabilecek riskleri belirli bir prim ödeyerek başka bir tarafa devreder. Kredi türevleri bir çeşit sigorta işlevi görür.

Kredi türevleri 90'lı yıllarda bankaların kredi hacimlerini genişletmek istedikleri bir dönemde ortaya çıkmıştır. Bankalar, kredilerin ödenmeme riskini, bir başka tarafa devrederek yeni bir finansal enstrümanın doğmasına öncülük etmişlerdir.

İngiliz Bankacılar Birliği'nin (British Bankers' Association-BBA) kredi türevleri raporuna göre 1990'larda temeli atılan bu tahvillerin tutarı, 2001 yılında 1 trilyon \$'a ulaşmıştır. 2008 yılı tahminleri ise bu tutarın 33 trilyon \$'ı aşacağı yönündedir. BBA'nın 2006 yılında yayınladığı raporda, 2005 ve 2007 yılları hacimlerine ilişkin bilgi bulunmamaktadır.

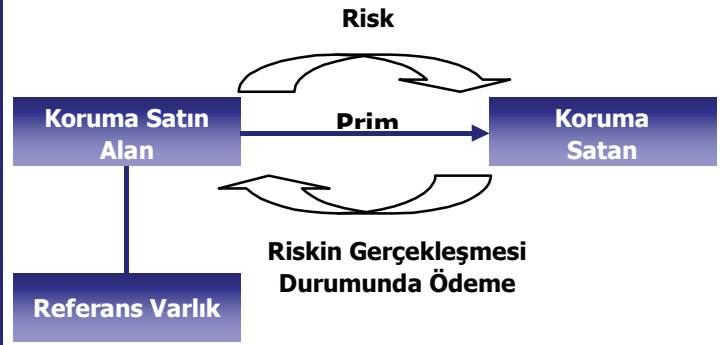
Kredi türevlerinin, menkul kıymetleştirilmiş (funded) veya menkul kıymetleştirilmemiş (unfunded) olmak

Global Kredi Türev Piyasası (milyar \$)



Kaynak: BBA-2006 Kredi Türevleri Raporu

Kredi Borcu Takas Sözleşmeleri



Kaynak: Illinois Üniversitesi İşletme Fakültesi

üzere iki çeşidi vardır. Kredi türevlerinde, kredi koruması için yapılan anlaşma iki taraf arasında ise, bu türevler menkul kıymetleştirilmemiş olarak adlandırılır. Eğer kredi korumasında, tahviller bir finans kuruluşu veya özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç ediliyor ise, bu yapı menkul kıymetleştirilmiş kredi türevleri olarak tanımlanır.

Kredi borcu takas sözleşmeleri (Credit Default Swaps-CDS, detaylı bilgi için Sermaye Piyasasında Gündem No:41) en çok kullanılan kredi türevidir. Krediye bağlı tahviller ile kredi borcu takas sözleşmeleri birçok yönden benzerlik göstermektedir. Bu nedenden dolayı, ilk olarak kredi borcu takas sözleşmelerine değinilecektir.

Kredi borcu takas sözleşmelerinde, koruma satın alan ve koruma satan olmak üzere iki taraf vardır. Bu sözleşmeler iki taraf arasında geçtiği için, kredi borcu takas sözleşmeleri menkul kıymetleştirilmemiş kredi türevlerindendir. Bu sözleşmeler, koruma satın alan tarafın bir menkul kıymete bağlı olarak oluşabilecek kredi (ödenmeme) riskini, koruma satan tarafa transfer etmesi esasına dayanır. Temel olarak, yatırımların sigortalanmasıdır. Koruma alan taraf, korumayı satan tarafa anlaşmaya bağlı olarak bir prim öder. Bu prim, referans varlığın (kredi tutarı) nominal değeri üzerinden belirli bir yüzdeye denk gelmektedir.

Koruma satan taraf ise, yapılan anlaşma ile referans varlığın ödenmeme riskini üzerine alır. Bu risk gerçekleştiği zaman, koruma satan taraf referans varlığın nominal değeri üzerinden ödemeyi gerçekleştirir ve sözleşme sona erer. Riskin gerçekleşmediği durumda ise, ödenen prim ko-

ruma satanın kârı olarak kalır.

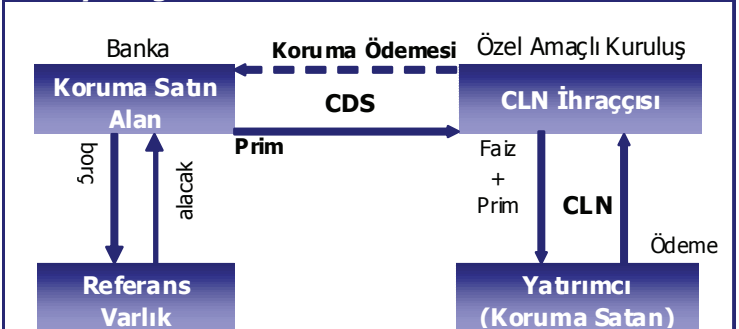
Krediye bağlı tahviller (Credit Linked Notes-CLN), normal tahviller ve kredi borcu takas sözleşmelerinin bir arada bulunduğu bir üründür. Krediye bağlı tahviller, özel amaçlı kuruluşlar, bankalar veya diğer finans kuruluşları tarafından ihraç edilen, menkul kıymetleştirilmiş kredi türevleridir. Krediye bağlı tahviller ile kredi borcu takas sözleşmeleri yatırımcıya aktarılır. Bunun nedeni, kredi borcu takas sözleşmelerinde koruma satan tarafın (banka, özel amaçlı kuruluş, vb.), devraldığı kredi riskini başka bir tarafa devretmek istemesidir.

Taraflar arasındaki ilişki bir örnekle daha açık hale gelecektir. Bir banka, 2 yıl vadeli 1 milyon YTL tutarında X şirketinin tahvili için özel amaçlı kuruluşa yıllık %1 prim ödeyerek, bu tahvilin ödenmeme riskini belirli bir süreliğine diğer tarafa aktarır.

Özel amaçlı kuruluş, 1 milyon YTL değerindeki X tahvili portföyünün beklenen kayıp oranının belirli bir kısmını krediye bağlı tahvil olarak ihraç eder. Bankanın kredibilitesine bağlı olarak oluşturulan oranın, bu örnekte %10 olduğu varsayılmıştır. Basitçe, özel amaçlı kuruluş 100.000 YTL tutarında CLN ihraç eder. CLN'ler genellikle faiz ve vade gibi değişkenlere sahip birden çok dilimde ihraç edilir.

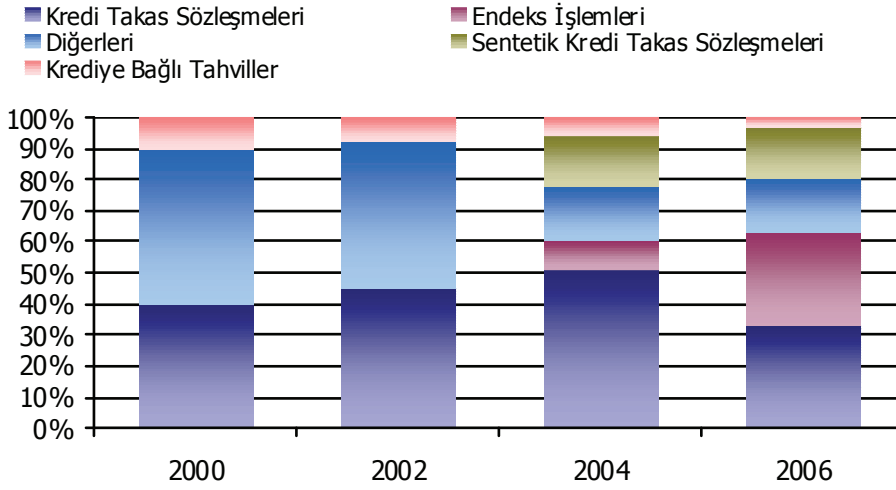
Yatırımcı, ihraç edilen tahvilin sahibi olduğu için dolaylı olarak koruma satan taraf olmuştur. Kuruluş, yatırımcıya ihraç ettiği bu tahvilden aldığı tutarı, sabit getirili yatırım araçlarında değerlendirir. Ayrıca kuruluş, yatırımcıya faiz ve prim ödemesi yapar. Yapılan prim ödemesi bankanın özel amaçlı kuruluşa

Krediye Bağlı Tahviller



Kaynak: BMO Capital Markets

Global Kredi Türevleri



Kaynak: BBA-2006 Kredi Türevleri Raporu

Bu büyüklükler, mevcut piyasa koşulları içinde koruma satın alan kuruluşların ve dolayısıyla Structured Credit gibi birçok sigorta şirketinin finansal pozisyonu üzerindeki kaygılar artmıştır.

İngiliz Bankacılar Birliği'nin 2006 yılı raporunda kredi türevlerinin global büyüklüklerine yer verilmiştir. Raporda, tabloda belirtilen yıllara ilişkin dağılım bulunmaktadır. 2004 yılında %51 olan kredi takas sözleşmelerinin oranı 2006 yılında %33 seviyesine inmiştir. Bunun yanında krediye bağlı tahvillerin 2000

yılında %10 paya sahip iken 2006 yılında bu oranın %3'e düştüğü görülmektedir. 2006 yılında endeks işlemleri %30 oranında bir paya sahip olmuştur.

3. Özelleştirilmiş Opsiyon İçeren Yapılandırılmış Tahviller (Exotic Option-Embedded Structured Notes)

Özelleştirilmiş opsiyonlar, kullanım fiyatı, prim ödeme dönemleri, vade süresi ve dayanak varlık gibi birçok açıdan standart opsiyonlardan farklılık gösterir. Organize piyasalardaki alım ve satım opsiyonlarına benzer yapıları olmasına rağmen, farklı bileşenler içermektedir. Özelleştirilmiş opsiyon içeren yapılandırılmış tahviller iskontolu tahvil ve özelleştirilmiş opsiyondan oluşmaktadır. Daha önceki bölümlerde belirtildiği gibi yatırımlar bu iki araç arasında dağıtılarak vade sonunda anapara ve opsiyon getirisi sağlanır.

Tezgâhüstü piyasada işlem gören bu özelleştirilmiş opsiyonlar, her bir yatırımcının beklentisine göre yapılandırılabilir. Bundan dolayı, çok sayıda türü ve bu türlerin karmaşık yapıları vardır. Özelleştirilmiş opsiyonlu tahvil türleri arasında bariyer opsiyonu, basamak opsiyonu ve ortalama oran opsiyonu içeren yapılandırılmış tahviller bulunmaktadır. Bu opsiyon çeşitlerinden birkaç tanesi açıklanacaktır.

Bariyer opsiyonlar (barrier option), dayanak varlığın

ödediği primin bir kısmına denk gelmektedir.

Kısaca, banka X şirketi tahvil portföyünün riskinden korunmak için özel amaçlı kuruluşa prim öder. Özel amaçlı kuruluş, bu riskin bir kısmını tahvil ihraç ederek yatırımcıya aktarır. Karşılığında, aldığı primin bir kısmını yatırımcıya verir. Böylece yatırımcı normalden daha yüksek bir getiri karşılığında riski üstlenir.

X tahvilinin ödenmemesi durumunda, özel amaçlı kuruluş bankaya CDS anlaşmasına bağlı olarak tahvilin ödenmeyen kısmı kadar ödeme yapar. Eğer bu miktar, ihraç edilen CLN değerinden az ise bankaya yapılan ödemeden artan kısım, yatırımcıya tahvil dilimlerine göre dağıtılır. Eğer kredi kaybı ihraç edilen CLN'den büyük ise özel amaçlı kuruluş gerçekleşen kayıp kadar bankaya ödeme yapar. Bu durumda, yatırımcılar herhangi bir ödeme alamaz.

Bu tip kredi türevlerinin son yıllarda popülaritesi artmış, birçok şirket kredi koruması satmaya başlamıştır. Ancak, mortgage kredileri kaynaklı kriz, bu piyasayı derinden etkilemiş ve kayıpların oluşmasına neden olmuştur. Bu noktada, şirketlerin batık kredi oranı artmış ve bu kredileri sigortalayan şirketler de etkilenmiştir. Bunun en yakın örneklerinden birisi Ağustos 2007'de Dublin merkezli CDS koruması satan Structured Credit şirketinin yükümlülüklerinin bir hafta içinde 55 milyon \$'dan 438 milyon \$'a çıkmasıdır. 200 milyon \$ özsermayeye sahip olan şirket 5 milyar \$ büyüklüğünde CDS portföyüne sahipti.

önceden belirlenmiş bir limite ulaşmasına veya limiti aşmasına bağlı olarak prim ödemelerinin yapıldığı bir opsiyon çeşididir. Bu limitlere ulaşmadığında opsiyonlar geçersiz olur. Knock-in opsiyon, dayanak varlığın fiyatının belirli bir seviyeye ulaştığı zaman başlatılan, knock-out opsiyon ise dayanak varlığın fiyatının belirli bir seviyeye ulaştığı zaman sonlandırılan bariyer opsiyon çeşitleridir. Örneğin, 6 ay vadeli dolara endeksli YTL mevduat hesabı oluşturulur. Vade süresi boyunca parite 1,20-1,40 aralığında kalırsa, yatırımcı %20 getiri sağlar. Parite bu aralık dışına çıktığı zaman, yatırımcının getirisi %10 olur. Ayrıca; basit, kısmi, azami, çoklu ve esnek olmak üzere değişik bariyer opsiyon çeşitleri bulunmaktadır.

Basamak opsiyonlarda (ladder option) bir dizi fiyat basamakları belirlenir. Vade sonunda ihraççı, dayanak varlığın fiyatının ulaştığı en yüksek fiyat basamağı ile kullanım fiyatı arasındaki farkı yatırımcıya öder. Örneğin, spot ve kullanım fiyatları 40 YTL olan bir dayanak varlık olduğunu varsayalım. Ayrıca, ihraççının belirlediği basamakları 45 YTL, 50 YTL, 55 YTL olduğunu düşünelim. T+1'de dayanak varlığın fiyatı 47 YTL olsun. Bu durumda, dayanak varlık fiyatı 45 basamağını aşmıştır. Böylece vade sonunda yatırımcı 5 YTL (45 YTL-40 YTL) kazanç sağlamış olur.



Ortalama opsiyonlar (average option) ise vade sonunda, dayanak varlığın vade süresince yaşadığı fiyat değişimlerinin ortalaması üzerinden ödeme yapan opsiyon türüdür. Aynı zamanda Asya tipi opsiyon olarak da bilinmektedir. Örneğin, dayanak varlığın fiyatının vade süresince 65, 52, 76 ve 74 olduğunu varsayalım. Vade sonunda, dayanak varlığın ortalama fiyatı 67 olur ve bu fiyat üzerinden opsiyonun alım-satımı yapılır.

4. Hisse Senedine, Faiz Oranına ve Emtiaya Bağlı Tahviller

Hisse senedine bağlı tahviller, anapara garantisine ek olarak, bir hisse senedinin veya hisse senedi endeksinin getirisi sağlayan bir menkul kıymettir. Bu yapı ile risk kontrol altına alınırken, dayanak varlık getirisi sağlanmaya çalışılmaktadır. Ülkemizde, İMKB-100 endeksinde dayalı mevduat hesabı ve anapara korumalı fonlarda yatırımlar benzer şekilde oluşturulabilmektedir.

Faiz oranına bağlı tahvillerin birçok çeşidi vardır. Bunlar arasında, üst ve alt limitli değişken faiz oranına bağlı tahviller, sabit ve değişken faiz oranına bağlı tahviller bulunmaktadır. Bu tahviller faiz oranı riskine karşı koruma sağlamaktadır. Örneğin ihraççı üst ve alt limitini belirlediği referans faiz üzerinden tahvil ihraç eder. Limitlerin %5-%7 olduğu varsayılmıştır. Referans faiz oranı alt limitin altına düştüğü zaman %5, üst limitin üzerine çıktığı zaman ise %7 getiri sağlar. Belirlenen limitlerin arasında ise gerçekleşen faiz oranı üzerinden ödeme yapılır.

Emtiaya bağlı tahviller, emtia fiyatları veya emtia endeksinin getirisine bağlı olarak oluşturulur. Vade sonunda anapara ve dayanak emtiaya bağlı getiri yatırımcıya sunulur. Örneğin, petrol fiyatlarının değişimine dayalı bir tahvil oluşturulduğu zaman, vade sonunda anapara ve petrol fiyatına bağlı getiri elde edilir.

II. FARK KONTRATLARI

Fark Kontratları Nedir?

Fark kontratları (Contracts for Differences-CFD) ilk olarak 1990'larda İngiltere'de ortaya çıkmıştır. Bu kontratlar, hisse senedi, endeks veya emtia gibi da-

yanak varlıkların fiyatlarında oluşan dalgalanmaların yarattığı fırsatlardan, bu varlıklara fiziksel olarak sahip olunmadan yararlanılmasına olanak vermektedir.

Fark kontratı, belirli bir enstrümanın alışı ve satışı dönemleri arasındaki fiyat farkının kontratı yapan alıcı ve satıcı arasında değiştirilmesine dayanmaktadır.

Fark kontratları;

- ✓ Halihazırda, Almanya, Avustralya, Güney Afrika, İtalya, İngiltere, İsviçre, Kanada, Singapur ve Yeni Zelanda'da işlem görmektedir. Bazı ülke uygulamalarına ilerleyen bölümlerde yer verilecektir.
- ✓ Genellikle tezgâhüstü piyasada işlem görmesinden dolayı menkul kıymet işlemleri gibi belirli kuralları bulunmamaktadır. Kontratların ilk kez bir borsada işlem görmesi 2007 yılının son çeyreğinde Avustralya Borsasında olmuştur.
- ✓ Kaldıraç etkisine sahiptir.
- ✓ Vade süresi kontratta belirtilmeyip, alıcının inisiyatifine bırakılmıştır.
- ✓ Fark kontratları işleyiş itibarıyla vadeli işlemler ve kredili menkul kıymet işlemlerine benzemektedir.

Fark kontratları ile ilgili tabloda yer alan örnek incelenecektir. 25 Ocak günü yatırımcı birim fiyatı 18 YTL olan XYZ A.Ş. hisseleri üzerinden fark kontratı yapmaya karar verir. 2.500 lot hissenin toplam değeri 45.000 YTL'dir. Yatırımcı, toplam hisse senedinin değerinin %10'u kadarını (4.500 YTL) başlangıç teminatı olarak hesabına yatırır. Kontratı satan kuruluş işlemin açılmasından dolayı yatırımcıdan belirli bir komisyon ücreti alır. Örnekte yer alan komisyon ücreti (67,5YTL), toplam hisse senedi değerinin %0,15'ini oluşturmaktadır.

Örnekte, yatırımcının fark kontratını 3 gün sonra kapadığı varsayılmıştır. 3 gün sonra XYZ A.Ş.'nin hisse senedi fiyatı 25 YTL olmuştur. Bu fiyat artışına bağlı olarak, 2.500 lot hisse senedinden 17.500 YTL'lik bir kazanç meydana gelmiştir. Bu kazançtan komisyonlar düşüldüğü zaman işlem kârı 17.339 YTL olmaktadır.

Yatırımcılar, CFD satan kuruluşlara işlem komisyonu dışında finansman adı altında bir başka ödeme daha

FARK KONTRATLARI

Alış Günü (25 Ocak 2008)

XYZ A.Ş. Hisse Senedi Birim Fiyatı	18 YTL
Hisse Senedi Sayısı	2.500
Hisse Senetlerinin Toplam Değeri	45.000 YTL
Komisyon (%0.15)	67,50 YTL
Başlangıç Teminatı (%10)	4.500 YTL

Satış Günü (28 Ocak 2008)

XYZ A.Ş. Hisse Senedi Birim Fiyatı	25 YTL
Hisse Senedi Sayısı	2.500
Hisse Senetlerinin Toplam Değeri	62.500 YTL
Komisyon (%0.15)	93,75 YTL
İşlem Kârı	17.339 YTL
Finansman (%20)	66,58 YTL
Toplam İşlem Kârı	17.272 YTL

Kaynak: Barclays Stockbrokers, Contracts for Differences

yapmaktadır. Uzun pozisyonda fark kontratı bulundurmamak, o kontratın miktarı kadar dayanak varlığın kullanma hakkını vermektir. Bu durum, satıcıdan bu hakkın borç alınması olarak değerlendirilir. Dolayısıyla, bu borca bağlı olarak satıcıya faiz ödemesi yapılır. Bu oran genellikle, değişken LIBOR+%x olarak belirlenir ve günlük olarak hesaplanır. Faizin alacak ve borçları, günlük olarak teminatlardan düşülmektedir. Alış-satış işlemlerinin aynı gün içinde yapıldığı durumlarda ise herhangi bir faize tabi olunmaz. Bu maliyet ile CFD'ler aracı kurumların yürüttüğü kredili menkul kıymetler ile benzerlik göstermektedir.

Örnekte, yatırımcı XYZ A.Ş. hisselerinin kullanım hakkını CFD satan kuruluşlardan bir süreliğine aldığı için onlara bu kullanıma ilişkin faiz ödemesi yapmıştır. Bu örnekte, faiz %20 olarak alınmıştır. Hisse senetlerinin toplam değerinden başlangıç teminatının düşülmesiyle elde edilen tutara (45.000 YTL-4.500 YTL) uygulanan 3 günlük faiz 73,97 YTL olarak hesaplanmıştır (40.500 YTL*%20/365*3). Finansman maliyetleri de düşüldükten sonra toplam işlem kârı 17.272 YTL olmuştur.

İşlem Teminatları

Fark kontratlarında esas alınan iki tane teminat vardır: başlangıç teminatı ve tamamlama (sürdürme) teminatı. Başlangıç teminatı, CFD hesabı açıldığı zaman işlem büyüklüğüne göre hesapta bulunması gereken minimum tutardır. Başlangıç teminatı oranları dayanak varlığa bağlı olarak %1 ile %30 arasında değişmektedir.

FARK KONTRATLARI-Teminat

	T	T+1	T+2
XYZ A.Ş. Hisse Senedi Birim Fiyatı	18 YTL	23 YTL	14 YTL
Hisse Senedi Sayısı	2.500 YTL	2.500 YTL	2.500 YTL
Hisse Senetlerinin Toplam Değeri	45.000 YTL	57.500 YTL	35.000 YTL
Başlangıç Teminatı (%10)	4.500 YTL	5.750 YTL	3.500 YTL
Fiyat Değişimi Kârı/Zararı	--	12.500 YTL	-10.000 YTL
Hesapta Bulunan Miktar	4.500 YTL	17.000 YTL	-5.500 YTL
Sürdürme Teminatı	--	-11.250 YTL	9.000 YTL

Kaynak: Barclays Stockbrokers, Contracts for Differences

Fark kontratlarının sağladığı en büyük avantajlardan birisi kaldıraç etkisidir. Başlangıç teminatı, yatırımcıların düşük bir maliyetle yüksek hacimli işlemlere katılmalarına fırsat vermektedir. Bu özellik, yatırımcıların farklı yatırımlara yönelerek portföylerini çeşitlendirmelerine imkân sağlar.

Tamamlama teminatı, her işlem günü sonunda dayanak varlığın fiyat değişimine göre hesapta bulunması gereken minimum tutarın belirlenmesi anlamına gelir. Tamamlama teminatı günlük olarak hesaplanır. Günlük değişimler dayanak varlığın fiyatını düşürdüğü zaman, hesapta bulunan miktar azalır ve başlangıç teminatının korunması için hesaba eksik kalan miktarın yatırılması gerekir. Başlangıç teminatının sürdürülemediği hesaplar kapatılır.

Fark kontratlarında teminatların durumu bir örnek ile daha açık hale getirecektir. Kontratın yapıldığı zaman, hisse senedi birim fiyatı 18 YTL, başlangıç teminatı 4.500 YTL'dir. T+1'de hisse senedi birim fiyatı 5 YTL'lik bir artış göstermiş ve 23 YTL'ye yükselmiş-



tir. Hisse senedi fiyatındaki artış sonucu, yatırımcı 12.500 YTL (5 YTL*2.500) kâr etmiştir. Bir başka deyişle hesapta bulunan miktar, 17.000 YTL (12.500 YTL+4.500 YTL) olmuştur. T+1'de 23 YTL hisse senedi birim fiyatı ile hesapta bulunması gereken minimum tutar, başlangıç teminatı, 5.750 YTL olmuştur. Hesapta, başlangıç teminatından 11.250 YTL fazla

miktar bulunmakta olup herhangi bir tamamlama yapılmasına gerek yoktur. Yatırımcı isterse bu tutarı çekebilir.

T+2'de hisse senedi birim fiyatı 14 YTL'ye düşmüştür. Dolayısıyla, yatırımcı 10.000 YTL (4 YTL*2.500) zarar etmiştir. Bu zarardan dolayı, hesapta bulunan miktar -5.500 YTL'ye (4.500 YTL-10.000 YTL) düşmüştür. T+2'de hesapta bulunması gereken minimum tutar ise 3.500 YTL (14 YTL*2.500) olmuştur. İşlemin kapanmaması için yatırımcının sürdürme teminatı olarak hesaba 9.000 YTL yatırarak, hesapta bulunan miktarı 3.500 YTL'ye çekmesi gerekmektedir.

Diğer Maliyetler

Fark kontratlarında fiziksel olarak varlığa sahip olunmaması, temettü geliri elde edilmeyeceği anlamına gelmemektedir. Uzun pozisyonda olan kontratlarda satıcı ile yapılan anlaşmaya bağlı olarak, dağıtılan temettü yatırımcıyla paylaşılabilir. Kısa pozisyonda ise bu temettülerden yararlanılamaz.

Faiz ve komisyon maliyetlerinin yanı sıra, fiyat değişimlerinden doğabilecek tamamlama teminatı da bu kontratlarda bir maliyet unsurudur. Bundan dolayı, kısa vadede kontrat satın almak kâr getirirse de, uzun vadede kontratın finansman maliyetleri kazançları düşürebilmektedir. Dolayısıyla, uzun vadede menkul kıymeti satın almak daha kârlı bir yatırım olabilmektedir.

Vadeli işlemler ve fark kontratları arasındaki farkları ele almak açıklayıcı olacaktır. Vadeli işlemler ve CFD arasında en göze çarpan farklardan birisi vadeli işlem kontratlarının vade süresinin önceden belir-

lenmiş olmasıdır. CFD kontratlarının vade süresi ise yatırımcı tarafından belirlenir. Kontratları kapatmak için tersi yönlü işlem yapmak yeterli olur.

Nakit akışı vadeli işlemlerde daha basittir. Vadeli işlemlerde taşıma maliyeti ve temettü akışları kontrat yapılırken fiyata yansıtılır. CFD'lerde ise daha karmaşık bir nakit akışı vardır. Kontrata bağlı olarak günlük faiz ödemeleri yapılır. Temettü gelirleri ise vadesi geldiği zaman ödenmektedir.

ULUSLARARASI UYGULAMALAR

Fark kontratları daha önce belirtildiği gibi birçok ülkede işlem görmektedir. Bu bölümde, İngiltere ve Kanada'daki uygulamalar incelenecektir. ABD'de ise sınırlı bir uygulama vardır.

ABD

ABD'de türev kontratları; vadeli işlemler ve opsiyon, swap, ve hisse senedi vadeli işlemleri olmak üzere 3 başlık altında tanımlanmıştır. CFD'ler bu ürünler ile benzerlik göstermekle birlikte, genel yapı içinde tanımlanmamıştır. Bu tür tanımlanmamış ürünler,



tezgâhüstü piyasada kurumsal yatırımcılar tarafından alınıp satılabilirken, bireysel müşteriler için bu işlemler mümkün değildir.

İngiltere

İngiltere'de fark kontratları ile ilgili düzenlemeler, Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority-FSA) tarafından yapılmıştır. Londra Borsasında 2006 yılında gerçekleşen nakit hisse senedi işlemlerinin %30'unu fark kontratları oluşturmuştur. FSA, fark kontratlarının teminatları ile ilgili bir düzenleme getirmemiştir. Bunun yerine, teminatların belirlenmesi kurumun inisiyatifine bırakılmıştır. Teminat oranları likiditesi yüksek olan hisse senetleri için %5 civarında, likiditesi düşük hisse senetleri için ise %10 ile %25 arasında değişmektedir.

FSA, 2006 yılından bu yana MiFID ve 2007 yılında bu yana Basel 2 kriterleri ile birlikte sermaye yeterliliği ile ilgili çeşitli düzenlemelere başlamıştır. Bu çerçevede, İngiltere'de CFD ihraççıları sermaye yeterliliği uygulamaları çerçevesinde teminat oranlarını artırbilecektir.

FSA, bireysel müşterilerin CFD işlemleri yapabilmeleri için ön şartlar belirlemiştir. CFD işlemleri ile ilgili hesap açılmadan önce, bireysel müşterilerin yatırım ve işlem deneyimleri değerlendirilmektedir. Ancak, bu değerlendirmenin kapsamı hakkında bir düzenleme bulunmamakta, aracı kuruluşlar bu değerlendirme ile ilgili kriterleri kendileri belirlemektedir.

Avustralya

Avustralya'da fark kontratları ilk kez 2002 yılında tezgâhüstü piyasada işlem görmeye başlamıştır. (Avustralya Borsası-ASX ile ilgili detaylı bilgi için Sermaye Piyasasında Gündem No:52)

Avustralya Borsası 2006 yılında CFD'lerin, ilk kez bir borsada işlem görmesi için çalışmalara başlamıştır. 2007 yılının son çeyreğinde kontratlar işlem görmeye başlamıştır. İşlem gören kontratlar arasında ASX'de kote olmuş 50 hisse senedi, global hisse senedi endeksleri (Dow Jones Industrial Average ve S&P/ASX 200), yabancı para birimleri (Amerikan Doları, Avro, Japon Yeni ve Yeni Zelanda Doları) ve altın bulunmaktadır.

ASX’de tezgâhüstü işlemlerde pazarda yapıcısı aracılığıyla veya doğrudan piyasaya erişim mümkündür. Piyasa yapıcısı modelinde kotasyon bazlı sistem uygulanmaktadır. Bu modelle, hisse senedi, endeks, yabancı para birimi ve emtia üzerine kontratlar yapılabilir. CFD araçları kontratların alış-satış fiyatını belirler. Doğrudan piyasaya erişim modeli ise emir bazlı bir sistemdir. Bu modelde sadece hisse senetleri üzerine kontratlar yapılmaktadır.

Kontratlar, Avustralya Borsasının uzaktan erişim sistemi üzerinden yapılmakta ve işlem kuralları borsa tarafından belirlenmektedir. ASX’te işlem görecekt CFD’lerin başlangıç teminatları ile ilgili düzenlemeler Sydney Vadeli İşlemler Borsası Mutabakat Şirketi (SFECC) tarafından belirlenmekte ve takas T+1’de yapılmaktadır. SFECC, aynı zamanda merkezi takas ve saklama şirkettir.

Kontratların başlangıç teminatı, dayanak varlığın fiyat hareketlerine bağlı olarak farklılık göstermekte olup

%5 ile %10 arasında değişim göstermektedir.

ASX, CFD’leri ihraç eden kuruluş konumunda olup işlemler sırasında pozisyon almamaktadır. İşlemlerde, karşı taraf ile ilgili risklerin tamamı SFECC tarafından üstlenilmiştir. Bunların yanında, fark kontratlarının fiyatı ile ilgili oluşturulan yapıda, 8 banka ve finans kuruluşu piyasa yapıcıları (Designated Price Makers-DPMs) olarak görev almaktadır.

Piyasa yapıcıları, ihale yöntemi ile belirlenmektedir. Seçim kriterlerinde piyasa fiyatında rekabet gücü, finansal gücü ve diğer ASX piyasalarındaki performansları gibi özellikler göz önünde tutulmaktadır. DPM’ler daha düşük borsa payı ödeme gibi ayrıcalıklara sahiptir.

III. SONUÇ

Alternatif yatırım araçları, risk ve getiri dağılımında birçok seçenek sunmaktadır. Son yıllarda, hem işlem hacimleri hem de ürün çeşitleri katlanarak artmaktadır. Raporumuzda, alternatif yatırım araçlarından anapara korumalı tahviller, krediye bağlı tahviller, özelleştirilmiş opsiyon içeren yapılandırılmış tahviller ve fark kontratları ele alınmıştır. İncelenen ürünler ihraççıların, piyasanın ve yatırımcıların farklı beklentilerini karşılamaktadır.

Anapara korumalı tahviller, vade sonuna kadar beklendiğinde, anaparanın tamamını garanti eden ve buna ek olarak belirlenen dayanak varlığın getirisini yatırımcıyla paylaşan bir menkul kıymettir. Vade sonuna kadar beklenmediği zaman zarar meydana gelebilir. Anapara koruması, iskontolu tahviller veya çeşitli portföy yapıları ile sağlanabilmektedir.

Krediye bağlı tahviller (Credit Linked Note-CLN), kredi borcu takas sözleşmeleri ve normal tahvillerin bir arada bulunduğu bir yapıdır. Bu tahvillerde koruma satan, koruma alan ve CLN ihraççısı olmak üzere 3 taraf vardır. Koruma satın alan şirketler ve koruma satan kuruluşlar arasında kredi borcu takas sözleşmeleri (Credit Default Swaps-CDS) sözleşmeleri yapılır. Koruma satan kuruluşlar iki taraf arasında yapılan bu sözleşmeyi yatırımcılara CLN şeklinde ihraç eder.

Özelleştirilmiş opsiyon içeren yapılandırılmış tahviller, opsiyonların bireysel yatırımcıların beklentilerini kar-



şılamak açısından zayıf kaldığı noktada üretilmiştir. Standart opsiyonların sahip olduğu genel özelliklerin hepsi, bu yapılandırılmış tahvil içinde bulunabilmektedir. Hisse senedine, faiz oranına veya emtiaya bağlı tahviller, yatırımların bu araçlara bağlı olarak değerlendirilmesi ile oluşmaktadır. Genelde anapara koruması sağlayan tahvillerde, piyasa riski bu araçlar ile azalmaktadır.

Fark kontratları ise, alıcı ve satıcının belirli bir dayanak varlığın fiyatını baz alan bir kontratın açılış ve kapanış değerleri arasındaki farkı birbirine ödemeleri esasına dayanmaktadır. Fark kontratları, İngiltere, Almanya, Singapur ve Güney Afrika gibi ülkelerin tezgâhüstü piyasalarında da işlem görmektedir. 2007 yılının son çeyreğinde ise, Avustralya Borsasında dünyada ilk defa fark kontratları organize bir piyasada işlem görmeye başlamıştır.

KAYNAKÇA

Avustralya Borsası: www.asx.com.au
Barclays Bireysel Bankacılık: www.barclays.co.uk
BMO Capital Markets: www.bmocm.com
Illinois Üniversitesi: www.uillinois.edu
İngiltere Bankalar Birliği: www.bba.org.uk
Kanada Yat. Aracıları Birliği: www.ida.ca
www.structuredretailproducts.com
Uluslararası Ödemeler Bankası: www.bis.org



YABANCI YATIRIMCILAR

Yabancı yatırımcıların sermaye piyasamıza olan ilgisinin giderek arttığı görülmektedir. 2004 yılı sonunda İMKB şirketlerinin halka açık kısmının %55'ine sahip olan yabancı yatırımcılar, 2007 yıl sonu itibariyle hisse senetlerin %72'sini ellerinde bulundurmaktadır. İşlem hacmi içindeki payları da aynı dönemdeki son dört yıl içinde %13'ten %24'e ulaşmıştır. Bu çalışmamızda, yabancı yatırımcıların piyasamızdaki yerini ve yatırım performanslarını incelemekteyiz.

Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Piyasası Payları

Yabancı yatırımcıların İMKB şirketlerinin halka açık kısmındaki payı 2004 sonunda %55 iken, 2005 sonunda %66'ya yükselmiş, 2006 yılında ufak bir düşüşle %65 civarında seyretmiştir. 2007 yıl sonu itibariyle ise bu oran %72'ye çıkmıştır.

İşlem hacimlerine bakıldığında, İMKB verilerine göre, yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı 2004 yılındaki %13 seviyesinden, 2005 yılında %20'ye ulaşmıştır. Bu oran 2006 yılında küçük bir gerilemeyle %19 seviyesine inse de, 2007 yılında tekrar artarak %24'e çıkmıştır.

2007 sonu itibarı ile, yabancı yatırımcıların hem hisse senedi sahipliği, hem de işlem hacmindeki payları, verilerin yayınlanmaya başladığı son 11 yıllık dönemin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemin başlarında işlem hacminin yaklaşık %90'ını gerçekleştiren yerli yatırımcıların payı da giderek azalmaya başlamıştır. 2007 yılında bu oran %76'ya inmiştir. Diğer bir deyişle, yerli yatırımcılar hisse senetlerinin dörtte birini ellerinde tutmakta, fakat likiditenin dörtte üçünden fazlasını sağlamaktadır.

Yabancı Yatırımcı Portföy Büyüklükleri

Bu bölümdeki tabloda saklama bakiyeleri dönem sonu portföy değerlerini göstermekte iken, diğer veriler dönem toplamlarıdır.

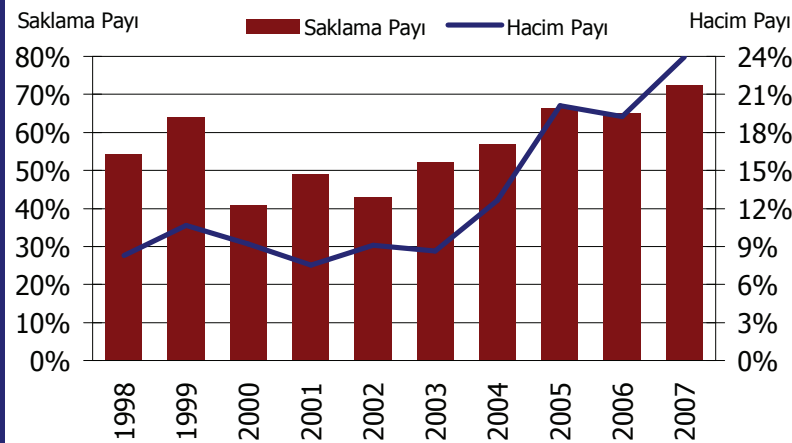
Tabloya bakıldığında, 1999-2002 döneminde yabancı yatırımcıların portföy büyüklüğü ve işlem hacimlerinin önemli ölçüde azaldığı gözlenmektedir. Fakat 2003 yılından itibaren tersine dönmüş, 2004 ve 2005 yıllarında da büyüklükler katlanarak artmıştır. 2006 yılında yavaşlayan artış, 2007 yılında yeniden ivme kazanmıştır.

2007 yılında yabancı yatırımcıların dolar bazında saklama bakiyeleri, 2006 yılına göre iki kattan fazla artmıştır. Aynı şekilde, işlem hacimleri ise bir önceki yıla göre %63 artmıştır. Böylece, 2007 yılında, saklama bakiyesi ve işlem hacimlerinde rekor seviyelere ulaşmıştır.

Tabloda saklama bakiyelerine bakıldığında, 2003 yılından itibaren düzenli bir artış görülmektedir. Saklama bakiyelerindeki artışın iki nedeni vardır; sermaye girişi ve portföy değer artışı. Aşağıda, bu bileşenlerin ne boyutta oldukları incelenmektedir.

Tablodaki "Birincil Piyasa Alış" sütununda, yabancı yatırımcıların birincil halka arzlar-

Yabancı Yatırımcı Saklama ve İşlem Hacmi Payları



Kaynak: İMKB, MKK, Takasbank

da ve toptan satışlar pazarı işlemlerinde yaptıkları hisse senedi yatırımları gösterilmiştir. "İkincil Piyasa Net Alış/Satış" sütununda ise İMKB'de yaptıkları net hisse senedi alış-satış işlemleri gösterilmektedir. Bu iki sütunun toplamı ise "Net Sermaye Giriş/Çıkışı"nı göstermektedir.

Tablonun "Birincil Piyasa Alış" sütununa bakıldığında, 2007 yılının yabancı yatırımcıların halka arz ve toptan pazar satış işlemlerinden 3,9 milyar \$ tutarında hisse senedi aldıkları görülmektedir. Bu rakamın yaklaşık 2,3 milyar \$'ını birincil halka arz, 1,7 milyar \$'ını ise toptan satışlar pazarı işlemleri oluşturmaktadır.

2007 yılındaki en büyük boyutlu birincil halka arz, yaklaşık 1,8 milyar \$ ile Halk Bankası'nın olmuştur. Bu arzın 1,3 milyar \$'lık kısmı yabancı yatırımcılara satılmıştır. Toptan satışlar pazarında ise en önemli işlem, yılın ilk günlerinde Citibank'ın 1,4 milyar \$'lık Akbank hisse senedi alması olmuştur.

Birincil piyasa işlemlerinin dışında, yabancı yatırımcılar İMKB'deki ikincil piyasa işlemleri ile 4,5 milyar \$'lık daha hisse senedi almışlardır. Böylece yabancıların 2007 yılında yaptıkları toplam hisse senedi yatırımları 8,4 milyar \$'a ulaşmıştır.

Yabancıların Net Sermaye Giriş/Çıkışlarının ardından portföy değer kaybı veya kazancı hesaplanabilmektedir.

2006 yılı sonunda 35 milyar \$ olan saklama bakiyesi, yabancı yatırımcıların 2007 yılına girerken sahip oldukları portföy büyüklüğünü göstermektedir. 2007 yılında yabancılar, halka arzlardan yaklaşık 3,9 milyar \$, ikincil piyasada ise 4,5 milyar \$ tutarında alış yapmışlardır. Kısacası 8,4 milyar \$ daha yatırım yapmışlardır. Piyasa fiyatlarında hiçbir değişiklik olmasaydı, yabancı yatırımcılar 2007 yıl sonunda 43,5 milyar \$'lık (=35+8,4 milyar \$) portföye sahip olacaktı. Fakat, 2007 Aralık sonunda yabancı yatırımcıların MKK'da bulunan portföylerinin değerinin 70 milyar \$ olduğu görülmektedir. Buradan, portföy değer artışının 26,7 milyar \$ (=70,2-43,5 milyar \$) olduğu hesaplanmaktadır.

2000-2002 döneminde yabancı yatırımcıların portföy değerlerinde azalma görülmüş, 2003 yılından itibaren portföy değerleri toparlanmaya başlamıştır. 2006 yılı ortasında global piyasalarda yaşanan dalgalanma yabancı yatırımcıların portföylerine etki etmiş, yılın ilk yarısında 8,3 milyar \$ portföy değer azalışı yaşanmıştır. Yılın geri kalan kısmındaki toparlanma ile zararları 2006 sonunda 822 milyon \$'a gerilemiştir.

2006 yılının üçüncü çeyreğinde küresel piyasalarda tekrar başlayan olumlu havanın etkisi 2007 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Yılın ilk yarısında İMKB-100 endeksinin 39.117'den 55.538 puana yükselmesine ek olarak, \$/YTL kurunun 1,40'tan 1,30'a gerilemesi, yabancıların hisse senedi portföy değerlerini

önemli ölçüde artırmıştır. Yılın ikinci yarısında başlayan yurtdışı piyasalardaki ABD konut kredilerinden kaynaklanan krizin etkisiyle yabancı portföylerindeki artış hızı yavaşlamıştır. Ancak 2007 yılının üçüncü çeyreğinde yakalanan toparlanma ile

Yabancı Yatırımcı Verileri

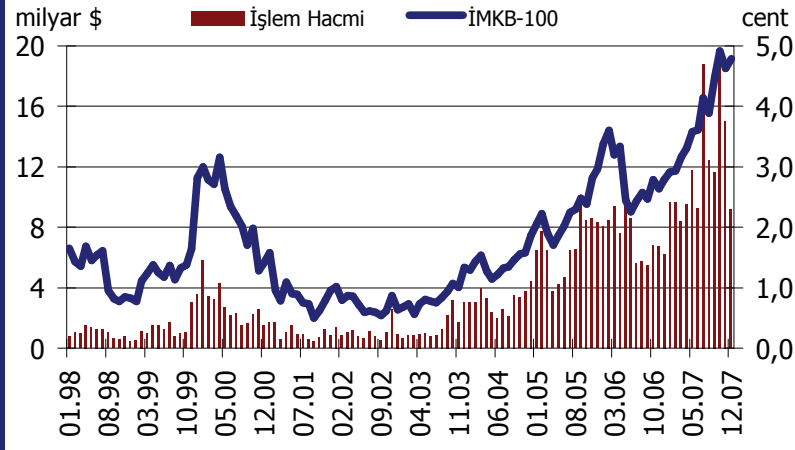
(mn. \$)	İşlem Hacmi	Saklama Bakiyesi	Birincil Piyasa Alış*	İkincil Piyasa Alış/Satış**	Net Sermaye Giriş/Çıkışı	Portföy Değeri Artış/Azalışı
1998	11,670	3,700	977	-418	559	-2,876
1999	17,879	15,358	10	1,024	1,034	10,624
2000	33,410	7,404	2,677	-3,134	-457	-7,497
2001	12,139	5,635	10	509	518	-2,287
2002	12,869	3,450	64	-15	49	-2,234
2003	17,334	8,954	82	1,010	1,091	4,412
2004	37,368	16,141	950	1,430	2,380	4,807
2005	81,101	33,782	1,477	4,087	5,564	12,077
2006	88,519	35,083	979	1,144	2,123	-822
2007	144,143	70,213	3,905	4,533	8,438	26,692

Kaynak: İMKB, Takasbank, MKK, TSPAKB

*: Birincil piyasa işlemleri, birincil halka arz ve toptan satışlar pazarı işlemlerinde yabancı yatırımcıların aldığı hisse senedi tutarlarını göstermektedir.

** : İkincil piyasa işlemleri, İMKB hisse senedi piyasasındaki net alışlar-net satışlar rakamından oluşmaktadır.

Yabancı Yatırımcı İşlem Hacmi ve İMKB-100



Kaynak: İMKB

yıl sonunda yabancı portföyleri yıl başındaki portföy değerlerini ikiye katlamıştır.

Özetlemek gerekirse, yabancı yatırımcılar 2007 yılına 35 milyar \$'lık portföy değeri ile girmiş, 8,4 milyar \$'lık daha yatırım yapmış ve yıl sonunda 70,2 milyar \$'lık portföye ulaşmışlardır. Yıllık değer artış kazançları ise son 9 yılın toplam kârlarını da geride bırakarak 26,7 milyar \$ seviyesine ulaşmıştır.

Net Sermaye Giriş/Çıkışlarından izlendiği üzere yabancı yatırımcılar, 2000 yılı haricinde, düzenli olarak net hisse senedi alıcısı konumundadır. 1998 yılından itibaren ele alınan 10 yıllık dönemde hisse senedi yatırımıyla sağlanan yabancı sermaye girişi 21,3 milyar \$ olmuştur. Bu rakamın 16 milyar \$'lık kısmı son üç yılda gerçekleşmiştir.

Portföy Değeri Artış/Azalış sütununa bakıldığında, yabancı yatırımcıların 2000-2002 arasındaki üç yıllık dönemde toplam kayıplarının 12 milyar \$ olduğu izlenmektedir. 2003-2005 yılları arasındaki üç yılda ise, yaşanan olumlu piyasa koşulları ile toplam 21 milyar \$ değer artış kazancı elde etmişler ve geçmiş yıllardaki kayıplarını telafi etmişlerdir. 2006 yılındaki 860 milyon \$'lık değer düşüşünü ise 2007 yılındaki rekor seviyeye ulaşan 26,7 milyar \$'lık kazanç takip etmiştir.

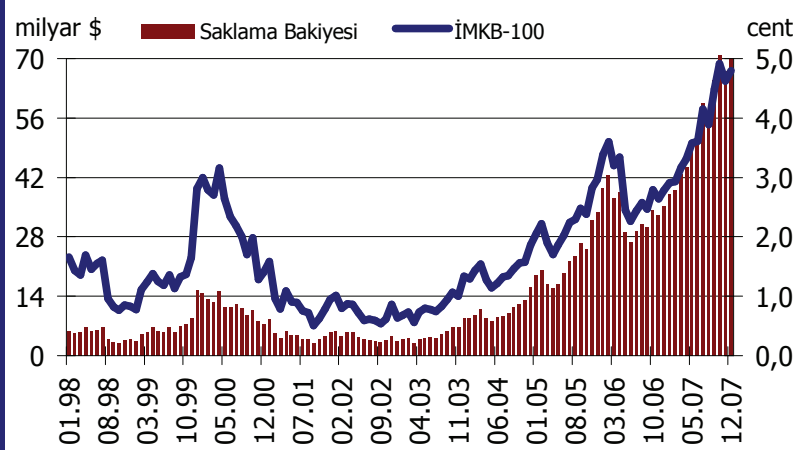
Hisse senedi piyasasının performansı ile yabancı yatırımcı portföylerinin değeri arasındaki ilişki, grafikte daha açık olarak görülmektedir.

Yabancı Yatırımcı İşlemleri

Saklama bakiyelerinin ardından, yabancı yatırımcı faaliyetleri ile ilgili önemli bir gösterge olarak işlem hacimleri incelenebilir. Grafikte yabancı yatırımcı işlem hacimleri ile dolar bazında İMKB-100 endeksi sunulmaktadır.

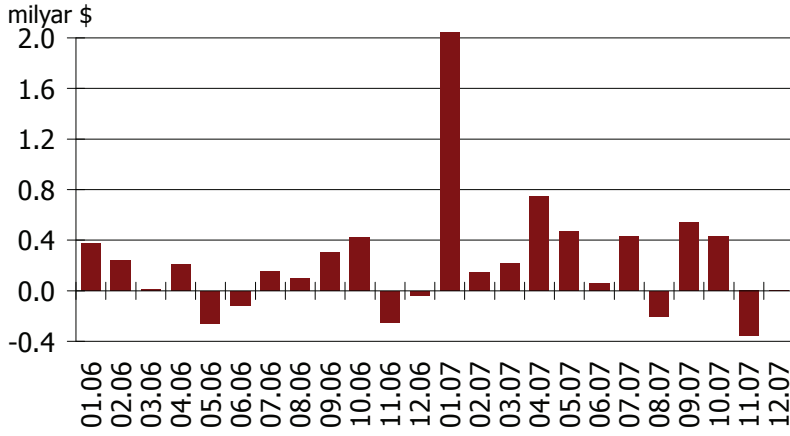
2006 yılının ikinci yarısında ortalama işlem hacmi 6,1 milyar \$ iken, 2007 yılı başında yurtdışı piyasalardaki olumlu hava İMKB'ye de yansımış, yabancı yatırımcı işlem hacmi yılın ilk 6 ayında ortalama 9,7 milyar \$'a ulaşmıştır. Haziran 2007'de yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı %28 ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Temmuz 2007 seçimlerinde ortaya çıkan politik istikrar ile toplam işlem hacmiyle beraber yabancı işlem hacimleri de artmış ve 18,8 milyar \$'a ulaşmıştır. Bu rakam yabancı işlem hacimlerinde şimdiye kadar kaydedilmiş en yüksek aylık seviyedir. Yılın ikinci yarısında, küresel piyasalarda yaşanan olumsuz havaya rağmen ortalama işlem hacmi 14,3 milyar \$ civarında seyretmiştir. 2007 yılı yabancı işlemlerin toplam işlem hacmindeki payı ise %24 olmuştur. Sonuç itibarıyla dolar bazında toplam işlem hacmi 2007 yılında %31 artarak 602 milyar \$'a çıkarken, yabancı işlem hacimleri %63 artarak 144 milyar \$'ı aşmıştır. Öte yandan, YTL bazında yıllık değişimlere bakılırsa, toplam

Yabancı Yatırımcı Saklama Bakiyesi ve İMKB-100



Kaynak: İMKB, MKK, Takasbank

Yabancı Yatırımcı Net Hisse Senedi Alış/Satışı



Kaynak: İMKB

işlem hacminin %19, yabancı işlem hacminin %45 arttığı görülmektedir.

Son on yıla bakıldığında, en düşük yabancı işlem hacmi, aylık 424 milyon \$ ile Eylül 2001'de gerçekleşmiştir. En düşük hacim payı ise %6 ile Nisan 2003'te gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, yabancı yatırımcıların İMKB'nin aylık işlem hacmi içindeki payı hiç %5'in altına düşmemiştir. Hacim ve saklama bakiyesi rekorları ise 2007 yılı içinde görülmüştür.

Aylık işlem hacmi dışındaki bir başka önemli veri ise net sermaye giriş-çıkışının göstergesi olan net hisse senedi alış-satış işlemleridir. Grafik, son iki yıl içinde aylık bazda net yabancı yatırımcı işlemlerini göstermektedir.

Yabancı yatırımcılar 2006 yılının 8 ayında net alıcı, 4 ayında net satıcı iken, 2007 yılında 10 ay net alıcı, 2 ay net satıcı konumundadır. Aylık bazda veriler incelendiğinde, yabancı yatırımcıların en yüksek net alıcı oldukları ay 2 milyar \$ ile Ocak 2007 olmuştur.

Getiri Karşılaştırması

Yabancı yatırımcıların portföy değerlerini ve alım-satım işlemlerini inceledikten sonra, yatırımlarından elde ettikleri ortalama getiriler de hesaplanabilmektedir. Fakat, buna geçmeden önce yerli yatırımcılar ile bazı kıyaslamalar yapmak yararlı olacaktır.

Tablo, yabancı yatırımcılar için olan tablo ile benzer şekilde hazırlanmıştır. Saklama bakiyesi, İMKB'de işlem gören şirketlerin halka açık kısmının piyasa değerinden yabancı yatırımcıların saklama bakiyesi çıkarılarak bulunmuştur. Birincil piyasa alışları, yerli yatırımcıların birincil halka arz ve toptan satışlar pazarı işlemlerinde yatırım yaptığı tutarı göstermektedir.

"İkincil Piyasa Net Alış/Satış" sütunu, yabancı yatırımcıların net alış/satış işlemlerinin tersidir. Yatırımcılar yabancı ve yerli olarak iki gruba ayrıldığı takdirde, İMKB'deki alım-satım işlemlerinin bu iki grup arasında gerçekleştiği düşünülebilir. Diğer bir deyişle yabancı yatırımcılar pozisyonlarını artırıyorsa yerli

Yerli Yatırımcı Verileri

(mn. \$)	İşlem Hacmi	Saklama Bakiyesi	Birincil Piyasa Alış*	İkincil Piyasa Net Alış/Satış**	Net Sermaye Giriş/Çıkışı	Portföy Değeri Artış/Azalışı
1998	129,122	3,118	334	418	753	-2,628
1999	150,188	8,667	99	-1,024	-925	6,474
2000	330,457	10,714	1,765	3,134	4,900	-2,852
2001	148,661	5,822	0	-509	-508	-4,384
2002	128,644	4,580	168	15	183	-1,425
2003	182,997	8,188	7	-1,010	-1,003	4,610
2004	258,142	12,196	357	-1,430	-1,072	5,081
2005	322,426	17,141	487	-4,087	-3,600	8,544
2006	370,766	18,680	661	-1,144	-483	2,022
2007	457,541	26,801	1,261	-4,533	-3,273	11,394

Kaynak: İMKB, Takasbank, MKK, TSPAKB

*: Birincil piyasa işlemleri, birincil halka arz ve toptan satışlar pazarı işlemlerinde yerli yatırımcıların aldığı hisse senedi tutarlarını göstermektedir.

** : İkincil piyasa işlemleri, İMKB hisse senedi piyasasındaki net alışlar-net satışlar rakamından oluşmaktadır.

yatırımcıların pozisyonu azalıyor demektir.

Bu verilerle, yerli yatırımcıların "Portföy Değer Artış/Azalışı" yabancı yatırımcılarla ilgili bölümde açıklandığı şekilde hesaplanmıştır.

Örneğin, yerli yatırımcılar 2007 yılı başında 18,7 milyar \$'lık portföye sahiptir. Yıl içinde 1,3 milyar \$ tutarında halka arz ve toptan satış işlemlerinde alış yapmışlardır. İkincil Piyasa Net Alış/Satışları ise yabancı yatırımcıların tersine, 4,5 milyar \$ satış şeklindedir. Böylece net satışları 3,3 milyar \$ olmuştur. Toplam yatırımları ise 15,4 milyar \$'dır (=18,7-3,3 milyar \$). Bununla beraber, 2007 yılı sonunda saklama bakiyelerinin 26,8 milyar \$ olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, portföy değerleri 11,4 milyar \$ (=26,8-15,4 milyar \$) artmıştır.

Tablodaki verilerin gösterdiği çarpıcı sonuç ise yerli yatırımcının giderek hisse senedi piyasasından çıkmakta oluşudur. Yerli yatırımcılar en son 2002 yılında hisse senedi yatırımlarını artırmışlardır. Piyasa koşullarının iyileşmeye, endeksin yükselmeye başladığı bir dönem olan 2002 yılı sonrasında ise düzenli olarak portföylerini küçültmüşlerdir. Bununla beraber, getirileri yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir.

Yerli ve yabancı yatırımcıların ortalama portföy getirileri, kıyaslama açısından ABD doları bazında İMKB-100 endeksinin getirisi ile beraber tabloda sunulmaktadır.

Getiri Karşılaştırmaları

	İMKB-100 Getirisi	Yabancı Yatırımcıların Getirisi	Yerli Yatırımcıların Getirisi
1998	-51%	-44%	-46%
1999	240%	224%	208%
2000	-50%	-49%	-21%
2001	-32%	-29%	-41%
2002	-34%	-39%	-24%
2003	111%	97%	101%
2004	40%	42%	62%
2005	59%	56%	70%
2006	-6%	-2%	12%
2007	72%	61%	61%

Kaynak: İMKB, TSPAKB

Tablodan görüleceği üzere, son on yılda, yerli yatırımcıların getirisi genel olarak yabancı yatırımcıların üzerinde olmuş veya kayıpları görece olarak daha düşük kalmıştır. 2007 yılında ise yabancı ve yerli yatırımcı getirileri eşit olmuştur.

Normal şartlarda İMKB-100 endeksinin dolar bazındaki getirisinin, yerli ve yabancı yatırımcıların getirilerinin arasındaki bantta yer alması beklenmektedir. Örneğin 2006 yılına bakıldığında, İMKB-100 endeksi dolar bazında %6 gerilemişken yabancı yatırımcıların sadece %2 zarara ettiğini, yerli yatırımcıların ise %12 getiri elde ettikleri görülmektedir. Bu fark, öncelikle İMKB-100 endeksinin sadece bir göstergesi olmasından kaynaklanmaktadır. Yerli ve yabancı portföylerinin kompozisyonu, endeksinkinden daha

farklı olabilir. İkinci olarak İMKB-100'ün getirisi yıl sonu ve yıl başı değerleri arasındaki değişimi göstermektedir. Ancak, yerli ve yabancı yatırımcı işlemleri yıl içine yayılmaktadır. Bu da getiri farkına yol açabilmektedir.

Son yıla kadar yerli ve yabancı yatırımcılar arasında görülen getiri farkının önemli bir sebebi, yabancı yatırımcıların yükselen piyasada yatırımlarını artırmalarıdır. Son yıllarda, piyasa yükseldikçe yabancı yatırımcılar alıma devam etmişlerdir. Böylece, ortalama maliyetleri yükselmiştir. Yıl sonuna gelindiğinde ise sahip oldukları portföy değeri ile o zamana kadar yaptıkları yatırım karşılaştırıldığında, ortalama getirileri düşük



çıkılmaktadır. Öte yandan yerli yatırımcılara bakıldığında, bu yatırımcıların piyasa yükselirken sürekli satıcı oldukları görülmektedir. Diğer bir deyişle, maliyetleri aynı iken, yaptıkları her satışta realize ettikleri kârları yükselmektedir.

2007 yılına bakıldığında ise, İMKB-100 endeksi \$ bazında %72 getiri sağlarken yerli ve yabancı yatırımcılar %61 oranında kâr elde etmişlerdir. 2001 yılından itibaren her dönem yabancı yatırımcılardan daha fazla getiri elde eden yerliler, ilk kez 2007 yılında yabancılarla aynı getiriyi elde etmiştir.

Getiri karşılaştırmasına YTL bazında bakıldığında; İMKB-100 endeksinin %42 değer kazandırırken, yabancı yatırımcıların %34, yerli yatırımcıların ise %36 kâr ettikleri görülmektedir.

Ortalama Elde Tutma Süresi

Portföy büyüklükleri, işlem hacimleri ve getirilerinin ardından, yabancı yatırımcıların ortalama yatırım vadeleri ile ilgili göstergelere de bakılabilir.

Ortalama elde tutma süresini hesaplamak için yabancı yatırımcıların ay sonları itibarı ile saklama bakiyelerinin yıllık ortalaması alınmış ve "Ortalama Portföy Büyüklüğü" hesaplanmıştır. Yıllık toplam işlem hacmi, yıl içindeki ortalama portföy büyüklüğüne bölünerek ortalama portföyün kaç katı işlem yapıldığını gösteren "Devir Hızı" bulunmaktadır. Devir hızı, aynı zamanda portföyün yıl içinde kaç defa değiştirildiğinin göstergesidir. Portföyün "Ortalama Elde Tutma Süresi" de devir hızı ile hesaplanmaktadır.

Devir hızının anlaşılmasını kolaylaştırmak için bir örnek açıklayıcı olacaktır. Yılbaşında 100 \$'lık alım yaparak bir portföy oluşturulsun. Daha sonra bu portföy 100 \$'a satılıp başka hisselerle 100 \$'lık yatırım yapılsın ve yıl sonunda bu yatırım da 100 \$ karşılığında satılsın. İşlem hacmi 400 \$, yıl içindeki ortalama portföy büyüklüğü 100 \$ olacaktır. Devir hızı 4 olarak hesaplanmaktadır (İşlem Hacmi/Ortalama Portföy Büyüklüğü=400/100=4). Portföy ise iki defa değişmiştir. Ön-

celikle, yılbaşında bir portföy oluşmuş, sonra o likide edilerek yeni bir portföy oluşturulmuştur. Özetle portföy, devir hızının yarısı kadar değişmiştir. Bu portföyün ortalama elde tutma süresi ise 6 aydır, çünkü portföy bir yıl içinde iki defa değişmiştir.

Bu hesaplamalar ışığında görüldüğü üzere, 1998–2001 yılları arasında yabancı yatırımcılar portföylerini ortalama 250–300 günde bir değiştirmişlerdir. 2001 yılından sonra ise ortalama elde tutma süresi düzenli olarak gerilemiş, 2005 yılında 204 güne kadar inmiştir. 2006 yılında ise elde tutma süresi yeniden 280 güne çıkmış, 2007 yılında da ufak bir gerileme ile 275 güne inmiştir. Özetle, 2007 yılında yabancı yatırımcıların ortalama yatırım vadesi 9 ay civarında seyretnmektedir.

Öte yandan, yerli yatırımcıların portföylerini yabancıardan çok daha hızlı değiştirdikleri görülmektedir. 1998–2002 yılları arası ortalama 25 günde bir portföy değiştiren yerli yatırımcıların elde tutma süresi 2003 yılından itibaren düzenli olarak artmıştır. Yerli yatırımcılar ortalama ayda bir portföylerini değiştirirken yabancılar dokuz ay gibi bir süre portföy taşımaktadır.

Yatırım Kararlarının Tutarlılığı

Yabancı yatırımcı işlemlerinin piyasamızda yakından takip edilmekte olduğu, basından, çeşitli araştırma raporlarından ve diğer kaynaklardan izlenebilmektedir. Yerli yatırımcılar, kendi yatırım kararlarını alırken, yabancıların davranışlarını da dikkate alabilmektedir.

Yabancı Yatırımcıların Ortalama Yatırım Vadesi				
	Ortalama Portföy Büyüklüğü (milyon \$)	İşlem Hacmi (milyon \$)	Devir Hızı (Oran)	Ortalama Elde Tutma Süresi (Gün)
1998	4,932	11,670	2.37	309
1999	6,927	17,879	2.58	283
2000	11,440	33,410	2.92	250
2001	4,849	12,139	2.50	292
2002	4,265	12,869	3.02	242
2003	5,069	17,334	3.42	213
2004	10,603	37,368	3.52	207
2005	22,622	81,101	3.59	204
2006	33,898	88,519	2.61	280
2007	54,378	144,143	2.65	275

Kaynak: İMKB, MKK, Takasbank, TSPAKB

Bu bölümde, basit bir analizle yabancı yatırımcı işlemlerini takip etmenin rasyonel olup olmadığı, diğer bir deyişle endeksle aralarında bir ilişki olup olmadığı incelenecektir.

Analizin çıkış noktası, yabancı yatırımcıların işlemleri konusunda bilgi sahibi olmanın endeksin gelecekteki getirisi konusundaki öngörülerin isabetini artırıp artırmayacağıdır. Normal koşullarda, "endeksin önümüzdeki ay yönü ne olacak?" sorusunun cevabı "%50 olasılıkla artacak/düşecek" olabilir. Fakat, "bu ay yabancı yatırımcıların net alış yaptığı bilindiğine göre önümüzdeki ay endeksin yönü ne olacak?" sorusunun cevabı farklı olabilir. Eğer olasılık %50'nin üzerine çıkarsa, bu bilginin tahmin gücünü arttırdığı ortaya çıkmaktadır.

İnceleme, Ocak 1997-Aralık 2007 arasındaki 132 aylık (11 yıllık) dönemi kapsamaktadır. Yabancı yatırımcıların aylık net alış/satışları hesaplanmış, net alışlarıyla endeksin takip eden aylardaki aylık pozitif getirileri, net satışlarıyla endeksin takip eden aylardaki negatif getirilerinin eşleştiği dönemler sayılmış ve "Aynı Yönlü Hareket" satırında sunulmuştur. Ardından, aynı yönlü hareket sayısı toplam gözlem dönemi sayısına bölünerek, portföy yatırım kararlarının tutarlılık oranları bulunmuştur. Özetle, verilen yatırım kararlarından kaç tanesinin piyasanın yönünü doğru tahmin ettiği hesaplanmıştır.

Aynı dönemler için bakıldığında, yabancı yatırımcıların alım-satım kararları ile endeks getirisi arasındaki

neden-sonuç ilişkisi iç içe geçmiş durumdadır. Örneğin, yabancı yatırımcılar Ocak ayında net alım yapmış ve endeks yükselmiş olabilir. Burada, aynı yönlü bir hareket söz konusudur. Ancak neden-sonuç ilişkisi net değildir. Birincisi, endeksin normalde yükselmeyeceği bir ortamda yabancı yatırımcılar alım yaparak endeksi yükseltmiş olabilir. İkinci olarak, yabancılar zaten endeksin yükseleceği beklentisi ile yatırım yapmış ve bu beklentileri doğru çıkmış olabilir. Bu sorunu çözmek için karşılaştırmalar, işlemlerin gerçekleştiği ay için değil, takip eden aylar için yapılmıştır. Örneğin Ocak ayında yabancı yatırımcılar net alıcı ise, kıyaslama Ocak ayının endeks getirisi ile değil, takip eden aylardaki endeks getirileri ile yapılmıştır. Dolayısıyla, yabancı yatırımcıların belirli bir ayda verdikleri portföy artırma/azaltma kararlarının sonraki aylardaki endeks performansı ile karşılaştırılma tercih edilmiştir.

Çalışmanın mantığını bir örnekle açıklamak daha kolay olacaktır. Ocak ayında yabancı yatırımcıların net işlemleri alım yönündeyse, bu yatırımcıların alım kararı verdikleri varsayılmaktadır. Yabancılar bu alım kararını, Şubat ayında endeksin yükseleceği beklentisi ile vermişlerdir. Eğer Şubat ayında endeks yükselmişse "doğru" karar vermişlerdir. Diğer bir deyişle, endeksin yönü ile verdikleri karar tutarlıdır. Buradan yola çıkarak, tabloda "1 Ay Sonraki Aylık Getiri"; Ocak 2007'de yabancı yatırımcılar net alıcı konumunda iken Şubat 2007'deki endeksin, "2 Ay Sonraki Aylık Getiri" Mart 2007'deki endeksin, "3 Ay Sonraki Aylık Getiri" ise Nisan 2007'deki endeksin aylık getirisini göstermektedir. "1 Ay Sonraki 3 Aylık Getiri" ise Şubat-Nisan 2007 arasındaki üç aylık dönemdeki endeksin getirisini ifade etmektedir. Benzer şekilde, tabloda 6 ve 12 aylık karşılaştırmalar da mevcuttur.

Analizde, baz alınan dönemin, yani Ocak 2007'de yapılan yatırımın ardından Şubat ve Mart 2007'de endeksin aylık getirileri pozitif olmuşsa, yabancıların doğru karar verdikleri kabul edilmiştir. Ancak, Nisan 2007'de endeksin getirisi negatif olmuşsa, Ocak ayındaki karar "3 Ay Sonraki Aylık Getiri" ile tutarsız kabul edilmiştir.

Son 11 yıllık dönem içinde ulaşılan verilerden tablodaki sonuçlar çıkarılmaktadır.

Yerli Yatırımcıların Ortalama Yatırım Vadesi				
	Ortalama Portföy Büyüklüğü (milyon \$)	İşlem Hacmi (milyon \$)	Devir Hızı (Oran)	Ortalama Elde Tutma Süresi (Gün)
1998	4,141	129,122	31.18	23
1999	4,539	150,188	33.09	22
2000	12,643	330,457	26.14	28
2001	6,756	148,661	22.01	33
2002	4,842	128,644	26.57	27
2003	5,790	182,997	31.61	23
2004	9,363	258,142	27.57	26
2005	13,293	322,426	24.25	30
2006	17,311	370,766	21.42	34
2007	22,218	457,541	20.59	35

Kaynak: İMKB, MKK, Takasbank, TSPAKB

	1 Ay Sonraki Aylık Getiri	2 Ay Sonraki Aylık Getiri	3 Ay Sonraki Aylık Getiri	1 Ay Sonraki 3 Aylık Getiri	1 Ay Sonraki 6 Aylık Getiri	1 Ay Sonraki 1 Yıllık Getiri
Aynı Yönlü Hareket	76	67	83	80	71	76
Toplam Gözlem	131	130	129	129	126	120
Tutarlılık Yüzdesi	58%	52%	64%	62%	56%	63%

Kaynak: TSPAKB

Aylık bazda yabancı işlemlerinin yönü ile bir ay sonraki endeksin aylık getirisi %58 oranında aynı yöndedir. Farklı bir şekilde ifade edersek, örneğin, Ocak ayında yabancı yatırımcıların net alıcı olduğu biliniyorsa Şubat ayı içinde endeksin dolar bazında pozitif getiri sağlama olasılığı %58 olmuştur.

Benzer şekilde, üç ay sonraki endeksin aylık getirisi %64 oranında aynı yönde olmuştur. Eğer Ocak ayında yabancı yatırımcıların net alıcı olduğu biliniyorsa %64 olasılıkla Nisan ayı içinde endeks dolar bazında pozitif getiri sağlamaktadır. Öte yandan, yabancı işlemleri ile ilgili bilgiye sahip olmak iki ay sonraki endeksin aylık getirisini tahmin etmekte ek bir katkı sağlamamaktadır. Örneğin Ocak ayında yabancı yatırımcıların net alıcı olduğu biliniyorsa, Mart ayında endeks %52 ihtimalle yükselecektir denebilir, ancak bu durum normalde beklenen %50'lik olasılıktan çok farklı bir sonuç doğurmamaktadır. Kısacası, herhangi bir ayın yabancı işlemleri ile, endeksin iki ay sonraki aylık getirisi arasında bir bağ bulunmamaktadır.

Yabancı işlemleri ile o ayı takip eden üç aylık dönemdeki endeksin getirisi %62 oranında aynı yön-

dedir. Mesela, Ocak ayında yabancı yatırımcıların net alıcı olduğu biliniyorsa, %62 ihtimalle Şubat-Nisan arasındaki üç aylık dönemde endeks dolar bazında pozitif bir getiri sağlamaktadır.

Benzer karşılaştırmalar, 6 ve 12 ay gibi daha uzun dönemler için de tabloda sunulmaktadır. Örneğin, yabancı işlemlerinin yönü ile, o ayı takip eden altı aylık dönemdeki endeksin getirisi %56 oranında aynı yöndedir. Mesela, Ocak ayında yatırımcıların net alıcı olduğu biliniyorsa %56 ihtimalle Şubat-Temmuz arasındaki altı aylık dönemde endeks dolar bazında pozitif bir getiri sağlamaktadır.

Bu sonuçlar ışığında, yabancı yatırımcıların davranışlarını takip etmenin piyasanın yönü konusundaki tahmin gücünü artırdığı söylenebilmektedir. Örneğin, istatistiksel getiri modellerinde yabancı yatırımcı işlemlerini de bir değişken olarak kullanmak modelin tutarlılığını artırabilir.

Burada çelişki gibi görünen bir noktayı daha açıklamak gerekmektedir. Getiri karşılaştırması ile ilgili bölümde görüldüğü üzere yabancı yatırımcılar son beş yılda düzenli olarak yerli yatırımcılardan daha düşük getiriler elde etmişlerdir. Dolayısıyla, getirilere bakarak yabancı yatırımcıları takip etmenin rasyonel bir davranış olmadığı söylenebilir.

Öte yandan, yukarıdaki analizde yabancı yatırımcıların piyasanın yönü konusundaki tahminlerinin %50'den daha yüksek bir tutarlılığa sahip olduğu da görülmektedir. Dolayısıyla, yabancı işlemlerini takip etmek öngörülerin tutarlılığını artırabilmektedir.

Yukarıdaki iki sonuç birbiriyle çelişiyor görünmektedir. Fakat aslında





çelişki olmayabileceğini bir örnekle açıklamakta yarar vardır. Önümüzdeki ay endeks artacak diye alım yapan bir yatırımcı %5 kazanç elde etmiş olsun. Bir sonraki ay, endeksin yükselmeye devam edeceği beklentisiyle yatırım yaparak tekrar %5 kazanmış olsun. Üçüncü ay aynı beklentiyle yatırım yapan yatırımcının öngörüsü tutmamış ve %20 zarar etmiş olsun. Burada yatırımcının tahmin tutarlılığı %67'dir, çünkü üç tane alım kararı vermiş ve ikisinde endeksin yönünü doğru tahmin etmiştir. Ancak sonuçta zarar etmiştir, çünkü verdiği tek yanlış kararda ettiği zarar, önceki kârlarını götürmüştür. Dolayısıyla, tahminlerin isabeti ile elde edilen getiri uyumlu olmayabilir.

Sonuç

Yabancı yatırımcılar Türkiye sermaye piyasasında önemli bir ağırlığa sahiptir. Halka açık hisse senetlerinde yabancı yatırımcıların payı dörtte üçe yaklaşmıştır. 2007 yılında işlem hacmindeki payları da %19'dan %24'e çıkmıştır. Bu rakamlar, verilerin mevcut olduğu 1997 yılından itibaren ulaşılan en yüksek seviyelerdir.

1998 yılından 2007 yılı sonuna kadar geçen 10 yıllık dönemde hisse senedi yatırımıyla sağlanan yabancı sermaye girişi 21 milyar \$'ı aşmıştır. Bu rakamın 16 milyar \$'lık kısmı son üç yılda gerçekleşmiştir.

2000-2002 yılları arasındaki kriz ortamında önemli ölçüde zarar eden yabancılar, 2003'ten itibaren başlayan yükseliş hareketi ile 2005 yılına kadar zararlarını kapatmış, önemli sayılabilecek bir kâr elde

etmişlerdir. 2006 yılını küçük bir zararla kapatsalar da, 2007 yılında 26,7 milyar \$ gibi rekor seviyelere ulaşan kazanç elde etmişlerdir.

Yabancı yatırımcıların 2001 yılında 10 aya yakın olan ortalama elde etme tutma süresi 2005'te 6,5 aya inmiş, 2006'da yeniden 9 ay civarına çıkmıştır. 2007 yılında da bu vade değişmemiştir. Yerli yatırımcılar ise portföylerini yabancı yatırımcılara göre daha sık değiştirmektedir. Portföylerini sadece ortalama bir ayda ellerinde tutmaktadır.

Yerli yatırımcıların düzenli olarak hisse senedi yatırımlarından çıktıkları görülmektedir. Bununla beraber, genel olarak yabancı yatırımcılardan daha iyi getiri elde etmişlerdir. 2007 yılında ise yerli ve yabancı getirileri dolar bazında eşitlenmiştir. Dolar bazında İMKB yıllık %72 getiri sağlarken, yerli ve yabancılar %61 kâr etmişlerdir.

Buna rağmen, yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını takip etmek, piyasanın gelecekteki yönü konusundaki tahmin tutarlılığını artırmaktadır. Örneğin, Ocak ayında yabancı yatırımcıların net alıcı oldukları biliniyorsa, %58 ihtimalle Şubat ayında endeksin artacağı söylenebilmektedir. 2 ay sonrası için bir ilişki bulunamazken, 3 ay sonra endeksin aylık hareketi %64 ihtimalle yukarı yönde olacaktır. Bu sonuçlar ışığında, yabancı yatırımcıların davranışlarını takip etmenin piyasanın yönü konusundaki tahmin gücünü artırdığı söylenebilmektedir.



Esra Esin Savaşan
esavasan@tspakb.org.tr

GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Okuyucularımızın mevzuat takibine yardımcı olmak üzere hazırlanan bu bölümde, 2008 yılının ilk ayı içerisinde yapılan sermaye piyasası mevzuatı değişiklikleri incelenmektedir.

Bu çerçevede, sırasıyla;

- Sermaye Piyasası Kurulunca kamuoyunun görüşüne açılan, varant ihraçlarına ve alım satım işlemlerine ilişkin hazırlanan tebliğ taslağına,
- Emeklilik yatırım fonlarının kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin yönetmelikte yapılan değişikliklere ve,
- Yürürlüğe giren kayıtlı sermaye sistemine yönelik yeni tebliğ ilişkin düzenlemelere,

aşağıda yer verilmektedir.

DÜZENLEME TASLAKLARI

VARANT İHRAÇLARINA VE ALIM SATIM İŞLEMLERİNE İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞ TASLAĞI

Sermaye Piyasası Kurulunca hazırlanan “Varant İhraçlarına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğ Taslağı” (Taslak), kamuoyunun görüşüne sunulmuştur. Taslağın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (Borsa, İMKB) işlem görececek varantların, ihraç ve alım satım işlemlerine ilişkin esaslarını düzenlemektir.

Varant, elinde bulunduran kişiye dayanak varlığı ya da göstergeyi, önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydi teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı, menkul kıymet niteliğinde sermaye piyasası aracı şeklinde tanımlanmaktadır. Taslakta dayanak varlık, İMKB 30 endeksinde yer alan hisse senetleri, dayanak gösterge Borsa tarafından oluşturulmuş hisse senedi endeksleri olarak belirlenmektedir.

Taslak hükümleri uyarınca, varant;

- Türkiye’de kurulan ve Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşlarından veya Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu almış Türkiye’de veya yurtdışında yerleşik aracı kuruluşlar,
- Yukarıda belirtilen aracı kuruluşlar tarafından ihraçtan doğan yükümlülüklerin garanti edilmesi koşuluyla diğer aracı kuruluşlar,

tarafından ihraç edilebilecektir. İhraççıların Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. üyesi olması şarttır.

Halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecek varantlar, aracı kuruluşlar vasıtasıyla satılabilecek olup, Borsada işlem görmeleri zorunludur. İhraç edilecek varantların vadesi üç aydan kısa, beş yıldan uzun olamayacaktır.

Taslakta, varantların ihracının ve alım satımının, Kurulun onayı üzerine, Borsa mevzuatı çerçevesinde belirlenecek işlem esasları kapsamında, Borsanın uygun göreceği ilgili pazarda ve piyasa yapıcılık esasına dayalı olarak yapılması öngörülmüştür. Piyasa yapıcılığı, Taslak ile özellikleri belirlenmiş aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilecektir ve piyasa yapıcısı, ihraççı tarafından belirlenecektir. Piyasa yapıcısı aracı kurum, piyasa yapıcılığı kapsamında, likidite sağlamak üzere sürekli alım-satım kotasyonu vermek zorundadır.

Varantların alım satımı, Kuruldan alım satıma aracılık yetki belgesi almış aracı kurumlar tarafından ve Kurulun aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilebilecektir.

Taslak ile, varantın fiyatı ile likiditesini etkileyebilecek ve ihraççıdan kaynaklanan her türlü bilginin, ihraççı tarafından, Kurulun özel durumların kamu-

ya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunluluğunu getirilmiştir.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ KURULUŞ VE FAALİYETLERİNE İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA YÖNETMELİKTE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik’te (Yönetmelik) değişiklik yapan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik” 12.01.2008 tarih ve 26754 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Yönetmeliğin amacı; emeklilik yatırım fonlarının kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir. Yönetmelik ile, emeklilik yatırım fonlarının türleri, kuruluşları, örgüt yapısı, faaliyet ilke ve esasları, katkılarının bu fonlarda toplanması ve değerlendirilmesi, fon malvarlığı, fon portföyündeki varlıkların saklanması, portföyün yönetimi, fonların birleşme ve devir esasları, iç ve dış denetimi ile kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar ve usuller belirlenmektedir.

İlgili Yönetmeliğin **fon malvarlığına ilişkin ilkele-ri düzenleyen 17. maddesinde** değişikliğe gidilmiştir. Maddeye yeni eklenen hükümler ile; bireysel emeklilik hesabındaki fon paylarından, katılımcının sistemde bulunduğu ay sayısı ile asgari ücret tutarının çarpımına karşılık gelen birikim tutarının ve bireysel emeklilik sisteminden emekli olanlara yapılan yıllık gelir sigortası ödemelerinin aylık ödemeye isabet eden miktarının asgari ücret tutarına kadar olan kısmının (nafaka borçları hariç olmak üzere) haczedilemeyeceği, rehnedilemeyeceği, iflas masasına dahil edilemeyeceği düzenlenmiştir. Bu hükümlerin uygulanmasında rehin, haciz veya iflas tarihinde geçerli brüt asgari ücret tutarı esas alınacaktır.

Yönetmeliğin **fon portföyünün yönetimini düzenleyen 19. maddesinde** yapılan değişiklikle, portföy yönetim sözleşmelerinin Kurulca belirlenen asgari unsurlara uygun olması zorunluluğu belirtilmiştir.

Yönetmeliğin **portföy sınırlamalarına ilişkin esaslarını belirleyen 21. maddesinde** de düzenleme değişikliğine gidilmiştir. Fon varlıklarının %10’undan fazlasının bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılamayacağı ve fonun %5’inden fazla yatırım yaptığı ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarının fon varlıklarının %40’ını aşamayacağı düzenlenmiştir. Ayrıca, endeks fonlar için ise, belirtilen sınırlamaların söz konusu menkul kıymetlerin baz alınan endekse dahil olması halinde uygulanmayacağı, ancak, her durumda bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılan tutarın fon varlıklarının %20’sini aşamayacağı hükme bağlanmıştır. Bu sınırlamalar, devlet iç borçlanma senetleri için uygulanmamaktadır. Yönetmelik değişikliği, devlet dış borçlanma senetlerinin de bu sınırlamalarda dikkate alınmayacağını düzenlemiştir.

Yönetmeliğe ilişkin getirilen önemli bir değişiklik ise, **yabancı para ve sermaye piyasası araçları ile devlet iç borçlanma senetlerine yapılacak yatırımlara ilişkin hükümleri belirleyen 22. maddeye** yöneliktir. Katılımcıların katkı paylarının, en fazla %15’ini, portföyünün en az %80’i yabancı para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlara ve katkı paylarının en az %30’unu ise portföyünün en az %80’ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinin oluşturduğu fonlara yönlendirilmesine yönelik zorunluluk, söz konusu hükümlerin yürürlükten kaldırılması ile, son bulmuştur. Yapılan değişiklik, devlet iç borçlanma senetlerinin emeklilik fonlarının portföyüne alınma zorunluluğunu ortadan kaldırırken, fonların içine konulacak yatırım enstrümanlarının çeşitlenmesini de sağlayacaktır.

KAYITLI SERMAYE SİSTEMİNE İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ

Anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemine geçişi ve sistem içinde uymaları gereken esaslar ile kayıtlı sermaye sisteminden çıkma ve çıkarılma esaslarını düzenleyen Seri:IV, No:38 sayılı “Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği” (Tebliğ) 23.01.2008 tarih ve 26765 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Tebliğin yayımı tarihi itibarıyla, 14.07.1992 tarih ve 21284 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:IV, No:7 sayılı ve kayıtlı sermaye sistemine ilişkin

kin esasları düzenleyen tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 12. maddesi ile düzenlenen "kayıtlı sermaye", sermaye artırımında uzun süren formaliteleri asgariye indirmeyi ve süreci kısaltmayı amaçlamaktadır. "Kayıtlı sermaye", ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, sermaye artırımlarında yönetim kurulu kararı ile çıkarabilecekleri hisse senedi azami miktarını gösteren ve Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş sermayeleridir.

Bilindiği üzere, anonim ortaklıklar, esas sermaye ve kayıtlı sermaye olmak üzere iki tür sermaye sistemine tabi olabilirler. Türk Ticaret Kanunu'na göre, esas sermaye sisteminde, her sermaye artırımında genel kurulun toplanması gerekmektedir. Bu süreç, sermaye piyasası mevzuatında kısaltılmaktadır. Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Kayıtlı sermaye sisteminden yararlanılması Sermaye Piyasası Kurulu iznine tabidir. Her ortaklığın kayıtlı sermaye tavanı, ortaklığın önerisi de dikkate alınarak Kurul'ca belirlenir.

Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek isteyen ortaklıkların, Kurul'dan izin aldıktan sonra esas sözleşmelerine bu konuda hüküm koymaları ve bu amaçla esas sözleşmelerinin ilgili bölümlerinde bu sistemden yararlanmayı sağlayacak değişiklikleri yapmaları gerekir. Kurul izninden sonra, Kurul'ca onaylı esas sözleşme tadil tasarısı ile birlikte, esas sözleşme değişikliği için izin almak üzere Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na müracaat edilir.

Esas sözleşme değişikliklerinin genel kurulca onaylanması, ticaret siciline tescili ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'ne ilanı gerekir. Kayıtlı sermaye sistemine giren ortaklığın esas sermayesi çıkarılmış sermaye olur ve Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın, yönetim kurulu tarafından, sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle sermaye artırılabilir.

Tebliğ ile, kayıtlı sermaye sistemine geçecek ortaklıkların başlangıç sermayelerinin 3.500.000 YTL'den az olamayacağı, finans piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin ise kayıtlı sermaye sistemine geçişlerinde aranacak başlangıç sermayesi tutarının 25.000.000 YTL'den az olamayacağı düzenlenmiştir. Bu tutarlar, her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak, gerekli görülmesi halinde Kurulca artırılacaktır.

Tebliğ ile getirilen dikkat çekici bir düzenleme, Kurulca izin verilen kayıtlı sermaye tavanının, izin verildiği yıl da dahil olmak üzere en fazla 5 yıllık süre için geçerli olacağı yönündeki hükümdür. Belirlenen sürenin sonunda izin verilen kayıtlı sermaye tavanına ulaşamamış olsa dahi, yönetim kurulunun sermaye artırım kararı alabilmesi için daha önce izin verilen tavan ya da yeni bir tavan tutarı için Kurul'dan izin almak suretiyle genel kuruldan yeni bir süre için yetki alması zorunludur. Söz konusu yetkinin alınmaması durumunda bu ortaklıklar kayıtlı sermaye sisteminden çıkmış sayılacaklardır.

Anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak suretiyle kayıtlı sermaye sisteminden çıkabilecekleri gibi bu sisteme alınmada aranan nitelikleri yitirmeleri halinde, Kurul tarafından sistemden çıkartılırlar. Tebliğ uyarınca, kayıtlı sermaye sisteminden çıkan veya sistemden çıkartılan ortaklıklar, çıkış tarihinden itibaren en az 2 yıl geçmeden yeniden sisteme kabul edilmezler. Ancak, ortaklık yönetiminin değişmesi veya kayıtlı sermaye sisteminden çıkma veya çıkartılma sebeplerinin ortadan kalktığına tespiti durumunda, ortaklıkların başvurusu üzerine 2 yıllık sürenin dolması beklenmeksizin ortaklıkların yeniden kayıtlı sermaye sistemine geçmelerine Kurulca izin verilebilir.

Yurt İçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon YTL	2005	2006	2007/09	%Δ
YTL Mevduat	141.716	168.943	192.170	13,7%
DTH	82.128	108.754	109.277	0,5%
Kıymetli Maden Hesapları	96	250	139	-44,4%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	8.369	10.788	13.130	21,7%
DİBS	55.276	55.781	54.099	-3,0%
Eurobond	5.348	5.413	4.597	-15,1%
Yatırım Fonları	29.374	22.012	24.925	13,2%
Repo	1.486	2.202	2.148	-2,5%
Emeklilik Yatırım Fonları	1.219	2.821	4.117	45,9%
Hisse Senedi	23.020	26.256	31.093	18,4%
Toplam	348.032	403.220	435.695	8,1%

Yurt Dışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon YTL	2005	2006	2007/09	%Δ
Hisse Senedi	44.894	50.218	78.251	55,8%
DİBS	23.502	35.086	37.516	6,9%
Eurobond	850	794	488	-38,6%
Mevduat	4.604	5.992	5.897	-1,6%
Toplam	73.850	92.091	122.152	32,6%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
Milyon YTL	2006	2007 01/02/2008	%Δ	
Milyon \$	230.038	336.089	274.966	-18,2%
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri (Milyon \$)	163.775	288.761	236.999	-17,9%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	51.815	91.364	74.578	-18,4%
	32%	32%	31%	A.D.

İMKB'de İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı				
	2006	2007 01/02/2008	%Δ	
İşlem Gören Şirketler	316	319	319	0,0%
İşlem Gören Borsa Yatırım Fonları	6	8	8	0,0%

Birincil Halka Arzlar				
	2005	2006	2007	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	1.803	949	3.389	A.D.
Şirket Sayısı	11	19	11	A.D.

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2004	2005	2006	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	221	227	223	-1,8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	90	81	102	25,9%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon YTL)	12.117	14.056	20.677	47,1%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon YTL)	-909	-3.973	-1.235	-68,9%
Toplam Kar/Zarar (Milyon YTL)	11.209	10.083	19.441	92,8%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2006	2007 01/02/2008	%Δ	
A Tipi Yatırım Fonları	599	762	570	-25,2%
B Tipi Yatırım Fonları	15.701	21.670	21.561	-0,5%
Emeklilik Yatırım Fonları	2.048	3.813	3.968	4,1%
Borsa Yatırım Fonları	88	226	220	-2,5%
Yatırım Ortaklıkları	280	317	304	-4,1%
Gayrimenkul Yat.Ort.	1.487	2.723	2.387	-12,3%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	68	63	51	-19,6%
Toplam	20.271	29.574	29.062	-1,7%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	5,0%	5,8%	5,4%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2006	2007	2008/01	%Δ
Açık Hesap Sayısı	--	--	--	A.D.
Bakili Hesap Sayısı	1.015.166	940.047	945.061	0,5%
Bakili Hesap/Toplam Nüfus	5,0%	5,8%	5,4%	A.D.

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2005	2006	2007	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri	33.812	35.083	70.213	100,1%
Saklamadaki Payı	67%	68%	72%	6,9%
Hisse Senedi İşlem Hacimleri	83.275	88.519	144.143	A.D.
İşlem Hacmi Payı	20%	19%	24%	24,3%
Net Hisse Senedi Yatırımı	3.989	1.144	4.533	A.D.

TSPAKB Üyeleri				
	2006	2007	01/02/2008	%Δ
Aracı Kurumlar	106	104	104	0,0%
Bankalar	40	41	41	0,0%
Toplam	146	145	145	0,0%

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar \$	2005	2006	2007	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında				
Aracı Kurum	403	454	596	31,3%
Tahvil/Bono Piyasasında				
Aracı Kurum	708	744	867	16,5%
Banka	3.163	3.344	4.039	20,8%
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	3.871	4.088	4.906	20,0%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*				
	2005	2006	2007	%Δ
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	2	7	24	269,0%
Hacim (Milyon YTL)	6.059	35.753	236.071	560,3%
Açık Pozisyon (Dönem Sonu-Milyon)	0	0	--	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon \$	2005	2006	2007/09	%Δ
Dönen Varlıklar	1.591	1.636	2.809	71,7%
Duran Varlıklar	321	274	390	42,4%
Aktif Toplam	1.912	1.910	3.199	67,5%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	663	735	1.412	92,0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25	24	27	13,4%
Özsermaye	1.119	1.048	1.589	51,7%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	1.912	1.910	3.199	67,5%
Net Komisyon Gelirleri	366	363	370	A.D.
Esas Faaliyet Karı	226	124	180	A.D.
Net Kar	204	131	190	A.D.
Personel Sayısı	5.916	5.898	5.933	0,6%
Şubeler	234	246	243	-1,2%
İrtibat Bürosu	69	64	51	-20,3%
Acente Şubeleri	4.406	4.514	4.552	0,8%

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi				
	2006	2007	01/02/2008	%Δ
İMKB-100	39.117	55.698	44.452	-20,2%
İMKB-100 (En Yüksek)	48.192	58.232	54.708	-6,1%
İMKB-100 (En Düşük)	31.492	36.630	42.539	16,1%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	919	1.197	1.354	13,2%

Yurt Dışı Borsa Endeksleri				
	2006	2007	01/02/2008	%Δ
Arjantin Merval	2.090	2.152	2.045	-5,0%
Brezilya Bovespa	44.474	63.886	61.080	-4,4%
Fransa CAC 40	5.544	5.614	4.978	-11,3%
Almanya DAX	6.653	8.067	6.969	-13,6%
Hong Kong Hang Seng	19.965	27.813	24.124	-13,3%
Hindistan BSE Sens	13.787	20.287	18.243	-10,1%
Japonya Nikkei 225	17.226	15.308	13.497	-11,8%
Meksika IPC	26.448	29.537	29.430	-0,4%
Rusya RTS	1.922	2.291	1.969	-14,0%
Güney Afrika FTSE/JSE	24.915	28.958	28.752	-0,7%
İngiltere FTSE 100	6.221	6.457	6.029	-6,6%
ABD S&P 500	1.425	1.468	1.395	-5,0%
ABD Nasdaq 100	1.788	2.085	1.855	-11,0%

A.D.: Anlamalı değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.Kaynak: BDDK, Garanti Yatırım, İMKB, MKK, SPK, TCMB, TSPAKB, TİİİK, VOB, www.ft.com

