

T.C.  
İstanbul Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Avrupa Birliği Ana Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRACI,  
AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE

Kutalmış Keskin  
2501555399

Tez Danışmanı  
Yard. Doç. Dr. Ayşe Çelikel Danışoğlu

İSTANBUL, şubat-2010

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüz AVRUPA BİRLİĞİ Bilim Dalında 2501555399 numaralı KUTALMIŞ KESKİN'İN hazırladığı "ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRACI, AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE" konulu YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15. Maddesi uyarınca 23/09/2010 PERŞEMBE günü saat..14.00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ~~karar verildiği~~ "ne" ~~ÖYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
DOÇ.DR.HAKAN ONGAN	RED	
DOÇ.DR.DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ	KABUL	
YRD.DOÇ.DR.AYŞE ÇELİKEL DANIŞOĞLU	Kabul	
YRD.DOÇ.DR.ALİHAN AYDIN	Red	
YRD.DOÇ.DR.BARIŞ ALTAYLIGİL	KABUL	

# ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRACI, AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE

Kutalmış Keskin

## ÖZ

Bu çalışmada Türkiye ve Avrupa Birliği'nde özel sektörün tahvil çıkararak borçlanmasının şartları incelenmiştir. Özel Sektör Tahvili'nin bir borçlanma aracı olmasından dolayı çalışmaya borç kavramı, faiz ve tahvil çeşitlerinin kısa bir ele alınışı ile başlanmıştır. Faiz ve içindeki risk kavramı ikinci bölümde bizi kredi derecelendirme şirketlerinin fonksiyonlarına ve onlarla ilgili Avrupa Birliği'ndeki gelişmelere yönlendirmiştir.

Avrupa Birliği'nde mevcut 27 ülke ve onların tümünün tek tek koşullarının incelenmesi bu çalışmanın boyutlarının dışındadır. Bu nedenle Avrupa Birliği'nin Özel Sektör Tahvili açısından incelenmesi, yetkili organlarının yaptığı düzenlemeler ile işleyiş çalışmamızın üçüncü bölümünde İngiltere örneği üzerinden yapılmıştır. Entegrasyonun Avrupa Birliği finansal piyasalarına getirdiği değişim ve Avrupa Birliği'nin tek ortak finansal piyasa yaratma ve bu pazarda Özel Sektör Tahvili için oluşan ve devam eden bütünleşme ile oluşması beklenen şartlar incelenmiştir.

Dördüncü bölümde Türkiye'nin Özel Sektör Tahvili deneyimi, yapılmış yanlışlar ve bunların hafızalarda kalan etkileriyle, günümüzde Sermaye Piyasası Kurulu'nun altyapısını hazırladığı şartlar incelenmiştir. Beşinci bölümde mevcut düzenleme ve şartların özel sektörün tahvil çıkarmasını ne kadar desteklediği araştırılmıştır. Devam eden bölüme İngiltere ve Türkiye'de Özel Sektör Tahvili ihraç etmenin koşulları karşılaştırılmıştır. Son bölümde Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılımının Özel Sektör Tahvil İhraçlarına olası etkisi incelenmiştir.

Anahtar kelimeler: Avrupa Birliği, Özel Sektör Tahvili İhracı

## **ABSTRACT**

### **CORPORATE BOND ISSUANCE, EUROPEAN UNION AND TURKEY**

Kutalmis Keskin

Conditions of indebtedness by the issuance of bonds by the private sectors in Turkey and the European Union are studied in this thesis. Since corporate bond is a debt security, the study begins with a brief handling of the debt concept and kinds of bonds. In the second chapter, the concept of interest rates and the risk component included therein, guided us to the functions of credit rating agencies and the developments in the European Union in connection with these agencies.

The existent 27 member states of the European Union and the analysis of the individual states are beyond the dimensions of this work. Therefore the study of the European Union in terms of corporate bonds, the arrangements made by the competent authorities and the operations thereof have been carried out over the sample of United Kingdom in chapter three. This part covers the transformation of European financial markets caused by the integration of European economies, the creation of a single financial market, the conditions formed, the continuing integration of corporate bonds markets of individual countries and the expected conditions. In the fourth chapter, the experiences of the Turkish corporate bond market, the mistakes made with the consequences taken and the present conditions under the supervision of the Capital Market Board are studied. In the fifth chapter, the extent the present arrangements and conditions support the issuance of the corporate bonds is researched. In the following chapter the conditions of the issuance of corporate bonds in Turkey and United Kingdom are compared. The final chapter includes the analysis of the probable effects of the Turkish participation to the European Union on the Turkish Corporate Bond Issuance.

Key words: European Union, Corporate Bond Issuance

## ÖNSÖZ

Avrupa Birliği, kararlı ekonomik ortamın verdiği güven, düşük reel faizler ve çekirdek ülkelerinin yüksek kredi notlarıyla büyük bir tasarruf havuzuna ev sahipliği yapmaktadır. Türkiye ise gelişmekte olan bir ülke olarak bütçe denkliğine dikkat etmeyen hükümetlerinin kít tasarruf havuzunu kendine yönlendirecek düzenlemeler yapmaktan kaçınmamasına yıllarca konu olmuştur. Avrupa Birliği ile katılım görüşmeleri yürüten Türkiye'nin finansal piyasalarını da uyumlu hale getirmesi beklenen gelişmedir. Avrupa Birliği ile paralel alınan finansal piyasa düzenlemeleri şimdiden bu yönde büyük bir yol alındığını göstermektedir. Düzenleme alt yapısının benzer olması ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin günümüz küresel piyasa koşullarınca da temizleniyor olması finansal bütünleşmeyi kolaylaştırmaktadır. Bunlar düşünöldüğünde özel sektöre tahvil çıkarıp kaynak yaratmaya ortam sağlayacak koşulların gelişmesine artan ekonomik güvenin, derinleşen tasarruf havuzunun ve yükselen kredi notlarının yardımcı olacağı anlaşılmaktadır.

Bu tezin yazımında özellikle Türkiye'de özel sektör tahvili borçlanmasının nadir olmasından kaynaklanıyor olsa gerek basılı bir eser bulunamamıştır. Basılı kaynak bulmakta yaşanan zorluklar çağın bilgi ağı interneti daha fazla kullanmayı gerektirmiştir. Gerek AB düzenlemelerinin gerekse de Türkiye'deki düzenlemelerin elektronik ortamda düzenleyici otoritelerin internet sitelerinden rahatlıkla bulunmuştur.

Bu süreçte bana her türlü desteğini sunan eşim Gülşah'a teşekkürü ve ilgi göstermekte eksik kaldığım bebeğimiz Tibet'e özrü bir borç bilirim.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLO LİSTESİ.....	x
ŞEKİL LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR.....	xii

GİRİŞ .....	13
-------------	----

I. ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ, BORÇ KAVRAMI.....	16
---	----

A. TANIM .....	16
----------------	----

B. TAHVİLLERİN SINIFLANDIRILMASI.....	18
---------------------------------------	----

1. Sermaye Piyasası Mevzuatı 'nda Tahviller.....	18
--	----

2. İMKB'de Tahvillerin Sınıflandırılması.....	19
---	----

C. YATIRIMCI AÇISINDAN FAİZ.....	24
----------------------------------	----

II. KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ.....	27
--	----

A. KREDİ DERECELENDİRME.....	27
------------------------------	----

1. Kredi Derecelendirme Piyasası .....	27
--	----

2. Kredi Dereceleri.....	28
--------------------------	----

B. 2007-2008 GLOBAL KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ'NİN DURUMU.....	29
--	----

C. KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKETLERİYLE İLGİLİ AVRUPA BİRLİĞİ'NİN YENİ DÜZENLEMELERİ.....	32
---	----

III. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE ŞİRKETLERİN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İLE BORÇLANMALARININ GENEL YAPISI .....	35
---	----

A. AVRUPA BİRLİĞİ ÜYE ÜLKELERİNDE DÜZENLEYİCİ OTORİTELER .....	37
--	----

1. Almanya .....	37
------------------	----

2. Avusturya .....	37
--------------------	----

3. Belçika.....	38
-----------------	----

4. Bulgaristan.....	38
---------------------	----

5. Çek Cumhuriyeti .....	38
--------------------------	----

6. Danimarka .....	38
--------------------	----

7. Estonya.....	38
-----------------	----

8. Finlandiya .....	39
---------------------	----

9. Fransa .....	39
-----------------	----

10. Güney Kıbrıs .....	39
------------------------	----

11. Hollanda.....	39
-------------------	----

12. İngiltere.....	39
--------------------	----

13. İrlanda.....	40
------------------	----

14.	<i>İspanya</i> .....	40
15.	<i>İsveç</i> .....	40
16.	<i>İtalya</i> .....	40
17.	<i>Latvia</i> .....	40
18.	<i>Litvanya</i> .....	41
19.	<i>Luksemburg</i> .....	41
20.	<i>Macaristan</i> .....	41
21.	<i>Malta</i> .....	41
22.	<i>Norveç</i> .....	41
23.	<i>Portekiz</i> .....	41
24.	<i>Romanya</i> .....	42
25.	<i>Slovakya</i> .....	42
26.	<i>Slovenya</i> .....	42
27.	<i>Yunanistan</i> .....	42
<b>B.</b>	<b>ENTEGRASYONUN İKİNCİ EL PİYASALARA ETKİLERİ;</b> .....	<b>43</b>
1.	<i>Rekabet</i> .....	43
2.	<i>Komisyonlar</i> .....	43
3.	<i>Ölçek Ekonomisi</i> .....	43
4.	<i>Bankacılık</i> .....	44
5.	<i>İletişim Kanalları</i> .....	44
6.	<i>Derinlik</i> .....	44
7.	<i>Risk Sermayesi</i> .....	44
<b>C.</b>	<b>ENTEGRASYONUN YATIRIMCILARA ETKİLERİ;</b> .....	<b>44</b>
1.	<i>İşlem Masrafları</i> .....	44
2.	<i>Risk Ayarlama</i> .....	45
3.	<i>Yatırım Çeşitliliği</i> .....	45
4.	<i>Finansal Piyasa Çeşitliliği</i> .....	45
5.	<i>Ekonomik Aktivite</i> .....	45
<b>D.</b>	<b>ENTEGRASYONUN FİRMALARA ETKİLERİ;</b> .....	<b>45</b>
1.	<i>Aracılık Maliyetleri</i> .....	45
2.	<i>Portföy Çeşitleme</i> .....	46
3.	<i>Bankacılık</i> .....	46
4.	<i>Tasarruflar Havuzu</i> .....	46
5.	<i>Piyasa Derinliği</i> .....	46
6.	<i>Risk Sermayesi</i> .....	46
7.	<i>İletişim Ağı</i> .....	46
8.	<i>Firma Bilinirliği</i> .....	47
<b>IV.</b>	<b>TÜRKİYE’DE ŞİRKETLERİN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İLE</b>	
	<b>BORÇLANMANIN GENEL YAPISI</b> .....	<b>47</b>
<b>A.</b>	<b>TÜRKİYE’DE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ BORÇLANMALARININ KISA TARİHİ</b> .....	<b>47</b>
1.	<i>Osmanlı ve 1980 Öncesi</i> .....	47
2.	<i>1980 ve SPK Sonrası</i> .....	49
<b>B.</b>	<b>SERMAYE PİYASASI KURULU DÜZENLEMELERİ</b> .....	<b>51</b>
1.	<i>Özel Sektör Tahvil Halka Arzlarında Aranılan Şartlar</i> .....	52
2.	<i>Yatırımcının Bilgilendirilmesi</i> .....	55
<b>C.</b>	<b>İMKB’DE KOTASYON</b> .....	<b>57</b>

1.	<i>Kotasyon İçin Gerekli Evrak Bilgi ve Belge</i> .....	58
2.	<i>Başvuru</i> .....	60
3.	<i>Tutar</i> .....	60
4.	<i>İhraç</i> .....	60
	<i>İhracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması,</i> .....	60
5.	<i>Ortaklığın;</i> .....	60
<b>V. TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ BORÇLANMALARINDA SORUNLAR</b> .....		
<b>A. İHRAÇÇI AÇISINDAN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ</b> .....		64
1.	<i>SPK kayda alma ücreti</i> .....	64
2.	<i>İMKB kota alma ve sürdürme ücreti</i> .....	64
3.	<i>Saklama ücreti</i> .....	65
4.	<i>Diğer masraflar</i> .....	65
<b>B. TALEP AÇISINDAN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ</b> .....		68
<b>VI. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE VE TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İHRACI VE ŞARTLAR, İNGİLTERE ÖRNEĞİ</b> .....		
<b>A. ŞİRKET BORÇLANMALARININ MALİYETİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR</b> .....		70
1.	<i>Risksiz Getiri</i> .....	70
2.	<i>Kredi Faizi Makası</i> .....	70
3.	<i>İhraç Masrafları</i> .....	71
4.	<i>İkinci El Piyasa</i> .....	71
<b>B. YATIRIMCININ KORUNMASI</b> .....		73
1.	<i>Kurumsal Yönetim İlkeleri (Corporate Governance)</i> .....	73
2.	<i>Denetim</i> .....	74
3.	<i>Yasa</i> .....	74
4.	<i>Denetleyici Düzenleyici Kurumlar</i> .....	75
<b>C. YATIRIMCININ BİLGİLENDİRİLMESİ</b> .....		76
1.	<i>İzahname</i> .....	76
2.	<i>Kamuyu Aydınlatma</i> .....	79
<b>D. İNGİLTERE ÖRNEĞİNDE SERMAYE PİYASALARI DÜZENLEMELERİ</b> .....		81
<b>E. LONDRA BORSASI'NDA KOTASYON</b> .....		82
<b>F. DÜZENLEYİCİ KURUMLARA ÖDENEN ÜCRETLER</b> .....		83
<b>G. REKLÂM, TANITIM VE ARACILIK KOMİSYONLARI</b> .....		84
<b>H. İNGİLTERE'DE VE TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İHRAÇ MASRAFLARI KARŞILAŞTIRMASI</b> .....		85
<b>VII. TÜRKİYE'NİN AVRUPA BİRLİĞİ'NE OLASI KATILIMI VE ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI</b> .....		
<b>SONUÇ</b> .....		92
<b>KAYNAKÇA</b> .....		93
<b>EKLER</b> .....		98



## TABLO LİSTESİ

Tablo 1 Kredi Derecelendirme Şirketleri Not Skalası .....	28
Tablo 2 Kredi Derecelendirme Şirketleri Not Revizyonları .....	31
Tablo 3 Özel Sektör Tahvili İhraç Masrafları .....	66
Tablo 4 Koç Tüketici Finansmanı İhraç Masrafları 2006.....	67
Tablo 5 Koç Tüketici Finansmanı İhraç Masrafları 2008.....	67
Tablo 6 Türkiye-İngiltere Özel Sektör Tahvili İhraç Masrafları Karşılaştırması .....	83
Tablo 7 İMKB ve London Stock Exchange'de Özel Sektör Tahvili İhraç ve İşlem Masrafları 1 .....	84
Tablo 8 İMKB ve London Stock Exchange'de Özel Sektör Tahvili İhraç ve İşlem Masrafları 2 .....	84
Tablo 9 2006 Sonrası Türkiye Özel Sektör Tahvili İhraçları.....	86
Tablo 10 2002-2008 arasında AB 6 ve Türkiye'de eğilimler.....	90
Tablo 11 Seçili ülkelerde reel faizler .....	91
Tablo 12 Seçili ülkeler kredi not değişimleri.....	91
Tablo 13 Yıllar itibarıyla Özel Sektör Tahvili ihraçları.....	98
Tablo 14 Moody's 1.....	101
Tablo 15 Moody's 2.....	102
Tablo 16 Kredi notları ve Özel Sektör Tahvili stokları.....	103

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 Euro'ya Geçiş Sonrası Özel Sektör Tahvil Stokundaki Değişim .....	36
Şekil 2 Tüm Fonlar İçinde B Tipi Likit Fonların Payı.....	69
Şekil 3 AB Komisyonunun önerdiği 4 hatlı yatırımcı koruma düzeni.....	74
Şekil 4 1993-2009 Seçili Ülkelerin AB'ye Katılımı Sonrası Özel Sektör Tahvil Stoku ve Türkiye .....	87
Şekil 5 Seçili Ülkelerin 1993-2007 Arasında GSYİH (SAGP) Değişimleri.....	88
Şekil 6 Seçili ülkelerde GSYİH-ÖST Stoğu .....	89
Şekil 7 Kişi başına tasarruf miktarı (ABD Doları).....	90
Şekil 8 Düşük-Yüksek Kredi Notlu ÖST faiz fark hareketleri 1987-2003 .....	100

## KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
CESR	Committee of Securities Regulators
CREST	İngiltere'nin Gerçek Zamanlı Elektronik Takas Sistemi
FSA	Financial Services Authority (UK)
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDŞ	Kredi Derecelendirme Şirketi
Komisyon	Avrupa Topluluğu Komisyonu
LSE	London Stock Exchange
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluğu
ÖST	Özel Sektör Tahvili
SAGP	Satın Alma Gücü Paritesi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
UCITS	Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities

## GİRİŞ

Şirketlerin faaliyetlerini yürütürken ihtiyaç duydukları sermayenin tümüne kendileri sahip olmaları gerekseydi sanırsanız bugün çevremizde bulunan birçok büyük şirket şu anda var olamazdı. Faaliyetlerinde yabancı kaynak kullanmayan bir şirketin büyümesi, içinde bulunduğumuz finansal ortam ve küreselleşen dünyada neredeyse olanaksız hale gelmiştir.

Şirketlerin ucuz ve bol kaynak bulmaları iş fikirlerinin gerçekleştirilmesine olanak sağlamakta ve yaratıcı fikirler böylece hayat bulabilmektedir. Banka mevduatlarının krediye dönüşerek şirketlere aradıkları bu kaynağı sağlaması alışılmış olan finansman yöntemiyken özel sektörün elindeki olanaklardan birisi de tasarruf sahiplerinden doğrudan kaynak talep etmektir. Şirketlerin girişimlerini gerçekleştirmek için aradığı ek kaynakları bulmanın bir banka veya finansal kuruluştan kredi almak dışında tahvil gibi menkul kıymetler<sup>1</sup> karşılığında borçlanmak şeklinde, borç vereni şirketin gerçekleştireceği kârlara ortak etmeyen yöntemler olduğu gibi, hisseye çevrilebilir tahviller gibi yöntemler veya kârdan pay alan tahviller gibi melez yöntemler vardır. Bunun yanında sermaye sahibinin hisse senedi yatırımı ile şirketin ortağı olduğu finansman yöntemleri de mevcuttur. Çalışmamızda bu finansman modellerinden özel sektör şirketleri için tahvili inceleyeceğiz ve bonoyu bunun vade açısından kısa olanı olarak ayrıca ele almayacağız. Tahvil ile borçlanmanın Avrupa Birliği gibi çoğunluğu oldukça gelişmiş ve bunların yanında yeni katılan eski doğu bloğu ülkeleri gibi gelişmemiş ekonomilerin bulunduğu bir bütünleşme alanının tümünde nasıl bir düzenlemenin hedeflendiğini, tahville borçlanma ortamının eskiye göre nasıl etkilendiğini ve Türkiye’de aynı ortamın nasıl olduğunu ve AB’ye katılım halinde pratikte ve düzenlemelerde ne gibi değişiklikler olabileceğini inceleyeceğiz. Çalışmamızın girişi bu nedenle kısa bir teorik açıklama

---

<sup>1</sup> 28/7/1981 Tarih ve 2499 No.lu Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3. maddesinde Menkul Kıymetler “Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul’ca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nükut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır” şeklinde tanımlanmıştır.

ile borçlanma kavramına ve ardından borçlunun geri ödeme gücünü incelemek gibi çok önemli bir işlevi yerine getiren kredi derecelendirme şirketleri sorunlarına değinmektedir. Devamında Avrupa Birliği üye ülkelerinde özel sektör tahvili ihraçlarını düzenleyen otoriteler sayıldıktan sonra AB bütünleşmesinin borçlanma piyasaları ve unsurlarına etkileri incelenmiştir. Daha sonra Avrupa'nın belki de küresel piyasalara yoğun olarak hitap eden en derin piyasası olan Londra borsası ve İngiltere'de sermaye piyasası düzenlemeleri, özel sektör tahvilleri açısından ayrıntılı olarak incelenmiştir. Türkiye düzenlemelerinin temellerine değinildikten sonra İngiltere örneğiyle Türkiye, özellikle ihraç yapan kuruluşlar açısından karşılaştırılmış, borçlanma şartlarının etkileri ortaya koyulmuştur. Son bölümde Avrupa Birliği'ne Türkiye'nin olası katılımının özel sektör tahvilleri açısından etkileri değerlendirilmiştir.

Kaynağa ihtiyacı olan şirketin belli bir faiz karşılığında, belli bir süre boyunca, belli bir sermayeyi kullanma hakkını aldığı özel sektör tahvilini tasarruf sahiplerine satmak yoluyla yabancı kaynak bulması özellikle gelişmiş ekonomilerde yaygın olarak kullanılan bir finansman modelidir. Özel sektör tahvili bir şirket tarafından kaynak temin etmek için çıkarılıp yatırımcılara satıldığında arkasında şirketin ileride gerçekleştirmeyi hedeflediği kazançlarının bulunduğu ödeme kapasitesi vardır. Özel sektör şirketlerinin çıkardığı bu tahvillerin kuponlarının ya da kendisinin kısmen veya tamamen ödenmemesi riski devletin çıkarıp sattığı hazine kıymetlerine göre daha fazla olduğundan, yatırımcıların talep ettiği faiz de her zaman daha fazladır. Tahvil gibi bir menkul kıymet ile finansman bulma yönteminin alternatifleri girişim sermayesi, bankalarla kredi hatları kurmak ve kredi almak şeklinde olabilir. Genel bir bakışla şirket, aldığı borcu ödeme kapasitesini gösterebileceği sürekli bir gelire sahip olmalıdır. Bu, girişilen bir proje için finansman ise nakit akışlarının finansman yükünü karşılayabilecek düzeyde olması aranır. Şirketin ödeme gücü ve gelirlerinin kalitesi, elde ettiği kredi derecesinin yüksekliği, daha büyük miktarda borçlanabilmenin ve daha az faiz yükü altına girmenin anahtarıdır.

Tasarrufların büyük olduğu gelişmiş ekonomilerde yoğun olarak kullanılan özel sektörün tahville borçlanma uygulamaları tasarrufların cılız olduğu ülkemize göre

çok yüksektir. Ülkemizde genellikle banka kredisi şeklinde ilerleyen fonlanma olanakları özel sektörün tahvil borçlanmalarının önündeki engeller kaldırıldıkça, ekonomi büyüyüp tasarruflar arttıkça gelişecektir.

Reha Tanör Sermaye Piyasası ile ilgili şu tespiti yapmaktadır;

“Klasik finansman modelinin “fon tedarikçisi” konumundaki bankaların kendi cephelerinden işletmelerin uzun vadeli finansmana geri dönüş riski ve azalan verimlilik nedenlerinden ötürü sıcak bakmaktan giderek uzaklaşmaları gerçeği de dikkate alınarak konuya yaklaşıldığında yeni bir finansal yapılaşmanın kaçınılmaz olduğu gerçeğinin iyice su yüzüne çıktığı görülmüştür.

İşte, krediye dayalı finansman modelinin aşılarak daha nitelikli ve zengin kaynaklara ulaşma arayışlarının, güvenilir ve çekici yatırım olanakları isteyen tasarrufluların arayışlarıyla kesiştiği noktada; taraflarıyla, araçlarıyla, işleyiş biçimiyle, hukuksal düzenlemeleriyle yeni ve özgün bir piyasa, geleneksel para piyasasının yanında yerini almaya başlamıştır. Uzun vadeli kaynak arz ve talebinin karşılaştığı ve temel taşı olan “menkul kıymetleştirme” yoluyla bu kaynaklara geleneksel sistemden daha kolay, daha yaygın ve daha ucuza el değiştirme olanakları veren bu piyasa, kendisine ilk başlarda hayli mesafeli duran bankaların da zaman içinde ilgisini çekerek hızla gelişmiş ve para piyasasıyla giderek artan biçimde iç içe geçerek “finansal piyasalar” bütünü içinde önemli bir konuma gelmiştir.”<sup>2</sup>

“Finansman kaynaklarının niceliği ve niteliği bir “Ekonomik yapı”nın sağlamlığı ve gelişme potansiyelini belirleyen öğelerin başında yer alır. Bu bir “Ülke Ekonomisi”nin geneli için söz konusu olduğu kadar “işletme” düzeyinde, hatta aile ortamında da geçerli olan temel kuraldır.

Ülke ekonomisi genelinde bakıldığında görülen; kalkınma teorileri ışığında bir ekonominin gelişmesinin, finansman kaynaklarıyla doğrudan ilintili bulunduğudur. Bu kaynakların kıtlığı / bolluğu, kalitesi, evrensel piyasalara uygunluğu / uyumsuzluğu hem yönetim birimlerinin hareket alanını çerçevelemekte hem de izlenen politikaların başarısını belirlemektedir”<sup>3</sup>.

Sermaye piyasası araçlarından biri olan tahvil ile her kesimden yatırımcıya ulaşılmakta, tasarruf sahipleri alacaklı sıfatıyla, karşılığında oluşan ve büyüyen ekonomik değerlerin faydalarından en eşit şekilde faydalanabilmektedirler.

---

<sup>2</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, Taraflar**, Beta Cilt I, 1.Baskı Ağustos 1999, s. 2-3

<sup>3</sup> Tanör, a.e. s. 1

# I. ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ, BORÇ KAVRAMI

## A. Tanım

Türk Borçlar Kanunu borç ve borç ilişkisi kavramlarını tanımlamış değildir.

“Kanun koyucu bu kavramların bilindiği varsayımından hareket etmiştir. Alacaklının borçludan istemeğe yetkili olduğu, borçlunun da yerine getirmek zorunda bulunduğu bir tek edimi, yani bir tek alacak veya borcu ihtiva eden hukuki ilişkiye, “borç veya “ dar anlamda borç ilişkisi” denir. Bu tariften de anlaşıldığı üzere borç, geniş anlamdaki borç ilişkisinden doğan bir tek alacak hakkını ve dolayısıyla bir tek edim yükümünü ifade eder. Keza, satım akdinde satıcının alıcıdan talebe yetkili olduğu, alıcının da satıcıya ödemek zorunda bulunduğu satış parası (semen) da bir borçtur.

Borç ilişkisi, alacaklı ile borçlu arasında bir veya daha çok alacak hakkı ve asli yükümler (edim yükümleri) ile inşai hak ve def’i hakkı gibi ikinci derecede (tali) hakları, bazı yan yükümleri ve özellikle koruma yükümlerini ihtiva eden bir organizma, bir hukuki ilişkidir.

Dar anlamda borç kavramı ile para borçları ifade edilmektedir. Böylece, borçlunun alacaklıya ödemek zorunda bulunduğu “para edimine” dar anlamda borç denilmektedir. Meselâ, B, A’ya 50000TL ödemek zorunda ise, burada dar anlamda borç söz konusu olmaktadır”<sup>4</sup>.

Dar anlamda borç, bir bakıma sadece para borcunu ifade eder; örneğin bir kimse “bakkala, kasaba, manava ve hatta arkadaşına borcum var” dediği zaman, bununla, sözü geçen kişilere belli miktarda para borcunun bulunduğunu söylemek ister<sup>5</sup>.

Diğer taraftan, dar anlamda borç deyimi ile iki kişiden birinin diğerine karşı *yerine getirmekle yükümlü bulunduğu bir davranış* da ifade edilmek istenir; örneğin arabanızı onartmak üzere yetkili servisi ile yaptığımız onarım sözleşmesinde servisin borcu, arabayı onararak size teslim etmek; sizin borcunuz ise, kararlaştırılmış olan servis ücretini servise ödemektir.

---

<sup>4</sup> Prof. Dr. Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Cilt 1, Beta Yayın Dağıtım A.Ş., 5. Baskı, s. 25-26

<sup>5</sup> Prof. Dr. Turgut Akıntürk, **Hukuka Giriş**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, editör; Yard. Doç Dr. Neval Okan, Anadolu Üniv. Yayını No. 1359, 6.baskı, s. 181

Geniş anlamda borç ise alacaklı ve borçlu diye isimlendirilen iki taraf arasında mevcut bulunan hukuki bir bağı ifade eder ki, buna borç ilişkisi denilmektedir.

Borç ilişkisi, iki taraf arasında mevcut olan ve bunlardan birini (borçlu) diğerine (alacaklı) karşı belli bir davranış biçiminde (edim) bulunmakla yükümlü kılan hukuki bağıdır. Borç ilişkisinde bulunan unsurlar borçlu, alacaklı ve edimdir. Özel Sektör Tahvili açısından bu unsurlar şöyle olmaktadır;

- Borçlu, tahvili ihraç edip bunun karşılığında haklar veren sermayesi paylara bölünmüş anonim şirkettir.
- Alacaklı, bu haklar karşılığında borç veren gerçek ya da tüzel kişidir.
- Borç (haklar) ise faiz, şirket kârından pay, yeni pay alma hakkı elde etmek gibi çeşitli şekillerde olabilir. Bizim bu çalışmada inceleyeceğimiz tahvil borcu faiz olacaktır.

Faiz, alacaklının alacak olarak talebe yetkili olduğu bir miktar parayı kullanmaktan belirli bir süre mahrum kalması sebebiyle kendisine ödenen karşılıktır<sup>6</sup>. Faiz vadeye kadar olan kuponlarla veya menkul kıymette belirtilmek kaydıyla üzerinde anlaşılmış bir başka yolla ödenebilir. Tahvil üzerinde üç değer söz konusudur;

- *Nominal değer*: Tahvilin üzerinde yazan sabit, itibarî değer anlamındadır. İhraç edilen tahvilin geri ödeme günündeki değerini gösterir.
- *İhraç değeri*: İhraç edildiği sırada her bir nominal değer için talep edilen ya da ihraç koşullarında oluşan fiyattır. İlk çıkarıldığı andaki değeridir.

---

<sup>6</sup> Eren, a.e. s. 159



- *Piyasa değeri*: Tahvillerin piyasada işlem görürken ona biçilen fiyattır. Rayiç olarak da adlandırılır. O günkü alım satım değeridir.

## **B. Tahvillerin Sınıflandırılması**

### 1. Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda Tahviller

Seri:II No:22 madde 3'te<sup>7</sup> borçlanma araçları şöyle tanımlanmıştır;

#### a) Altın, Gümüş ve Platin Bonoları

İAB üyesi bankalar ile kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ettikleri menkul kıymeti,

#### c) Banka Bonosu

Bankaların borçlu sıfatıyla düzenleyip, iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymeti,

#### ç) Borçlanma Araçları

İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki Tahvilleri, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvilleri, Değiştirilebilir Tahvilleri, Finansman Bonolarını, Altın, Gümüş ve Platin Bonolarını, Banka Bonolarını ve bu Tebliğ'de sayılmamakla birlikte niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını,

#### d) DET (Değiştirilebilir Tahvil)

---

<sup>7</sup> Bkz. 25/11/2009 tarih ve 27417 sayılı resmi gazete

İhraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetleri,

e) Finansman Bonosu

İhraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip, iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymeti,

f) HDT (Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil)

Ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetleri,

2. İMKB’de Tahvillerin Sınıflandırılması

a) Devlet Tahvilleri - Özel Sektör Tahvilleri

Devlet tahvilleri, Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan devlet iç borçlanma senetleridir (DİBS). Belediyeler ve kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvilleri sayılmaktadır. Özel sektör tahvilleri, şirketler tarafından finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ihraç edilmektedir.

b) Primli Tahviller - Başabaş Tahviller

İhraç edilen bir tahvil üzerinde yazılı nominal değeriyle satışa çıkarılıyorsa, başabaş tahvildir. Nominal değerinden daha düşük bir bedelle satışa çıkarılan tahviller ise primli tahvildir.

c) İkramiyeli Tahviller

Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak Türkiye’de tahvil sahiplerine, nakdi ikramiyeli çekilişler de dahil olmak üzere her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz.

d) Nama - Hamiline Tahviller

Tahviller bütün menkul kıymetler gibi nama veya hamiline yazılı olabilmektedir. Ancak piyasamızda tahvillerin hamiline olarak ihraç edilmesi gelenekselleşmiştir.

e) Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller

Paraya çevrilme kolaylığı olan tahviller, ihraçtan itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman, işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilebilmektedir. Bazı tahvillerde bu imkan her an kullanılabilir, bazılarında ise şirketten talepte bulunulması halinde bu tahviller itfaya dahil edilmektedir.

f) Garantili - Garantisiz Tahviller

Garantili tahvillerde bir bankanın veya ihraççı şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanmaktadır. Banka veya holdingin garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsamaktadır.

g) Sabit - Değişken Faizli Tahviller

Sabit faizli tahviller, vade sonuna kadar elde tutulmaları halinde belirli bir getiriye garanti etmektedir. Sabit faizli tahvillerde, yatırımcının vade sonunda elde edeceği getiri vade başlangıcında bilinmektedir.

Değişken faizli tahviller, özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde, vade başlangıcı ile vade sonu arasındaki dönemde faiz oranlarında oluşabilecek aşırı oynaklığa karşı yatırımcıyı korumaktadır. Piyasa koşullarına göre değişen tahvil faiz oranı tahvil sahibi için faiz riskini azaltmakta, tahvil ihraççısı için de uzun vadeli borçlanmayı mümkün kılmaktadır.

h) Endeksli Tahviller

Endeksli tahvillerde anapara, ihraç tarihi ile itfa tarihi arasındaki dönemde altın fiyatlarında ya da belli bir döviz kurundaki artış yüzdesine göre artırılarak tahvil sahibine ödenmektedir. Endeksli tahviller, değişken faizli tahvillerde olduğu gibi yatırımcıyı enflasyona karşı korumaktadır.

i)Rüçhan Haklı Tahviller

Şirketler, ihraç ettikleri tahvillerin tümüne veya kura ile belirlenecek bir bölümüne, belli bir yüzdesine ya da belli bir limitin üstünde kalan kısmına ileride yapılacak ilk sermaye artırımından rüçhan hakkı tanıyabilmektedirler. Bu özellikte tahviller rüçhan haklı tahvillerdir.

j)Kara İştirakli Tahviller

Kara iştirakli tahvillerde ihraççılar, tahvil sahiplerine ödenecek dönem kâr payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilirler:

- Faize ek olarak tahvil tertibi için belirlenen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşecek payın ödenmesi,
- Kar payının faizden daha az olması halinde faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla kar payı tahakkuk etmişse, kar payının ödenmesi,
- Bir faiz öngörülmezsizin tahvil tertibi için belirlenen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi.

Kara iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılır, anapara ödemesi yıllara dağıtılamaz.

k) Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller (HDT)

Hisse senediyle değiştirilebilir tahvil, sahibine (tahvili) ihraççı şirketçe artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı vermektedir. HDT'lerin vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz. Değiştirme, vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilmektedir. Tahvilin hisse senediyle değiştirilmesi, ortaklık talebine veya HDT sahibinin talebine bağlı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Değiştirme süresi sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne uygun olarak halka arz edilmektedir.

1)HDT sahibinin talebine bağlı olarak değiştirilme durumunda, değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakkı ortadan kalkar, itfada yalnız anapara ve işlemiş faizleri alabilirler. Ortaklığın talebine bağlı değiştirme durumunda, değiştirme tarihinden en az 1 ay önce ortaklık tarafından en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla HDT sahiplerine duyuru yapılır.

şirketlerin neden boręlanma araçları ihracına başvurduklarına dair tanımlardan biri serbest nakit akışlarını artırmak amacına değinmektedir<sup>8</sup>. İşletmenin mevcut faaliyeti ve yatırımlarını sürdürebilmek amacıyla o dönemde yapılacak tüm ödemelerin geręekleřmesinden sonra işletmenin elinde serbest olarak kalan nakit ve bu akış ifade edilmektedir. Yapılan simülasyonlarla işletmenin kaynak ihtiyağı göstermesi tahvil ihracını da içeren ęeřitli yöntemlerden birine karar verilmesini gerektirir.

şirketin tahvil ile boręlanmasını, kısa vadeli bir bono ile boręlanması ve hisse senedi ihraç ederek sonsuz vadeli kaynak bulması arasında uzun vadeli borę olarak tanımlamak mümkündür<sup>9</sup>. şirket boręlanmasının kaynağında şirketin kendi yarattığı kaynakların şirketin işlerinde kullanması gerekenden az olması yatmaktadır<sup>10</sup>. Kaynak yetersizliği tüm borę arayışlarında olduğu gibi tahvil ihraçlarında da tetikleyici etkendir.

şirketin ęıkardıęı tahvili satış amacı açısından bakıldığında bu bir yabancı kaynak arayışıdır ve bu nedenle bir kredi ęeřidi olarak görülebilir<sup>11</sup>. Yabancı kaynak kısa ve uzun vadeli olarak sınıflandırılmakta ve bu anlamda tahvil uzun vadeli yabancı

---

<sup>8</sup> Simon Z. Beninga, Oded H. Sarig **Corporate Finance, a Valuation Approach**, McGraw-Hill Companies international edition, 1997, s.332-371

<sup>9</sup> J Fred Weston, Scott Besley, Eugene F. Brigham **Essentials of Managerial Finance**, The Dryden Pres, 1996, s. 699

<sup>10</sup> Richard A Brealey, Stewart C Myers, Franklin Allen **Corporate Finance**, McGraw-Hill Companies, 8th edition, 2006, s. 361

<sup>11</sup> Eli Shapiro, Ezra Solomon, William L. White **Money and Banking**, Holt Rinehart and Winston, inc. 5th edition, 1968, s. 292

kaynak olmaktadır. Şirket yönetimleri durumlarının çözümlenmesini yaptıktan sonra çeşitli etkenleri göz önünde bulundurarak bir sermaye yapısı hedeflerler. Bu hedeflenen yapı zaman içinde şartlarla beraber yeniden değerlendirilip elbette değişebilir. Fakat herhangi bir zamanda şirket yönetiminin kafasında muhakkak bir sermaye yapısı mevcuttur. Mevcut borç seviyesi, yönetimin hedefindeki borçluluk oranlarının altında kalıyorsa şirket borçluluğu artırılabilir. Bu borç yapısı bir risk getiri analizinden yola çıkarak oluşturulur;

- Yüksek borçluluk oranları şirketin gelir akışını tüketen bir seviyeye ulaşabilme riski taşır.
- Aynı zamanda yüksek borçluluk oranları yüksek beklenen getiri oranlarını da sağlar.

Yüksek borçluluğun taşıdığı risk şirket hisse fiyatını düşürme potansiyeliyle beklenen getiri oranlarını artırmasından dolayı yatırımcıları etkileyerek hisse fiyatını yükseltici etki yapacak olması iki uç arasında aranan optimum durumdur. Sermaye yapısını etkileyen dört ana etmen vardır;

- Şirketin iş riski yüksek ise borçlanmasının düşük tutulması gerekir. Zira şirketin düzenli ödeyebileceği borç geri ödeme akışları yüksek iş riski taşıyan firmada düşük kalacaktır.
- Şirketin vergisel pozisyonu borç ödemelerinin vergide gider yazılabilmesi açısından önemlidir. Borç maliyetini etkileyen bu gider yazılması durumu örneğin hızlandırılmış şekilde amorti edilen şirket gelirleri nedeniyle borç yapılamayacak veya borcun faydası eksik kalacaktır.
- Bir diğer önemli konu ise şirketin finansal esnekliğidir. Bilindiği gibi düzenli şirket faaliyeti için düzenli bir sermaye gerekliliği başarı için önemlidir. Bununla birlikte ekonomide parasal sıkışıklıklar olduğunda şirketin finansal

durumunun sağlam olması önemli olacaktır. Bu nedenle acil durumlarda sermaye artışları yaparak finansman sağlanabilecek olanaklar elde tutulmalıdır.

- Yönetimin girişken ya da tutucu karakterde olması da sermaye yapısını etkiler. Bazı yöneticiler diğerlerinden daha girişkendirler ve hızlı büyüebilmek için daha fazla yabancı kaynağa başvurmak isterler.

Bunların yanında elbette finansal koşullar şirketin sermaye yapısını belirleyici etkiler yaratır. Mevcut sermaye yapısı ile istenen sermaye yapısı arasında farklar her zaman olabilir.

Tahvil borcu söz konusu olduğunda, şirkette pay sahibi olanlar, tahvilleri ellerinde tutanlara faiz ve anaparalarını geri ödeme sözü vermektedirler. Şirketin çıkardığı tahvili alarak borç vermiş olanların şirketin başarıları üzerinde bir iddiası olamaz, tahvil sahiplerinin geliri, almak üzere anlaştıkları faizle sınırlıdır. Borç veren, verdiği borcun faizini ve anapasını ihraçta belirlendiği gibi alır, şirketin durumunun kötüye gitmesinden etkilenme riskini üstlenir. Tekrar etmek gerekirse borç veren, şirketin olası başarılarına ortak olamaz, alacağı faizle yetinirken, şirketin yaşayacağı bir iflas tehlikesinde anlaştığı faizi, hatta tüm parasını alamama veya eksik alma tehlikesini üstlenir<sup>12</sup>.

### **C. Yatırımcı Açısından Faiz**

Faiz kavramına yatırımcı açısından bakıldığında nominal ve reel faiz ayırımına değinmek gerekir; bir tahvilin verdiği faiz nominal faiz iken o dönemde tahvilde yatırılan paranın enflasyon ile alım gücünün düşmesinin etkisi hesaba katıldığında elde edilen reel faizdir.

---

<sup>12</sup> Bkz: Ek2

Irving Fisher, Faiz Teorisi (The Theory of Interest) adlı eserinde reel faizin, harcama isteği ve girişim yapma fırsatı tarafından belirlendiğini söylemektedir.<sup>13</sup> Girişimciler yeni bir iş yapmak için istek duyar, yatırım yapmak için sermaye talep ederlerse faizler yükselir, tasarruf ya da harcama potansiyeli olanlar bu durumu dikkate alıp yükselen reel faizi eskisinden daha fazla cazip bulup daha fazla tasarruf yapmaya yönelebilirler.

$$1 + \text{Nominal Faiz} = (1 + \text{Reel Faiz}) \times (1 + \text{Enflasyon})$$

İlan edilen faizi %11 olan bir tahvilin “nominal getirisi” %11’dir. Bu getiri, vadenin 1 yıl olduğunu varsayarsak gelecek yıl elimize geçecek olan getiridir. Aynı dönemde enflasyon meydana gelecek (bazen deflasyon da karşılaşılması olası bir durumdur) ve para değeri kaybedecek, alım gücü azalacaktır. %7 enflasyonun gerçekleştiğini varsayarsak  $1,11/1,07=1,03738$  yani %3,738 reel faiz elde edilmiş olacaktır. Anlaşıldığı üzere T tarihinde bilinen tahvilin vereceği nominal faizdir. T+1, T+2, T+3, ... T+n=yıl olana kadar gün geçtikçe enflasyonun tahvile yatırılan parayı ne kadar aşındırdığı zaman içinde öğrenilecektir. Bu nedenle tahvil yatırımı yapılırken paranın ne kadar yeni alım gücü kazanabileceğinin tahmin edilmesi gerekir. Eğer enflasyon, alacağınız getiriden daha fazla olacak ve alım gücünüz düşecekse tüketiminizi öne çekmeniz daha iyi olacaktır. Çeşitli finansal durum ve ihtiyaçlardan farklı özelliklerde borçlanma araçları şekillendirilmiştir ve bunlar arasında reel faiz belirsizliğini bertaraf eden değişken faizli tahviller mevcuttur. Meselâ enflasyona endeksli olan enflasyon çarpyı %4<sup>14</sup> faizli bir değişken faizli tahvil alındığında enflasyon çarpyı %4 kadar bir faiz sabitlenebilir. Artık enflasyon %20 de olsa yatırımcının alacağı reel faiz %4 olur<sup>15</sup>. Enflasyon belirsizliğini de yatırımcıları için

<sup>13</sup> Irving Fisher, **The Theory Of Interest**, New York The Mac Millan Co. 1930 S.36-45

<sup>14</sup> Enflasyon çarpyı ile enflasyon artı arasında enflasyon büyüdükçe artan bir fark vardır. Enflasyon çarpyı şeklinde hesaplanan değişken faizli tahvillerde hesap yöntemi olarak kullanılır. Tahvilin faizinin nasıl hesaplanacağı halka arzda izahname ve sirküleriyle yatırımcılara duyurulur ve yatırımcılar bunu bilerek yatırım yaparlar.

<sup>15</sup> Enflasyon çarpyı %4’lük bir tahvilde enflasyon %10 iken yatırılan 1 birim  $1,10 \times 1,04 = 1,144$  birime ulaşırken enflasyon %20 iken  $1,20 \times 1,04 = 1,248$  birime ulaşır. Enflasyonlar elendiğinde enflasyon çıkarıldığında ilkinde %4,4 ek getiri hesaplandığı halde ikincisinde %4,8 getiri hesaplanır. Reel faiz veya yatırıma alınan yeni ek alım gücü hesabı bu şekilde yapılır. Enflasyon artı olsaydı aynı getiriler



bu şekilde geride bırakabilen bir şirket daha rahat borçlanabilir ama bu arada da enflasyondaki belirsizliğin getirdiği riskleri de üstlenir. Teorik olarak faiz baştan belirli iken enflasyon belirsizliği zaman içinde kaybolacağından, alınacak reel faiz vade bitene kadar gün geçtikçe gerçekleşir. Yatırımcı, karar verirken risk taşımayan devlet borçlanma kıymetlerine nazaran daha yüksek bir getiri talep edecektir. Bunun altında o firmanın borçlarını zamanında ve tam olarak ödeyemeyebileceği olasılığı yatar. Bu nedenle bir şirketin borçlanma faizine enflasyon beklentileri, istenen reel faiz ve bu borçlanmanın o şirkete özgü riskleri için bir ek prim şekil verecektir. Faizin bileşenlerine riskler açısından bakmak gerekirse formülün aşağıdaki gibi uzaması kaçınılmaz olacaktır.

$$1+ \text{Nominal Faiz} = (1+RF) \times (1+E) \times (1+RF_{rp}) \times (1+ E_{rp}) \times (1+ \text{Geri Ödeme}_{rp}) \times (1+\text{Likidite}_{rp}) \times (1+\text{Kur Değişimi}_{rp})$$

RF= Reel Faiz

E=Enflasyon

rp=Risk Primi

Bu nedenle mevcut birçok riskin yatırımcılar tarafından dikkate alındığı ve istenen faize yansıtıldığını düşünerek formüldeki riskleri genelleştirip genel bir risk priminden bahsetmek daha sade olacaktır.

$$1+ \text{Nominal Faiz} = (1+ \text{Reel Faiz}) \times (1+\text{Enflasyon}) \times (1+ \text{Genel Risk Primi})$$

Genel risk priminin ölçülmesi işi ÖST borçlanmasının en önemli unsuru olmaktadır. Fiyatı bunun belirleyeceği dikkate alınırsa, bu risklerin ölçümünün yapılması önemli bir konu olarak ortaya çıkmaktadır.

---

%10 enflasyon için %4 iken %20 enflasyon için de %4 olarak sabit kalacak enflasyon arttıkça elde edilen reel getiri düşmüş olacaktır.

## II. KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ

### A. Kredi Derecelendirme

Risklerin ölçülmesi ve bunların bilinmesi ihtiyacı, kredi derecelendirme şirketlerini ve onların verdiği notların borçlanma faizlerini büyük oranda etkilemesini gündemimize getirmiştir. Özel şirketlerin fon arz edenlerden fon almalarını ve bunun karşılığında ödemelerini yapmalarını sağlayan bir enstrüman olan özel sektör tahvili ihraçlarında risklere karşı yatırımcıların korunması, Kredi Derecelendirme Şirketleri (KDS) 'nin uzmanlaştığı risk ölçümünü gerekli kılmaktadır. Risk ölçümünü ifa eden KDS'ler bir şirketin batma ve ödeyememe riskini yani verdiğiniz borcu ve/veya faizini geri alıp alamayacağınızla ilgili olasılıkları hesaplarlar. Borç verirken bu olasılıklar hesaba katılıp riski düşük olan ile yüksek olan arasında fark ortaya çıkarılır ve ona göre faiz talep edilir.

#### 1. Kredi Derecelendirme Piyasası

Kredi derecelendirme piyasasının üç kurumdan oluşan oligopolistik bir yapısı vardır. Standart&Poor's ve Moody's derecelendirme piyasasının %80'ine hâkim iken Fitch %14'lük bir paya sahip. Bunların dışında JCR (Japan Credit Rating) gibi yine büyük sayılabilecek uluslar arası ve diğer küçük derecelendirme şirketleri de vardır<sup>16</sup>. Bu kuruluşların gelirleri 90'ların ortalarına kadar şirket ve kamu borç derecelendirmelerinden iken, yapılandırılmış ürünler pazarının büyümesi ile beraber yeni yapılandırılmış finansal ürünlerin notlandırılması gelirlerinin yaklaşık yarısını oluşturur hale gelmiştir. Türkiye'de ise SPK'nun yasal düzenlemelerini takiben kurulan veya faaliyet izni alan beş adet KDS olmuştur. Ayrıca küresel olarak yaygın olan yukarıda adı geçen üç şirket de Türkiye'de faaliyet göstermek için SPK'ndan izin almışlardır.

---

<sup>16</sup> Türkiye'de SPK derecelendirme şirketlerini düzenledikten sonra derecelendirme piyasasında kredi derecelendirmesi yapmak üzere 5 yerel 3 uluslar arası şirket vardır. Uluslar arası şirketler yukarıda saydığımız üç büyüklerden oluşmaktadır.

## 2. Kredi Dereceleri

Kredi derecelendirme şirketleri derecelendirmelerinin nelere dayandığı açıklamıyorlar. KDSŞ not verirken kullandığı almaşığı açıklamamasına dayanak olarak bu bilginin açıklanması halinde verilen notların ve derecelendirmelerin manipüle edilme olasılığı ileri sürülüyor<sup>17</sup>. Derecelendirme işi tek kişinin nota etki etme olasılığının önüne geçmek için komite tarafından yapılıyor.

Kurumsal yatırımcılarla ilgili kurallar koyan düzenleyici otoriteler bunların belli kredi notu üzerinde dereceye sahip borçlanmalara yatırım yapmasına olanak vermektedirler. Büyük fonları yöneten kurumsal yatırımcılardan kaynak almak için ihraççılar notlandırmaya başvurmak ve yeterli notlar almaya çalışmaktadırlar. Bu anlamda KDSŞ'nin faaliyetlerinin yasalarla sonuç doğurması bu kuruluşlara duyulan saygının bir işaretidir. ABD'de böyle büyük fonları yöneten yatırımcıların BBB kategorisi altında yatırım yapmaları engellenmiştir<sup>18</sup>. Daha fazla güven vermeye çalışan bazı bono ihraççıları birkaç KDSŞ'nden not almak yoluna gitmektedir. Bu şekilde değişik kuruluşlardan alınan notların dörtte üçü aynı kategoride oluşmaktadır.

**Tablo 1 Kredi Derecelendirme Şirketleri Not Skalası**

S&P ve Fitch	Moody'S	
AAA	Aaa	Anapara ve faizi ödeme kapasitesi çok çok yüksek
AA	Aa	Anapara ve faizi ödeme kapasitesi çok yüksek
A	A	Güçlü ödeme kapasitesine sahip olmakla birlikte ekonomik şartlardaki değişimlere açık
BBB	Baa	Anapara ve faizi yeterli ödeme kapasitesi

<sup>17</sup> Beninga, vd a.e. s.343

<sup>18</sup> ABD SPK'sı SEC, Investment Company Act 1940 Rule 35d-1 ile "yatırım yapılabilir" ibaresini isminde bulundurabilmek için bir fonun en az %80'inin BBB ve üzerinde kategorideki bir yatırım aracına yapması gereğini zorunlu kılmış ABD Hazine'sinin ve belediyelerinin ihraç ettiği menkul kıymetleri bu kuralın dışında tutmuştur.

Ayrıca yine aynı kanunda Rule 2a-7 ile "Money Market Funds" için "Eligible Securities" sınırlaması 1. ve 2. en iyi derecede kredi derecesi almış kıymet olmayı gerektirmektedir.

Yine Investment Company Act 1940 Rule 5b-3 ile repo işlemlerinde alınabilecek kıymetlerin en yüksek kredi derecesine sahip olması aranmıştır.

Burada söz konusu olan kredi dereceleri ulusal tanınmış kredi derecelendirme şirketi (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) olarak kabul edilmiş şirketlerin verdiği notlardır.

BB,B CCC,CC	Ba,B Caa,Ca	İhraççının kapasitesi nedeniyle spekülâtif
C	C	Getiri vermeyen tahvil kategorisi
D	D	İflâs

Kaynak: Fitch Ratings, Moddy's, S&P

KDŞ'nin işlevi yukarıdaki sınıflamalarla ihraççının faiz ve anapara yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğini belirlemektir. İflas olasılığının yüksekliği ne kadar fazla ise kredi derecesi de o kadar düşük olacaktır.

## B. 2007-2008 Global Krizde Kredi Derecelendirme Şirketleri'nin Durumu

2008 yılında dünyada yaşanan küresel boyuta yayılan ekonomik krizin sonuçları Avrupa Birliği'nde de gevşek olan mali piyasa düzenlemelerinin daha sıkı hale getirilmesinin önünü açtı. Aslında dünya genelinde de düzenlemelerin sıkılaştırılması yönünde bir eğilim 2008 yılı küresel ekonomik krizinin bir sonucu olarak ortaya çıktı. Kimilerince ABD'de küresel ekonomik krizin mimarlarından görülen eski FED başkanı Alan Greenspan daha 2002 yılında Enron ve Worldcom skandallarına rağmen aşırı kurallandırma (over regulation) girişimlerine karşı çıkmıştı. Kural koyan otoritenin, şeffaflığın sahtekârlığı önlemeye mi, mali bilgi ve gizlilikleri açıklamaya mı yarayacağını bilemeyebileceğini iddia etmiş, şeffaflığın kâr etme olanaklarını zedeleyebileceğini, yeni fikirlerin yaratılmasını (innovation) ve risk alma isteğini azaltabileceğini söylemişti.<sup>19</sup> Reagan döneminin kuralları mümkün olduğunca kaldırmanın herkese faydalı olacağı düşüncesinin yerinde olmadığı tespitini yapan Paul Krugman<sup>20</sup> da küresel krize gidişte kuralların yetersiz olmasının etkili olduğunu söylemektedir.

<sup>19</sup> Society of Business Economists (mimeo), İngiltere, 25/09/2002  
<http://www.bis.org/review/r020925b.pdf> s.2

<sup>20</sup> Paul Krugman, **NY Times**. 23/09/2009  
[http://www.nytimes.com/2009/08/24/opinion/24krugman.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/08/24/opinion/24krugman.html?_r=1)

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Ağustos 2007'de yaşanan finansal güven bunalımında ve ardından oluşan küresel finansal krizde payı büyük olmuştur. Kredi derecelendirme şirketinin normal olarak riskleri tartıp not verirken baktığı konular; kıymetin risk karakteristiği, dayanak varlığın performansı ve genel piyasanın durumu olsa da kredi derecelendirme şirketi de verdiği notlarla bir kıymeti satılabilir hale getirerek önemli bir ticari rol oynayabilmektedir. Bu rolün son küresel krizde kötüye kullanıldığı ortaya çıkana kadar bu kuruluşların verdiği notlar daha fazla güvenilirirdi. Bu nokta özellikle BBB notunun altında yatırım araçlarına yatırım yapması engellenmiş büyük kurumsal yatırımcılar dikkate alındığında borçlanmanın satış başarısı üzerinde önemli etkileri olduğu daha iyi anlaşılır. Zira uzun vadeli fonları olan bu tip yatırımcılar özel sektörün ihraç ettiği tahvillerin en büyük alıcıları olmakta ve genellikle bunları vadelerine kadar portföylerinden çıkarmamaktadırlar.

Geri ödeme gücü düşük olan kredilerin ödeme gücü yüksek olanlarla harmanlanarak oluşturulan paketler halinde menkul kıymetleştirilmesine kredi derecelendirme şirketlerinin verdiği yüksek notlar 2007 yılında başlayan krizin en önemli derslerinden biri olmuştur. Bu paketlere hak etmedikleri halde verilen yüksek notlar, yatırımcıların bunlara notlarından dolayı güven duyarak yatırım yapmaları, KDS'nin ölçmekle görevli olduğu ve düşük olduğunu ilân ettiği bu riskler gerçekleştiğinde KDS'ne olan güven önemli ölçüde zedelenmiştir. KDS'nin içinde ödeme gücü düşük kıymetleri içeren menkul kıymetleştirme paketlerinden %80'ine AAA gibi yüksek notlar verdikleri anlaşılmıştır.

Global krize doğru ilerlerken kredi derecelendirme şirketlerinin ödeme gücü düşük eşik altı (subprime) kredilerle yapılandırılmış ürünlere bilinçli ve sistematik olarak doğru notlar veremedikleri fakat ülke ve şirket borçlanmalarında böyle bir yanılma göstermedikleri anlaşılmaktadır. Dolayısıyla KDS notlandırma hataları yapılandırılmış finansal ürünler kesimini etkilemiştir. KDS'leri 2007 ve 2008'de çeyrekler bazında Avrupa ve ABD'de derecelendirme yaptıkları kıymetlere değerlendirmeleri farklılıklar göstermiştir. 2007 4.Çeyrek'ten itibaren daha önce verdikleri notları azaltan bu kuruluşlar ilk notlarının yanlışlığını da göstermişlerdir. Alttaki tabloda görüldüğü gibi tanınmış KDS'leri verdikleri kredi derecelerinin

2007/4.çeyrekte itibaren ağırlıklı olarak negatif yönde değiştirmişlerdir. 2008 2. çeyreğe gelindiğinde Avrupa Birliği ve ABD’de artırılan ve düşürülen kredi dereceleri 659/28700 gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Bu kadar fazla not indirimi yapan bu kuruluşların ihraç sırasında verdikleri notların gerçekçi olmadığı olası riskleri karşılamadığı anlaşılmaktadır. Krize giden gelişmelerin bir anda ortaya çıkmadığı açıktır.

**Tablo 2 Kredi Derecelendirme Şirketleri Not Revizyonları**

	2007:Q1	2007:Q2	2007:Q3	2007:Q4	2008:Q1	2008:Q2
Fitch	116/19	78/12	124/44	163/139	36/61	33/159
Moody's	101/38	62/42	38/76	81/94	22/257	67/655
S&P	126/65	81/72	92/77	83/145	50/512	65/657
AB						
Toplam	343/122	221/126	254/197	327/378	108/830	165/1471
Fitch	654/221	637/643	335/2053	132/3099	335/4901	165/5763
Moody's	447/158	279/380	562/1619	315/7498	111/4751	223/16563
S&P	418/194	414/372	407/1230	292/4741	216/8895	106/4903
ABD						
Toplam	1519/573	1330/1395	1304/4902	739/15338	662/18547	494/27229

Kaynak: European Securitisation Forum. Securitisation Data Report Q2:2008

Burada ihraç için kredi derecelendirme faaliyetinin ücrete tabi olduğu ve elde edilen kredi derecesinin yüksekliğine göre talep gösterebilecek yatırımcı kitlesinin büyüdüğü ve bu kıymetin faizinin azaldığını söylemek gerekir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının performansı göstermiştir ki bu çerçevedeki faaliyetlerinin iyice düzenlenmeye ihtiyacı bulunmaktadır. Kredi derecelendirme şirketlerinin yapılandırılmış finansal ürünler ile geleneksel şirket bonolarının kredi derecelendirmeleri için ayrı bir derecelendirme skalası kullanması ve yapılandırılmış ürünleri diğerlerinden ayırmalarının sağlanması amaçlanmaktadır.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Credit Rating Agencies Impact Assessment {COM(2008) 704 final} {SEC(2008) 2746} (çevrimiçi) 16 12 2009 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2008:2746:FIN:EN:PDF> s.8

Derecelendirmenin ne kadar doğru sonuçlar verdiği veya nerede şaştığı ve daha düzgün bir kredi derecelendirme sektörü üzerine yapılan çalışmalarda gelinen noktalardan biri de bağımsız olarak rapor hazırlaması beklenen analistlerle ilgilidir. Bağımsız analistlerin potansiyel gelecek işverenlerinin işlerine kredi derecelendirmesi yapmaları önemli bir sorun oluşturduğu ve bunun da yoğunlaşılması gereken bir nokta olduğu görüşü olarak ortaya çıkmıştır.<sup>22</sup> Oysa kredi derecelendirme kuruluşunun kendisinin de bu derecelendirmeden gelir sağladığı unutulmamalıdır. Derecelendirme şirketlerinde çalışan analistlerin kariyer hedeflerinde yer alan yatırım bankaları, benzer şirketler ve ihraççıların olması bir başka sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Kredi derecelendirme analisti gelecekte olası işverenlerinin ihraçlarını daha toleranslı değerlendirebilmektedir.

### **C. Kredi Derecelendirme Şirketleriyle İlgili Avrupa Birliği'nin Yeni Düzenlemeleri**

Yaşanan krizin sonuçlarından birisi güven kaybeden kredi derecelendirme kuruluşları ise bir diğeri de bu kuruluşların yerine getirdiği işlevin vazgeçilemeyecek olmasıdır. Yaşanan kriz ve tecrübeler bu şirketlerin işlerini nasıl daha iyi yapabilecekleri yönünde düzenlemeleri gerekli kılmıştır. Kriz öncesinde Avrupa Birliği kredi derecelendirme şirketlerini yeni yasalarla değil IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) ilkeleri doğrultusunda onların kendilerini organize etmeleri yolunda düzenleme yapılmasını kararlaştırmış durumdaydı. Topluluk düzenlemeleri ve IOSCO Code düzenlemeleri yeterli bulduğundan yeni bir düzenlemeye 2007 yılına kadar, küresel kriz yaşanmadan önce gereksinim duyulmamıştı<sup>23</sup>. Fakat gelen krizin sonucunda Avrupa Birliği çeşitli düzenlemelerle önceden oldukça serbest olan sektöre önemli kurallar getirmiştir.

---

<sup>22</sup> a.e. s.7

<sup>23</sup> Comission Communication 2006-C 59-02 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF> s. 2

Kredi derecelendirme işine düzen vermek üzere yapılan çalışmada endüstride faaliyet gösteren kuruluşlara görüşleri sorulmuştur. Moody's verdiği yanıtta<sup>24</sup> CESR'nin (Committee of Securities Regulators) kredi derecelendirme şirketlerinden istenmesinin uygun olabileceğini söylediği, notlarını nasıl verdiklerini açıklamaları ve derecelendirme endüstrisine standart bir yöntem arayışına karşı çıkmıştır. Moody's düzenleyici otoritelerin derecelendirme faaliyetine müdahalede bulunmalarının bu faaliyetin bağımsızlığını bozacağını savunmuştur. Fakat 2007 yılında başlayan krizde KDS'nin gösterdiği performansın yetersizliğinin ardından Eylül 2009'da topluluğun KDS ile ilgili yeni bir düzenleme çalışmasıyla adım atılmıştır. Düzenlemeye tabi tutulan KDS'leri esas olarak iki açıdan başarısız bulunmuşlardır<sup>25</sup>;

KDS'ler kötüleşen piyasa koşullarını kredi notlarına yeterince erken yansıtılmamışlar, kredi notlarını derinleşen piyasa krizinde zamanında değiştirmemişlerdir

Topluluk genelinde KDS'ler için genel bir çerçeve belirlenmezse tek tek üye ülkelerin yapacağı düzenlemelerin yaratabileceği uyumsuzluklar nedeniyle konu topluluk seviyesinde bir düzene sokulmak istenmektedir. Avrupa Birliği yaptığı düzenlemede<sup>26</sup> kredi derecelendirme endüstrisinin ana hatları şöyle kurmuştur;

Kredi derecelendirme şirketi derecelendirme faaliyetleri için Avrupa Birliği'nde kayıt olacaktır.

Derecelendirme şirketi bulunduğu üye ülke düzenleyici otoritesiyle faaliyetiyle ilgili sürekli bilgi alışverişi içinde olacağı bir işbirliği içinde olacak, üye ülke otoritesinin inceleme isteği doğrultusunda elindeki bütün belgeleri vermekle yükümlü bulunacaktır.

---

<sup>24</sup> Moody's'den istenen görüş, <http://www.cesr-eu.org/data/document/Moody.pdf> s. 2

<sup>25</sup> Bkz. Council Regulation (EC) No 1060/2009 düzenlemesinin gerekçeler bölümü

<sup>26</sup> Bkz. Council Regulation (EC) No 1060/2009



Yetkili otorite telefon ve veri dâhil tüm iletişimi de isteyebilecektir.

CESR yıllık olarak bu kuruluşların IOSCO düzenlemelerine uyduğunu Komisyon'a raporlayacaktır.

Kredi derecelendirme şirketi verdiği not ile ilgili tüm yöntemini ve notun arkasındaki nedenlerini gözden geçirmelerinde de olmak üzere açıklamakla yükümlü tutulmuştur. Bu açıklamalardan ücret alması ise engellenmiştir.

Global krizin nedenlerinden biri olarak bilinen yapılandırılmış finansal araçlarla ilgili notlandırma almaşığı farklı olacak ve bu farklı sembollerle ifade edilecek.

7 Eylül 2010'a kadar kredi derecelendirme verme yönteminin genel standartları açıklanacak. Üye ülkeler de bu tarihe kadar yok ise yetkili otoritelerini yeterli donanımla oluşturacaklar.

Derecelendirme analistlerinin rotasyonu üçüncü ülkelerde kurulu KDS'nin topluluk bünyesindeki aktivitesi için de olmak üzere düzenli ve sürekli bir gereklilik olarak aranacaktır.

Üçüncü ülkelerde kurulu KDS'nin tabi olduğu kural koyucu otoritenin üye ülke kural koyucu otoritesiyle eşdeğer bir sistem yürütmesi önemli bir diğer ön gereklilik olarak sayılmıştır.

KDS'nin bu işi dışında danışmanlık, müşavirlik hizmeti vermeleri KDS faaliyeti ile çelişebileceğinden özellikle yapılandırılmış ürün tasarımı ile ilgili olmak üzere öneri vermelerinin önüne geçilmektedir.

KDS yönetim kurulu üyeliklerinin üçte biri en az iki kişisi olmak üzere bağımsız, şirket üst yönetiminde olmayanlardan oluşması istenmiştir. Fakat bu şartın 50 kişiden küçük olan KDS'lerde bağımsız yönetim kurulu üyelikleri ve analistlerin rotasyonu uygulamasının aranmaması da benimsenmiştir.

KDŞ'nin verdiği notların üstünde yapılandığı kıymet piyasalarındaki gelişmeleri takip edecek düzenli gözlem ve yönteminin olması ve bunun sonuçlarının uç piyasa koşullarında hemen olmak üzere notlara yansıtılması gerekli görülmüştür.

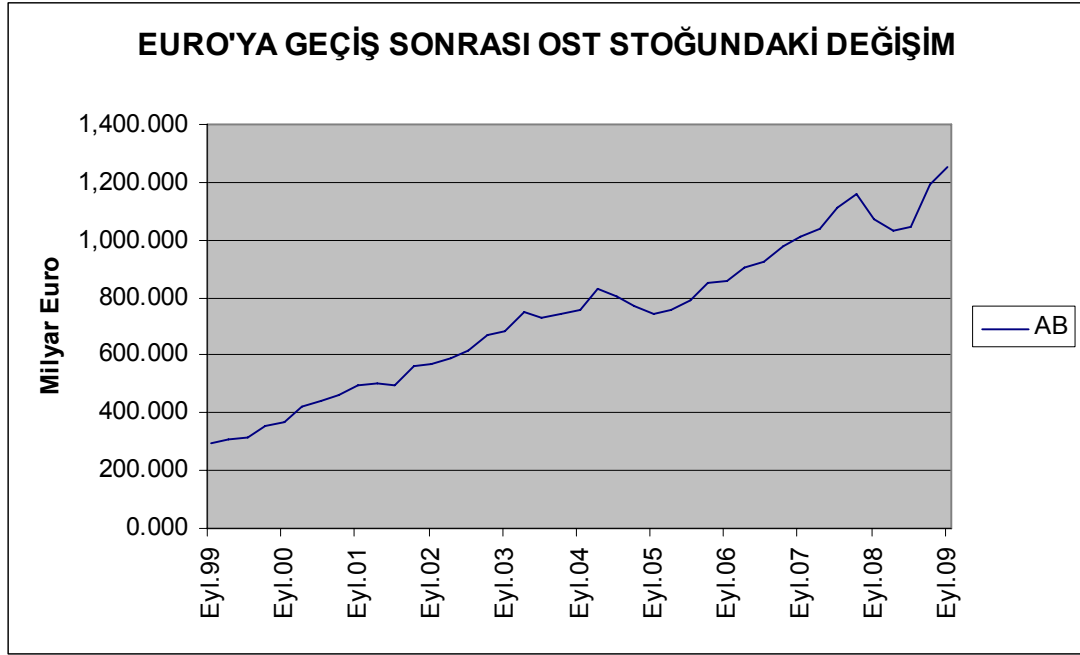
KDŞ'nin faaliyetinde üye ülkenin yetkili otoritesinden bir baskı görürse bunu CESR'a ve Komisyon'a bildirmesi üye ülkenin düzenlemelere uyumu konusunda daha ileri önlemlerin Komisyon tarafından alınabilmesi istenmiştir.

KDŞ'leri ile ilgili topluluk bünyesinde koyulan düzenlemelere üye ülkelerin uyumunun zaman alması veya uyulmasının aksak ve sorunlu olması, finansal piyasaları genellikle birden fazla otorite gözetim altında tuttuğundan bunların arasındaki işbirliğinin yeterli ve etkin olması önem taşımaktadır. Bağımsız kamu gözetim otoritelerinin etkin ve gerekli maddi kaynakları haiz olması, uluslar arası alanda benzeri kuruluşlarla işbirliği yapması gereği bu koordinasyon ve çabukluğu sağlamak üzere düzenlenmiştir.

### **III. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE ŞİRKETLERİN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İLE BORÇLANMALARININ GENEL YAPISI**

Avrupa Birliği sınırları içerisinde fon arz edenler ile fon talep edenlerin birbirlerine ulaşımaları önündeki engelleri temizleme çabaları özellikle tek para Euro'ya geçişle beraber hız kazanmıştır. Ocak 1999'da yürürlüğe giren Euro ile özel sektör tahvilleri için piyasa genişlemiştir.

Şekil 1 Euro'ya Geçiş Sonrası Özel Sektör Tahvil Stokundaki Değişim



Kaynak: BIS Quarterly Report 12/2009

Euro'nun yürürlüğe girişinden önce ihraç edilen Özel Sektör Tahvillerinin 3 yıllık bir geçiş sürecinde istedikleri zaman bu stokları Euro'ya çevirmeleri istenmiştir. Ayrıca yapılacak yeni ihraçların da Euro cinsinden olması aranmıştır. İşlem görme ve takaslar da aynı şekilde Euro bazında olmak zorunda bırakılmıştır. Yıllar boyunca yapılan düzenlemelerin temelinde tüm birlik sınırlarında aynı şartlarla yatırım yapılabilir bir fon ortamı oluşturmak vardır. Böyle bir ortam sonucunda "Avrupa Sermaye Piyasası" ulaşılmak istenen hedefi oluşturmuştur.<sup>27</sup> Bu bakışla birlik genelinde yatırım ortamının izinler, gözleyici otoriteler, yapı ve faaliyet alanları ile ilgili temel kurallarının ortak olması amaçlanmıştır. Bir ülkeden izin almış olan bir sermaye hareketinin diğer üye ülkelerde de bir engel ile karşılaşmadan pazarlanabilmesi ve yatırımcıların bu kıymetlerden doğan haklarını eşit olarak kullanabilmelerinin garanti altına alınması söz konusudur.

<sup>27</sup> Bkz. Council Directive 85/611/EEC

Daha 1979 yılında getirilen kural ile bütün üye ülkelerin bir yetkili otorite<sup>28</sup> oluşturmaları ve sermaye piyasası faaliyetlerinin bu otorite tarafından düzenlenmesi aranmıştır.

“Topluluğa üye ülkelerdeki yatırımcılara bu alanda eşit güvenceler sağlayabilmek, eşit koruma önlemleri getirebilmek, üye ülkelerden birinde ihraç edilen bir menkul kıymetin bir başka üye ülkenin resmi borsa kotuna alınabilmesini kolaylaştırmak ve dolayısıyla uluslar arası menkul kıymetler piyasasının ve bunun neticesinde de tek bir Avrupa sermaye piyasasının kurulmasına yardımcı olmak amacıyla üye ülkelerde kurulmuş veya faaliyet göstermekte olan menkul kıymet borsalarında resmi borsa kotuna alınacak menkul kıymetlerin kotasyon şartlarının, üye ülkelerde koordineli bir şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle, Yatırımcıların eşit şekilde korunmasını temel alan direktif aynı zamanda uluslar arası menkul kıymet pazarı içerecek bir sermaye piyasasının oluşumunu amaçlamaktadır”<sup>29</sup>.

## A. Avrupa Birliği Üye Ülkelerinde Düzenleyici Otoriteler

### 1. Almanya

Finansal Gözetim Otoritesi (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) Bankacılık, Sigortacılık ve Menkul Kıymetler konularında piyasaları düzenlemektedir. Finansal hizmet sağlayıcılar, Bankalar, Yatırım Şirketleri, Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları faaliyetlerine başlamadan önce bu kurumun iznine tabi olmaktadır.<sup>30</sup>

### 2. Avusturya

Finansal Piyasalar Otoritesi (Finanzmarktaufsicht) Nisan 2002’den bu yana Tüketici, Yatırımcı ve Borç verenlerin korunması görevini üstlenmiş durumdadır.<sup>31</sup>

---

<sup>28</sup> Sermaye piyasaları ile ilgili “Competent Authority of the member state” olarak anılan Üye Ülke Düzenleyici Otoriteleri’nin kurulması, takip eden topluluk yasa ve maddeleri ile istenmiştir; Council Directive 1979/279, Article 21 , Council Directive 1993/6, Article 9 , Council Directive 1993/22 Article 22 , Council Directive 2004/109, Article 24

<sup>29</sup> Dr. Nuray Kondak, Hilmi Erdoğan Yayla, **Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, Beta A.Ş. İstanbul, 2002 s.20

<sup>30</sup> Bkz: Alman Finansal Gözetim Otoritesi [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

<sup>31</sup> Bkz: Avusturya Finansal Piyasalar Otoritesi [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

### 3. Belçika

Bankacılık, Finans ve Sigortacılık Komisyonu (Comission Bancaire, Financiere et Des Assurance) Ağustos 2002'den bu yana finansal piyasaların düzenlenmesi görevini yürütmektedir.<sup>32</sup>

### 4. Bulgaristan

Finansal Gözetim Komisyonu Bulgar finansal piyasalarının düzenlenmesi görevini yürütmektedir.<sup>33</sup>

### 5. Çek Cumhuriyeti

Çek Ulusal Bankası (Czech National Bank) Sermaye Piyasaları ve Finans Piyasalarının gözetimini yürütmekte ve düzenlemektedir. Nisan 2006'dan önceki düzenleyici kurum Çek Menkul Kıymetler Komisyonu yetkilerini bu kuruma devretmiştir.<sup>34</sup>

### 6. Danimarka

Finansal Hizmetler Otoritesi (Danish Financial Services Authority) Kasım 2001'den bu yana Finansal Piyasalar, Borsalar ve Menkul Kıymetler bu tek kurum tarafından düzenlenmektedir.<sup>35</sup>

### 7. Estonya

Finansal Gözetim Otoritesi (Financial Supervision Authority) Kredi Kuruluşları, Sigorta Kuruluşları, Sigorta Aracılarını, Fon Yönetim Şirketlerini, Sermaye Piyasalarını, Yatırım Şirketlerini, Menkul Kıymet Halka Arzlarını Elektronik Para Kuruluşları ve Ödeme Hizmeti (Payment Service) verenleri düzenlemekle görevlidir.

<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> Bkz: Belçika Bankacılık, Finans ve Sigortacılık Komisyonu [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be)

<sup>33</sup> Bkz: Bulgaristan Finansal Gözetim Komisyonu [www.fsc.bg](http://www.fsc.bg)

<sup>34</sup> Bkz: Çek Cumhuriyeti Çek Ulusal Bankası Sermaye ve Finans Piyasaları Gözetim Otoritesi [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

<sup>35</sup> Bkz: Danimarka Finansal Hizmetler Otoritesi [www.ftnet.dk](http://www.ftnet.dk)

<sup>36</sup> Bkz: Estonya Finansal Gözetim Otoritesi [www.fi.ee](http://www.fi.ee)

## 8. Finlandiya

Finansal Gözetim Otoritesi (Financial Supervisory Authority) Ocak 2009'dan bu yana Bankalar, Sigorta Şirketleri, Emeklilik Fonları, Yatırım Şirketleri, Borsalar bu kurumun düzenlemesi altında bulunmaktadır.<sup>37</sup>

## 9. Fransa

Finansal Piyasalar Otoritesi (Autorité des Marchés Financiers) Ağustos 2003'te kurulmuştur. Fransa'da Sermaye piyasalarının düzenlenmesi, izinlerin verilmesi, gözetim ve düzenlemelerin geliştirilmesi görevi bu kurumdadır.<sup>38</sup>

## 10. Güney Kıbrıs

Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities And Exchange Commission) 2001 yılından bu yana Yatırım Şirketlerini, Yatırım Fon ve Ortaklıklarını, Borsaları, Halka Açık Şirketleri, Sermaye Piyasası Faaliyetleri düzenlemektedir.<sup>39</sup>

## 11. Hollanda

Finansal Piyasalar Düzenleyici otoritesi (Nederlands Authority For The Financial Markets) Mart 2002'den bu yana tasarruflar, yatırımlar, sigortacılık ve borçlanmaları içeren tüm finansal piyasaları düzenleyici olarak çalışmaktadır.<sup>40</sup>

## 12. İngiltere

Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority) Ekim 1997'de SIB (Securities And Investments Board) kurumundan oluşturulmuştur. 2000 yılında Financial Services and Markets Act 2000'den alınan yetkiyle Aralık 2001'den bu yana İngiltere'de Finansal piyasaların düzenlenmesi görevinde bu kurum bulunmaktadır.<sup>41</sup>

---

<sup>37</sup> Bkz: Finlandiya Finansal Gözetim Otoritesi [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi)

<sup>38</sup> Bkz: Fransa'da Finansal Piyasalar Otoritesi [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

<sup>39</sup> Bkz: Güney Kıbrıs Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu [www.cysec.gov.cy](http://www.cysec.gov.cy)

<sup>40</sup> Bkz: Hollanda'da Finansal Piyasalar Düzenleyici otoritesi [www.afm.nl](http://www.afm.nl)

<sup>41</sup> Bkz: İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi [www.fsa.gov.uk/](http://www.fsa.gov.uk/)

### 13. İrlanda

Finansal Düzenleyici (Financial Regulator) Kredi kuruluşlarını, Kredi Birliklerini, Elektronik Para Kuruluşlarını, Fonları, Fon Yöneticilerini, Sigorta Aracılarını, Sigorta Kıymetlerini, Yatırım Şirketlerini, Aracı Kuruluşları, Döviz Bürolarını, Para Borç Verenleri, Konut Kredi aracıları, Ödeme Kuruluşları, düzenlenmiş Piyasalar ve Perakende Kredi Kuruluşları düzenlemektedir.<sup>42</sup>

### 14. İspanya

Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası Komisyonu (The Comisión Nacional del Mercado de Valores) Yatırım Şirketleri, Yatırım Fonları ve Yöneticisi Kuruluşları, Portföy Yönetim Şirketleri, Aracı Kuruluşlar, Sermaye Piyasaları Faaliyetlerini düzenlemektedir.<sup>43</sup>

### 15. İsveç

Finansal Gözetim Otoritesi (Finansinspektionen) Finansal Hizmetler ve Sermaye Piyasaları Faaliyetleri kurum tarafından düzenlenmektedir.<sup>44</sup>

### 16. İtalya

Menkul Kıymetler Piyasalarını düzenleyen otorite (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa CONSOB) şeffaflık, tam bilgilendirme, açıklanan bilgilerin doğruluğu ve denetçi kurumların düzenlemelere uyumluluğunu kendilerine görev olarak esas edinmişlerdir.<sup>45</sup>

### 17. Latvia

Finans ve Sermaye Piyasaları Komisyonu (Financial and Capital Markets Commission) Bankacılık, Sigortacılık, Finans ve Sermaye Piyasaları ve Özel Emeklilik Fonlarını düzenlemektedir.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Bkz: İrlanda Finansal Düzenleyici Otoritesi [www.financialregulator.ie](http://www.financialregulator.ie)

<sup>43</sup> Bkz: İspanya Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

<sup>44</sup> Bkz: İsveç Finansal Gözetim Otoritesi [www.fi.se](http://www.fi.se)

<sup>45</sup> Bkz: İtalya'da Menkul Kıymetler Piyasalarını düzenleyen otorite (CONSOB) [www.consob.it](http://www.consob.it)

<sup>46</sup> Bkz: Latvia Finans ve Sermaye Piyasaları Komisyonu [www.fktk.lv](http://www.fktk.lv)

18. Litvanya

Menkul Kıymetler Komisyonu (Securities Commission) Borsaları, Menkul Kıymetleri, Aracı Kuruluşları ve Takas Kurumunu düzenlemektedir.<sup>47</sup>

19. Luksemburg

Finansal Sektör Gözetim Komisyonu (Commission de Surveillance du Secteur Financier) Kredi Kuruluşları, diğer Finansal Kuruluşlar, Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Emeklilik Fonları, Borsalar, Ödeme Sistemleri ve Takas sistemlerinin düzenleyicisidir.<sup>48</sup>

20. Macaristan

Finansal Gözetim Otoritesi (Financial Supervisory Authority) Para Piyasalarını, Sigorta Piyasalarını, Fon Piyasasını ve Sermaye Piyasalarını düzenlemektedir.<sup>49</sup>

21. Malta

Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority) Temmuz 2002'den bu yana tek düzenleyici otorite olarak Yatırım Bankacılık ve Sigorta dâhil tüm finansal aktiviteyi düzenlemektedir.<sup>50</sup>

22. Norveç

Finansal Gözetim Otoritesi (Finanstilsynet) Bankacılık, Sigortacılık, Menkul Kıymetler Piyasalarını düzenlemektedir. 1986'dan bu yana faaliyet göstermekle beraber 2009 yılında yukarıdaki isimle faaliyetine devam etmektedir.<sup>51</sup>

23. Portekiz

Piyasalar ve Menkul Kıymetler Komisyonu (CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) finansal piyasaların düzenleyicisi konumundadır.<sup>52</sup>

---

<sup>47</sup> Bkz: Litvanya Menkul Kıymetler Komisyonu [www.vpk.lt](http://www.vpk.lt)

<sup>48</sup> Bkz: Luksemburg Finansal Sektör Gözetim Komisyonu [www.cssf.lu](http://www.cssf.lu)

<sup>49</sup> Bkz: Macaristan Finansal Gözetim Otoritesi [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu)

<sup>50</sup> Bkz: Malta Finansal Hizmetler Otoritesi [www.mfsa.com.mt](http://www.mfsa.com.mt)

<sup>51</sup> Bkz: Norveç Finansal Gözetim Otoritesi [www.kredittilsynet.no](http://www.kredittilsynet.no)

<sup>52</sup> Bkz: Portekiz finansal piyasaları düzenleyici otoritesi (CMVM) [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)



#### 24. Romanya

Ulusal Menkul kıymetler Komisyonu ( Romanian National Securities Commission) Sermaye Piyasalarının düzenleyici otoritesidir.<sup>53</sup>

#### 25. Slovakya

Borç ve likidite Yönetim Ajansı (The Debt and Liquidity Management Agency) Bütçe organizasyonunun bir uzantısı olarak kurulan ajans menkul kıymetler ve yatırım hizmetlerinin düzenlemektedir. Ayrıca Slovak Maliye Bakanlığı düzenleyici otorite olarak likidite ajansından baskın yetkilere sahiptir.<sup>54</sup>

#### 26. Slovenya

Menkul Kıymetler Piyasası Ajansı (Securities Market Agency) 1994 yılından bu yana finansal araçlar piyasasını düzenlemektedir.<sup>55</sup>

#### 27. Yunanistan

Sermaye Piyasaları Komisyonu (Hellenic Capital Market Commission) Aracı Kuruluşları, Borsa ve Takas Kurumlarını düzenlemektedir.<sup>56</sup>

Düzenleyici otorite olarak Türkiye’de 1981’de 2499 no.lu kanun ile SPK kurulmuştur<sup>57</sup>. Sermaye piyasalarının kontrolü Türkiye’de bu kuruluşa verilmiştir. Kuruluş Kanununun 1. maddesinde kurumun amacı açıkça verilmiştir:

“Bu Kanunun konusu, 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.”

---

<sup>53</sup> Bkz: Romanya Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu [www.cnvmr.ro](http://www.cnvmr.ro)

<sup>54</sup> Bkz: Slovakya Maliye Bakanlığı [www.finance.gov.sk](http://www.finance.gov.sk) Slovakya Borç ve Likidite Yönetim Ajansı [www.ardal.sk](http://www.ardal.sk)

<sup>55</sup> Bkz: Slovenya Menkul Kıymetler Piyasası Ajansı [www.a-tvp.si](http://www.a-tvp.si)

<sup>56</sup> Bkz: Yunanistan Sermaye Piyasaları komisyonu [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)

<sup>57</sup> 30/07/1981 tarih ve 17416 sayılı resmi gazetede yayınlanmış 2499 no.lu yasa.

## **B. Entegrasyonun ikinci el piyasalara etkileri;**

Avrupa’da Finansal Piyasaların bütünleştirilmesiyle ihraçların daha masrafsız olabileceği beklenmiştir. Yüklenim (underwrite) masrafları, ihraç yönetim masrafları, satıcı komisyonları gibi finansal aracılık masrafları, bono yatırımcısını direkt olarak değil ihraç masrafları üzerinden sonuçta dolaylı olarak da olsa etkilemektedir. Bu masrafların düşmesi ve daha verimli bir sermaye akışının daha büyük bir sermaye piyasasında tarafların tümü için kazanç sağlayacağı hesaplanmıştır<sup>58</sup>.

### **1. Rekabet**

Piyasalar ve borsalar arasında rekabetin artması daha düşük işlem masraflarına neden olurken daha yüksek bir teknolojik altyapıyı ve hızlı işlem platformlarının oluşumunu zorlayacak ve daha az işlem maliyetleri yaratılabilecektir.

### **2. Komisyonlar**

Finansal araçlar arasında rekabet artacak, işlem komisyonları düşecek yenilikçi ve değişik türde finansal ürünlerin yaratılması için uygun ortam olacaktır.

### **3. Ölçek Ekonomisi**

Ölçek ekonomisi kuralları gereği daha düşük maliyetler hem borsa ve piyasalar hem de burada aracılık eden kuruluşlar açısından söz konusu olacaktır.

---

<sup>58</sup> By London Economics **Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford economic Forecasting, November 2002, (çevrimiçi)  
<http://www.northwaybroker.net/documents/EUFinancialServicesReport.pdf> s. 131-133

#### 4. Bankacılık

Banka gibi daha geleneksel kurumların karşılaştıkları rekabet, finansal sektöre gelecek etkilerle artacaktır. Bu rekabet ortamında bankaların borç verme ve bununla ilgili işlem masrafları düşecektir.

#### 5. İletişim Kanalları

Finansal ürünlerin fiyat bilgileri birçok kanaldan akacağı ve bunun sonucunda ürün fiyatlarının dayanak varlığın değerine daha çok yaklaşacağı için daha şeffaf bir piyasa görülecektir.

#### 6. Derinlik

Tüm Avrupa genelinden ulaşılabilen piyasaların derinliğinin artması kaçınılmaz olacak, bu riski azaltacak, sonuçta yan etki daha fazla talep olarak ortaya çıkacaktır.

#### 7. Risk Sermayesi

Daha yüksek risk almaya eğilimli risk sermayesi yatırımları, riski çeşitlendirmeleri kolaylaşacağından bunu daha düşük masraflarla gerçekleştirilebilecektir.

### **C. Entegrasyonun Yatırımcılara Etkileri;**

#### 1. İşlem Masrafları

Artan rekabet koşullarının getirdiği daha düşük alım-satım masraflarıyla yatırımcılar daha ucuza işlem yapacaklardır. Daha düşük işlem masraflarıyla daha fazla işlem yapabilecek olan yatırımcıların portföylerini dengelemeleri kolaylaşacaktır.

## 2. Risk Ayarlama

Portföy yönetimi teorisi gereği risk ayarlamalı bir portföyün aynı beklenen getiride daha düşük risk alımıyla gerçekleştirilebilmesi, yatırım çeşitlendirme olanaklarının artması nedeniyle mümkün olacaktır.

## 3. Yatırım Çeşitliliği

Yatırımcının önüne birçok farklı yapılandırılmış çekici yatırım ürünleri ve daha yatırımcı lehine olanak ortaya çıkacaktır.

## 4. Finansal Piyasa Çeşitliliği

Daha geniş finansal piyasalarda oluşan fiyatların yatırımcılara daha fazla bilgi vermesi mümkün olacaktır. Daha büyük, gelişmiş ve açık bir piyasanın fiyatlamları daha etkin olacaktır.

## 5. Ekonomik Aktivite

Genel ekonomik aktivitenin piyasa aktivitesi etkisi ile artması Gayri Safi Milli Hâsıla'ya pozitif yönde etkimesi beklenecektir.

### **D. Entegrasyonun Firmalara Etkileri;**

#### 1. Aracılık Maliyetleri

Yatırım bankaları ve diğer aracılık faaliyetleri masrafları artan rekabet nedeniyle düşeceğinden artacak olan piyasa etkinliği menkul kıymet sahipliği eğilimini olumlu etkileyerek piyasadaki likiditenin artmasına neden olacaktır.

## 2. Portföy Çeşitleme

Risk çeşitlendirmenin kolaylaşması daha düşük riskle aynı beklenen getiriye ulaşmayı olanaklı kılacağından pay fiyatlarının daha yüksek veya sermaye maliyetinin daha düşük olması beklenecektir.

## 3. Bankacılık

Yüksek rekabet ortamı ve farklı kredi kanallarının rekabete katılması banka kredilerini daha ucuz hale getirecek.

## 4. Tasarruflar Havuzu

Firmalar daha büyük bir yatırım arzı havuzuna hitap edebilecekler, daha derin bir pazardan borç almaya veya bu pazara pay satmaya çıkabileceklerdir. Böylece payları daha fazla para edecek veya aldıkları borcun faizleri görece daha düşük olacaktır.

## 5. Piyasa Derinliği

Finansal piyasaların sığ olduğu bir ülkede yatırım bankalarının daha yüksek yüklenim masrafları çıkarmaları doğal olacağından örneğin bir Halka arzın masrafları derin piyasalarda daha düşük olacaktır.

## 6. Risk Sermayesi

Derin piyasa koşulları içinde risk sermayesine ulaşmak daha kolaylaşacağından firmaların kaynaklara ulaşma olanakları artacaktır.

## 7. İletişim Ağı

Firmalar hakkında daha geniş bir bilgi ağı oluşacağından daha geniş bilginin risk primini düşürücü etkileri olacaktır.

## 8. Firma Bilinirliği

Özellikle yeni firmaların daha iyi takip edilebilmeleri firma bilinirliğini artıracalığından bunun risk primleri üzerinde olumlu etkileri olacaktır.

# IV. TÜRKİYE’DE ŞİRKETLERİN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İLE BORÇLANMANIN GENEL YAPISI

## A. Türkiye’de Özel Sektör Tahvili Borçlanmalarının Kısa Tarihi

### 1. Osmanlı ve 1980 Öncesi

“Türk özel sektör borçlanma araçlarının ilk borsamız olduğu söylenebilecek, 1870’lerde kurulan Osmanlı Dersaadet Tahvilat Borsası’nda işlem gördüğu “Borsa Rehberi”nde tiyatro ve sinema şirketleri, kasaplar ve peynircilerin ihraç ettikleri tahvil ve senetlerin bulunmasından anlaşılıyor”<sup>59</sup>.

Bu kadar eski örnekler bulunsa da sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması özel sektörün tahvil ihraçları konusunda da kendini göstermiştir. Bu gelişmemişlikte Türkiye’nin tarımsal yapısına, tasarruf birikiminin az olmasına, hukuksal altyapının, uygulamadaki eksikliklerin ve hafızalarda hukuk dışı uygulamaların bulunmasına bağlı etkilerin olduğunu düşünmekteyiz. Bu nedenle tasarruf sahiplerinin gözünde özel sektör tahvilleri için riskin yüksek görüldüğu değerlendirilmesi yapılabilir.

---

<sup>59</sup> Reha Tanör, a.e. S.26

“Cumhuriyet döneminde tahvil anlamında ilk ihraç Hürriyet İstikrazı Tahvilleri’dir. Planlı kalkınma çalışmaları içindeki Türkiye’nin vergi dışı kaynak arayışının bir sonucu olan bu tahviller ufak kupürler halinde küçük tasarruf sahiplerini de hedeflemiştir. Fakat bireysel ve kurumsal yatırımcılara bu tahvilleri almaları üstü kapalı bir şekilde dayatılmış ve bunların getirisi piyasa koşullarının altında kalmıştır. Bu dayatma alıcıların bir süre sonra tahvilleri elden çıkarmaya çalışmaları karşısında durumdan faydalanmaya çalışacak alıcıları yaratmış ve böylece bir ikinci el pazar da oluşmuştur. Cumhuriyet döneminin ikinci bir denemesi ise Tasarruf Bonoları’dır. Hürriyet İstikrazı Tahvilleri gibi dayatma, Tasarruf Bonoları’nda resmi zorunluluk haline getirilmiştir. Buna göre, Gelir ve Kurumlar vergisi yükümlüleri, Emlak vergisi, Veraset ve intikal vergisi ödemek durumunda olanlar, Milli Piyango ve Spor-Toto’dan para kazananlar, Maliye Bakanlığı’nın belirlediği esaslar dâhilinde Tasarruf Bonusu edinmek zorunda tutulmuşlardır. Bu şekilde bono edinenler ellerindeki bonoları nakde çevirmek istediklerinde yine hukuksal bir çerçeveden yoksun ikinci el piyasa oluşmuştur”<sup>60</sup>.

1970’li yıllarda yaşanan bankerlik skandalları da yine sade yatırımcıların olumsuz hafızalarına eklenmiştir. Tasarruflarının kaybolması deneyimlerini Osmanlı’dan başlayarak yaşayan tasarruf sahiplerinin, yasal eksikliklerin mevcut olduğu bir piyasada doğal olarak özel sektör borçlanmalarına az ilgi gösterirler. Talip şirketler ise bu ortamda kaynak için bankalara yönelmekten başka çare bulamazlar. 1970’lerdeki yüksek enflasyona rağmen değişmeyen faizlerin getirdiği reel faiz eksikliği ve şirketlerin reel olarak yabancı kaynaklarını artıramamaları, öz sermayelerine gittikçe daha fazla yük binmesi, onların tahvil çıkararak fon bulmaya itilmelerine neden oldu. Burada sorun o zamanki düzenlemelerle faizin sınırlı tutulması olmuştur. Dara düşen şirketler ve bankalar çıkardıkları tahvilleri üzerindeki faizli değerinden daha düşük fiyatlarla aracılar (bankerler) kanalıyla yüksek faizle satıp, onlardan kaynak sağlamak zorunda kaldılar. Aracılar da ellerindekileri, birikimlere düşük faiz vermek sorunda olan bankalardan daha yüksek faizler vererek ve araya ciddi kârlar koyarak halka sattılar. Bu dönemde küçük bankalar halkın daha fazla faiz aldıkları aracılara yönelmeleri ve tasarruflarını bu bankalardan çekmeleri sonucunda zora girince onlar da aynı yarışa katıldılar. Bu gidişata büyük bankalar da katılınca dönemin ekonomi yönetimi “Temmuz Bankacılığı” kararlarıyla faizleri serbest bırakarak önlem almaya çalıştı. Fakat tasarrufun yeterli olmadığı bu koşullarda bu kez küçük bankaların önderlik ettiği bir faiz yarışı başladı ve büyük

---

<sup>60</sup> Reha Tanör a.e. S.29

bankaların centilmenlik anlaşması yapması ve bu yarışa katılmamaları buna çare olmadı. Bu ortamda işletmeler kaldıramayacakları şekilde yüksek faizlerle borç altına girmişler, yatırımcılar da alamayacakları kadar yüksek faizlerle tasarruflarını teslim etmişlerdir. 1981 sonunda bu zincirde yer alan bankerler batmaya başlayınca güveni kalmayan tasarruf sahiplerinin bankerlerden para çekmeye başlaması diğer bankerleri de batırmaya başladı. Mevduat toplama yetkisi olmayanların yaptıkları bu işlemlerin sonucu yine hukukun uygulanmaması, düzenlemelerin yetersizliği tasarruf sahiplerinin güveninin kötüye kullanılmasıyla sonuçlanmış bu durum da tasarruf sahiplerinin hafızalarına kaydolmuştur.

Bunların yanında 1950 yılında kurulan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) birtakım tahvil ihracına garantör olarak olumlu deneyimlerin de görülmesine neden olmuştur. Mensucat Santral, Pimaş, Rabak, Erciyas Biracılık, Çelik Halat, Kartonsan ve Vakko gibi ihraççılar 1960-1970 yıllarında TSKB'nin garantisinde tahvil ile borçlanabilmişlerdir. İş Bankası da TSKB gibi sermaye piyasasında İMKB'nin olmadığı dönemlerde işlev sahibi olmuş tahvil ihraçlarına aracılık etmiştir.

## 2. 1980 ve SPK Sonrası

Dönemin Avrupa Ekonomik Topluluğu eğilimi olan her ülkede sermaye piyasalarını düzenleyen otoritelerin olması Türkiye'de oluşan yasal düzenlemeleri de etkilemiştir. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur<sup>61</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1. maddesinde; "Bu Kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını ağırlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir." Kanunun 2. maddesinde ise SPK'nın kapsamında olan ve olmayan konular sayılmıştır; "Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, bu Kanunun 40 ıncı maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye

<sup>61</sup> Sermaye Piyasası Kurulu'nu kuran Sermaye Piyasası Kanunu, 30/07/1981 tarih ve 17416 no.lu resmi gazetede yayınlanmıştır.



Piyasası Kurulu bu Kanun hükümlerine tabidir. Ancak halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçları bu Kanun kapsamı dışındadır. Bu Kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır.” Menkul Kıymetlerin ikinci el işlem derinliğini oluşturacak örgütlü bir piyasa olarak İMKB ise 1985 yılında kurulmuştur. İMKB’den önce menkul kıymet işlemleri tezgâh üstü piyasalarda kişi ve kurumların aralarında yüz yüze yapılmaktaydı.

Türkiye’de 1980’li yıllarda yoğun olarak yapılan özel sektör tahvil borçlanmaları, devletin artan borçlanma ihtiyacıyla aynı piyasalarda borç aramasından olumsuz etkilenmiştir. Borçlanmaya ihtiyacı olan özel şirketler devletin elinde bulundurduğu yasa koyucu yetkisinin etkisiyle borçlanma piyasalarından fon talep etmesi sonucu piyasa dışına itilmişlerdir. Kamu harcamalarının yüksek olması faizleri artırıp özel harcamaların düşmesine neden olmakta özel sektörü tahvil çıkarmaktan uzaklaştırmakta, tasarruflar kimi zaman ekonomik olmayan kararlarla ve verimlerle kaynak talep eden kamuya yönelmektedir<sup>62</sup>. 1980’lerden bu yana Türkiye’de kredi piyasası özel sektöre, tahvil piyasası da devlete çalışıyordu. Bunun temel nedeni de kamu açıklarının çok fazla olmasıydı. Tahvil piyasasında devletle rekabet etmek olanaksızdı. Kamu kâğıtlarının verdiği faizin önünde sınır yokken özel sektör şirketinin borçlanmasının önü fiilen tıkanıyordu. Devlet yaptığı düzenlemelerle kendi çıkardığı tahvil bonolar lehine en başta vergisel olmak üzere avantajlar getirmiş, bankalara disonibilite karşılığı olarak bu borçlanma kıymetlerini tutmakla yükümlü kılmıştı. Meselâ yatırım fonlarının portföylerini kullanmalarında mevcut kısıtlamalar<sup>63</sup> bu fonları büyük oranda kamu borçlanma kıymetlerine yönlendirmiştir. Fon talep eden devlet ya da kurumun bu fonu geri ödeme gücünün önemi buna temel alınan neden olsa da piyasanın düzenlenmesinde özel sektörün bu konuda maruz kaldığı eksikliklerin düzeltilmesi arzu edilen hedeflerden biridir. Özel şirketlerin bono-tahvil satarak fon sağlama olanağı özellikle devletin 1994 krizinden sonra borçlanma piyasalarından fon talebinin yoğunluğu nedeniyle geri plana düştükten sonra günümüzde yeniden işlev kazanmaya başlamıştır. Türkiye’de 2000’li yıllarda

---

<sup>62</sup> Nilgün Çil Yavuz, Türkiye’de Kamu Yatırım Harcamalarının Özel Sektör Yatırım Harcamalarını Dışlama Etkisi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz (1990-I / 2000-IV) (çevrimiçi) <http://www.kamu-is.org.tr/pdf/623.pdf>, 08 Aralık 2010

<sup>63</sup> 19/12/1996 Tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Seri:VII No:10 Tebliğe göre kurulan Yatırım Fonları için tebliğin 42. maddesinde fon portföyüne ilişkin sınırlamalar getirilmiştir.

yapılan ekonomik reformların bir sonucu olarak azaltılan kamu borçlanma ihtiyacı vergi, harç ve diğer düzenlemeler sayesinde şirketlerin tahvil- bono satarak borçlanmalarının önü açılmaya başlamıştır.

Şirketlerin bono çıkararak borçlanmaları aslında buldukları devletin borçlanma piyasalarını geliştirmiş olmasını takip etmektedir. Alınan kıymetlerin el değiştirebileceğini bilmek ilk ihraçta talep oluşmasının en önemli şartlarından birini oluşturur. Yani teşkilatlanmış bir piyasa en güvenilir borçlanma araçlarının ihraççısı olan devlet tarafından oluşturulduktan sonra şartlar uygun ise özel şirketler de özellikle bankalar dışında, geçici fon talep edebilecekleri bir piyasaya kavuşmuş olmaktadır.

## **B. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri**

Sermaye Piyasası Kurulu Türk Ticaret Kanunu 420.maddesinde “Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine (Tahvil) denir” denmektedir. Türkiye’de menkul kıymetler konusunda düzenleyici otorite Sermaye Piyasası Kurulu’dur (SPK). Tahvil için “ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerini ifade eder”<sup>64</sup> denmiştir. Kurulun genel tanımına göre borçlanma araçları şöyledir; borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul (SPK) kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki Tahvilleri, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvilleri, Değiştirilebilir Tahvilleri, Finansman Bonolarını, Altın, Gümüş ve Platin Bonolarını, Banka Bonolarını ve bu Tebliğ’de sayılmamakla

---

<sup>64</sup> Kurul 1981 yılında kurulduktan sonra 1991 yılında kurulan İMKB Tahvil ve Bono Piyasası’nın açılmasının ardından Şubat 1992’de borsa kotuna girmiş özel sektör tahvillerinin İMKB’de el değiştirmesine olanak tanındı. Şubat 1992’de repo-ters repo piyasası açıldı ama burada özel sektör tahvili kullanımına izin verilmedi, hâlâ da böyle bir olanak bulunmamakta, bu tip kıymetlerin likiditesi üzerinde olumsuz bir etki sürmektedir.

Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri: II, No:22 Md.3-n 21/1/2009 Tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazetede yayınlanmış tebliğ (18/3/2010 tarih ve 27525 sayılı resmi gazetede yayınlanmış Seri: II No:24 tebliğ ile değişik)

birlikte niteliği itibarı ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını ifade eder<sup>65</sup> denmiştir.

## 1. Özel Sektör Tahvil Halka Arzlarında Aranan Şartlar

Düzenleyici otorite SPK halka açık olan ve olmayan şirketler için halka açıklığı teşvik edecek şekilde ayırım yapmıştır<sup>66</sup>. Halka tahvil satmak isteyen anonim şirketin bu ihracı açıklayan bir izahname yayınlaması istenmiştir. İzahname içeriğinde bulunması gerekenler arasında tasdik edilmiş bilanço verileri ve esas sermaye miktarının, çıkarılacak tahvillerin itibari değerlerinin, faizlerinin, itfa şeklinin ve zamanının gösterilmesi vardır. İzahname ile ihraç hakkında kamuya bilgi verilmesi, şeffaflık ve bilgi iletimi açısından eşitlik amaçlanan noktalardır. Borçlanma araçlarının ihraç edebilecek şirketlerin ortaklık statüsünde olması istenmiş borçlanma aracı ihraç etmek için genel kurul kararı aranmış ve bu yetkinin Yönetim Kurulu'na devredilebileceği belirtilmiştir. İhraççıların, borsada işlem görmesini planladığı

---

<sup>65</sup> Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: II, No:22) (1.Bl. Md.3 Fıkra ç)

<sup>66</sup> 08/08/2007 tarih ve 26607 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İMKB Kotasyon Yönetmeliği değişikliği ile madde 13/C bendinde halka açıklık oranının en az %35 olması halinde, bir halka arz başvurusu halinde geriye doğru incelenecek mali tablo 1 yıllık iken şirketin halka açıklığının daha az olması halinde 2 yıllık bir dönemin mali tablolarının incelenmesinin istenmesi, halka açık olan şirketin halka açıklığının artmasının bir nevi teşvikidir. Aynı kanunun 16/D-1 bendinde ise "borçluluğu temsil eden menkul kıymetler için Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı (halka açık ortaklıklarda halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranı en az % 25 ise 2 yıl) geçmiş olması halka açıklığın artmasını teşvik olarak yorumlanabilir.

3/9/2009 Tarih ve 27338 no.lu Resmi Gazetede yayımlanan Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Karar'ın 2 ve 3. maddelerinde Halka açık şirketlerin özkaynak toplamının 10 katı ihraç limitine izin verilirken halka açık olmayan bir şirket için 6 katı izin verilmesi halka açıklığı teşvik olarak görülebilir.

ihraçları için Borsa'ya, görüşünü alacakları yazı için başvurmaları da gerekir. Yapılacak ihraç halka arz olacak ise ihraççının son üç yıldaki tablolarını bağımsız denetimden geçirmiş olması istenmektedir. Hatta yılın ilk yarısını geçen bir ihraççının 6 ve 9 aylık ara dönem finansal tablolarını da bağımsız denetletirmesi gerekli görülmüştür.

SPK Mevzuatı ihraç edilecek şirket tahvilinin kurul kaydına alınmasını zorunlu tutmuştur. Kurul kaydında SPK halkın istismarına yönelik yetersiz ve eksik açıklama görüyorsa gerekçe göstererek kayda almaktan imtina edebilir. Böylece yapılacak ihraçlar üzerinde bir kontrol oluşturulmaya çalışılmış “Kurul, ihraç edilecek borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınmasına ilişkin başvuruları, mevzuatta öngörülen esaslar çerçevesinde inceler ve sonuçlandırır. İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir.” denmiştir<sup>67</sup>.

SPK ihraççıya en geç 15 gün içinde (kurul süreyi uzatabilir) bir kayıt belgesi verir ki bu belge olmadan ihraca başlanamaz. Kurulun ihracın kaderini etkileyebilecek bir başka yetkisi de ihracın bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti edilmesinin istenebilmesidir. Garanti istenmesi ihraç masraflarının bir anda artması anlamına geleceğinden Kurul'un bu yetkisi ihraç için anahtar rol oynayan kararlardan biridir<sup>68</sup>. İhraç emre, nama, hamiline halka arz edilerek veya edilmeyerek tahsisli olarak yapılabilir<sup>69</sup>. Devir bakımından kıymetli evrakın emre, hamiline ve

---

<sup>67</sup> 21/1/2009 Tarih ve 27117 Sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğin Madde 6/1 bendi. (Seri: II No:24 ile 18/3/2010 tarih ve 27525 sayılı resmi gazetede yayımlanmış tebliğ ile değişik)

<sup>68</sup> Aynı Kanunun Madde 6/3 bendi.

<sup>69</sup> Aynı Kanunun Madde 3/1-ç bendinde Borçlanma Araçları: İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki Tahvilleri, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvilleri, Değiştirilebilir Tahvilleri, Finansman Bonolarını, Altın, Gümüş ve Platin Bonolarını, Banka Bonolarını... denmektedir. Bu ayırım geçmişte menkul kıymetlerin fiziken tedavülde bulunduğu bir döneme ait olduğundan Ticaret Kanunu Madde 425-f saklı kalmakla beraber bir anlam ifade etmekteydi. Fakat günümüzde bu bölümün ilerideki paragraflarında belirtildiği gibi satılan borçlanma araçları hak sahipleri bazında Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki hesaplarda izlenmesi zorunludur. Dolayısıyla 22/12/2002 Tarihli 24971 Sayılı Resmi Gazetede yayımlanmış olan MKK Kaydileştirme Tebliğinin 10. Maddesinde de “Yatırımcı Hesabı, hak sahibi adına açılmış, nama veya hamiline

nama yazılı olması onun dolaşımını etkiler her grup kendine özgü kurallara göre tedavül eder<sup>70</sup>. Tahsisli yapılacak arzlarda halka arz olmaması nedeniyle izahname ve sirküler aranmamaktadır. Fakat tahsisli alıcı olacak olan tüzel ve gerçek kişilerin sayısının 100'ü geçmemesi şart koşulmuştur. Alıcı "nitelikli yatırımcı"<sup>71</sup> ise sayı sınırlaması aranmamaktadır.

Halka açıklığı teşvik etmek isteyen Türk düzenleyici otoritesi halka açık şirketin tahvil arz etmek için denetimden geçmiş, tasdik edilmiş bilanço verilerinden yer alan öz kaynak toplamının 10 katına kadar limit tanımış bunun yarısı kadarının halka arz edilmekle satılabilmesine izin vermiştir. Halka açık olmayan şirket için bu sınır 6 katı kadar tutulmuş yine yarısı kadar halka arz edilmesine izin verilmiştir. Dolaşımdaki ihraçlar ise bu limitlerde dikkate alınır. Yani daha önce halka arz edilmiş, dolaşımda tahvili olan bir şirket yeniden satış yaparken limitinden dolaşımdaki borçlanma kıymetlerini düşmesi gerekir.

SPK düzenlemeleri açısından AB'de olduğu gibi, düzenlemelerin mantığı yatırımcının korunması üzerine oturmaktadır. Halka açıklık halinde başlayan, SPK'nun alanına giren sermaye piyasası için şirketlerin durumunun bilinmesi önem taşımaktadır. Borçlanma piyasalarında fon talep edenlerin geri ödeme güçlerinin (kredi derecelendirme kuruluşlarınca) değerlendirilmeleri ülkemizde temelleri yeni atılan önemli bir işlevi yerine getirecek. Yatırımcıların korunması açısından bu kuruluşların işlerini iyi yapmaları borçlanacak şirket ve borçlanmanın kendisiyle ilgili yerinde ve doğru tespitler yapmaları piyasanın gelişimi açısından önemli

---

hakların izlendiği hesaptır." denmekle beraber pratikte özel sektör borçlanma araçlarının MKK nezdinde kayden izlenmesi zorunluluğu nama veya hamiline olması ayrımını anlamsız bırakmaktadır.

<sup>70</sup> Reha Poroy, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 11. Bası, 1989, Beta A.Ş. s.57

<sup>71</sup> Aynı Kanunun Madde 3/1-s bendinde "nitelikli yatırımcı; yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibariyle en az 1 trilyon Türk Lirası tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri ifade etmektedir." Denmektedir.

olacaktır. Global borçlanma piyasasının pratiğine bakıldığında gerek düzenlemeler gerekse de tercihler yüksek notlar almış borçlanmalardan yana görünüyor. Yatırım yapılabilir seviyesinin altında talep bulmak ise oldukça zor görünüyor. Türkiye’de finansal piyasalarla ilgili düzenlemeler Türkiye’nin Avrupa Birliği’ne katılma yolunda uyum çalışmalarının da bir sonucu olarak paralel gidiyor.

Kredi derecelendirmesi Türkiye düzenlemelerinde bir zorunluluk olarak alınmamıştır. Derecelendirme yapılması halinde derecelendirme notuna izahname ve sirkülerde yer verilmesi zorunlu tutulmuştur<sup>72</sup>. Derecelendirmeyi yapan kuruluşun söz konusu bilgileri yılda en az bir kez olmak üzere gözden geçirmesi ve derece ile ilgili bir değişiklik gerekli ise notu zamanında güncel hale getirmesi<sup>73</sup> ve kamuya açıklanması gereği<sup>74</sup> düzenlenmiştir.

Türkiye’de aracı kuruluş kullanmadan borçlanma aracı ihraç etmenin düzenlemelerle önüne geçilmesi tercih edilmiştir. Borçlanma araçlarının satışının aracı kuruluşlar tarafından yapılması zorunlu tutulmuştur.

Satılan borçlanma araçlarının ise hak sahipleri bazında MKK nezdindeki hesaplarda izlenmesi zorunlu tutulmuştur. Burada Hazine’nin ihraç ettiği tahvillerde aranmayan bir şart özel sektör tahvilleri için aranmaktadır.

## 2. Yatırımcının Bilgilendirilmesi

### a) İzahname

Halka açılacak menkul kıymetlerle ilgili yükümlülüklerin yerine getirilmesinin esaslarına, düzenlenecek izahname ve sirkülerde yer verilir. İzahname ve sirküler

---

<sup>72</sup> Aynı Kanun Madde 9/1

<sup>73</sup> Aynı Kanun Madde 9/2

<sup>74</sup> Aynı Kanun Madde 9/3

konusu borçlanma araçlarının ihracında önemli bir ayrıntıdır. Borçlanma araçlarının ihracında izahname ve sirkülerin nasıl olacağı açık olarak “İhraççı, ihraççının mali durumu, riskleri, borçlanma araçlarının itfasına ilişkin temel varsayımları, faaliyet kapsam ve sonuçları ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgiler ile yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilecek diğer hususları açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurul tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurulca istenebilecek ek bilgileri içermesi ve izahname ve sirkülerde yer alan bilgi ve açıklamaların belgeye dayandırılması zorunludur”<sup>75</sup> şeklinde belirtilmiştir. İhraç için bir garanti söz konusu ise garantör için de izahname ve sirkülerde temel bilgiler yer alır. Sirküler ve izahnamedeki bilgilerin bağımsız denetim şirketinin raporlarına dayanması ve bu durumda o bağımsız denetim şirketince onaylanmış olması aranmıştır. Bu izahname ve sirkülerlerin aracı kuruluş ve konsorsiyuma katılan üyelerce imzalanması da şart koşulmuştur. İhraççılar bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması konusunda sorumlu tutulmuşlardır. Kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da ihraççının tazmin edemediği zarar için müracaat edileceği belirtilmektedir. Bu nokta da açık olmayan bir şekilde ihraççıya aracılık eden kuruluşa onu bilgilerin doğruluğu konusunda bağlayan bir sorumluluk olmaktadır. İzahnamedeki bilgilerden bağımsız denetim firmaları da kendi konularıyla ilgili olanlarıyla sınırlı olmak şartıyla gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından hukuken sorumlu tutulmaktadırlar. Kurul’ca onaylanmış bu sirküler ve izahnamelerin satış yerlerinde talep edenlere verilmesi amacıyla yeterli sayıda bulundurulması düzenlemede dile getirilmiştir. Halka arz edilen borçlanma araçlarına ilişkin yükümlülüklerin tasarruf sahiplerince kolayca yararlanılabilecek şekilde yerine getirilmesi istenmiştir.

b) Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)

KAP elektronik kamuya duyuru yapmak üzere kurgulanmış bir bilgilendirme platformudur. Menkul kıymetleri İMKB’de işlem gören halka açık şirketlerin, Yatırım Fonlarının, İMKB üyesi Aracı Kurumların finansal tabloları, özel durum

---

<sup>75</sup> Aynı Kanun Madde 13/1

açıklamaları, Esas sözleşmelerinde olan değişiklikler gibi önemli bildirimlerin kamuya elektronik imza teknolojisi ile herkese aynı anda iletildiği sistemdir. Sermaye piyasalarında bilginin önce edinilmesinin sağladığı fayda göz önüne alınarak teknolojinin de verdiği güvenli iletişim olanakları sayesinde sermaye piyasası araçları ve kurumları ile ilgili her bilginin KAP kanalından, herkesin kullanımına aynı anda iletilmesi ve istendiğinde tekrar aynı bilginin görülmesine olanak sağlanmıştır.

### C. İMKB’de Kotasyon

İhraç edilen kıymetlerin ikinci elde işlem görmelerine borsa karar verir. Her borsa gibi İMKB’nin konuyla ilgili düzenlemeleri öncelikle kıymetin borsa kotuna alınması yani kotasyon şartlarını taşıması aranmaktadır. Yönetmeliğin ilk maddesinde “Kotasyon Yönetmeliğinin amacı menkul kıymetlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotuna alınması, kotta kalması, kottan geçici veya sürekli çıkarılması, Borsa pazarlarında işlem görmesi ve işlemlerin sürekli veya geçici olarak durdurulması esaslarını düzenlemek, menkul kıymetlerin sağlıklı ve etkin bir piyasada açıklık ve dürüstlük içinde işlem görmesini sağlamak üzere menkul kıymetleri Borsa kotunda bulunan ve/veya borsa pazarlarında işlem gören ortaklıkların uyması gereken kurallar ile Borsaya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri belirlemektir.”<sup>76</sup> denilmiştir. Bir menkul kıymetin ilgili pazara kabulüne ihraççı kuruluşun veya elinde söz konusu menkul kıymetten Yönetim Kurulu’nca tespit edilecek asgari miktarda bulunduran borsa üyeleri ile ilgili menkul kıymetin halka arzına aracılık hizmeti veren aracı kuruluşun başvurusu üzerine Borsa Yönetim Kurulu karar vermektedir. İlgili bilgi, belge ve kotasyon ücretlerini temin etmek başvuru yapan aracı kuruluş ile ortaklığın sorumluluğu olarak belirtilmiştir. Kotasyon için aşağıdaki uzun listede yer alan bilgi, belge ve beyanlar istenmektedir<sup>77</sup>;

---

<sup>76</sup>İMKB Kotasyon Yönetmeliği, 24 Haziran 2004 Tarihli ve 25502 Sayılı Resmi Gazete Madde 1

<sup>77</sup>Aynı Yönetmelik Madde 9



1. Kotasyon İçin Gerekli Evrak Bilgi ve Belge

a) Bilgi formu

İhraç ile ilgili bilgilendirme içerir.

b) Ana Sözleşme

En son değişiklikleri içerir toplu şekilde hazırlanmış ve ortaklık yetkililerince onaylı ortaklık ana sözleşmesi,

c) Özel Mevzuat

Ortaklığın tabi olduğu özel mevzuat var ise, buna göre alınmış yetki ve izin belgeleri, bir başka ortaklığın lisansı altında çalışılmakta ise lisans sözleşmesi ve benzeri sözleşmelerin örneği ve lisans belgesinin örneği,

d) Genel Kurul Toplantıları

Son üç yılda yapılan olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarına ilişkin belgeler,

e) Bağımsız Denetim Raporları

Son üç yıllık mali tablolar ve son 3 yıla ilişkin bağımsız denetim raporları,

f) Mali Tablolar

Başvuru tarihi, başvuru yapılan yılın üçer aylık dönemlerini geçmiş ise, bir önceki üç aylık dönemin sonu itibarıyla düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş ara mali tablolar

g) SPK Kayıt Belgesi

SPK'dan alınan kayıt belgesi, izahname, sirküler örnekleri ve bunların yayımlandığı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi ile günlük gazeteler,

h) Aracılık Sözleşmeleri

Varsa aracı kuruluşlar ile yapılan anlaşmaların örnekleri,

i) İmza Sirküleri

Ortaklığı temsile yetkili kişilerin imza sirküleri,

j) Türk Ticaret Sicili Gazetesi

Kuruluş ve kuruluştan bu yana tüm ana sözleşme değişikliklerinin yayımlandığı Türkiye Ticaret Sicili Gazeteleri,

k) Nama Yazılı Hisse Senedi

Nama yazılı hisse senetlerinin bulunması durumunda bu senetlerin devir ve temlikinde beyaz cironun kabul edildiğine dair yönetim kurulu kararı,

l) Fiyat Tespiti

Aracı kuruluşça satış fiyatının tespitine ilişkin hazırlanan raporun örneği,

m) Satış Sonuçları

Halka arza ilişkin satış sonuçları (satış işlemi bitmemiş ise tamamlanır tamamlanmaz gönderilecektir),

n) KAP Beyanı

Kamuyu aydınlatma kuralları ve diğer düzenlemelere uyulacağına ilişkin şekli ve içeriği Borsa tarafından belirlenen beyan yazısı,

o) Sigorta

Varsa ortaklık aktifinde kayıtlı bulunan gayrimenkul ve menkullere (makine, teçhizat gibi) ilişkin sigorta poliçeleri,

p) Fikirsal Varlıklar

Varsa ortaklık mülkiyetinde bulunan marka, logo, lisanslar ve benzeri haklara ilişkin belgeler,

q) Hukuksal Durum

Bu Yönetmeliğin 13 üncü maddesinin birinci fıkrasının (h) ve (k) bentleri gereğince Borsa tarafından belirlenen usul ve esaslara göre düzenlenen ve hukuki durumu teyit eden rapor ile diğer beyanlar.

İMKB kotasyon Yönetmeliğinin 16. maddesinde yer alan borçluluğu temsil eden

kıymetlerin kotasyonu konusunda Şu Şartlar sıralanmıŐtır;

2. Başvuru

BaŐvurunun tertibin tamamı için yapılmış olması,

3. Tutar

İhracın nominal tutarının en az 850.000 TL olması,

4. İhraç

İhracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması,

5. Ortaklığın;

- a) Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı (halka açık ortaklıklarda halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerinin denmiŐ ya da çıkarılmış sermayesine oranı en az % 25 ise 2 yıl) geçmiş olması,
- b) En son döneme ait mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,
- c) Başvuru tarihinden önceki art arda 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre vergiden önce kr etmiş olması, halka açık ortaklıklarda halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerinin denmiŐ ya da çıkarılmış sermayesine oranı en az %25 ise, en son yılda kr etmiş olması,
- d) Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki öz sermaye toplamının en az 1.600.000 TL olması,
- e) Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmif ve kabul edilmiş olması,
- f) Menkul kıymetlerinin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,

- g) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
- h) Esas sözleşmenin Borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması.

Buraya kadar açık olan şartların yanında bir de ihraççı şirketin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebileceği finansman yapısı Borsa yönetimince tespit ettirilip kabul edilmiş olması şartı aranmaktadır ki bu da borsaya kotasyon konusunda açık bir kapı bırakmaktadır.

Kota alma ve kota alınmadan işlem görmesine izin verilecek Özel Sektör Tahvilleri için Pazar Kayıt Ücreti olarak borsa binde bir oranında ücret almaktadır. Bu da en az bin en fazla on bin TL ile sınırlandırılmıştır. Kotta kalmak da ücretlidir ve bunun için de giriş ücretinin dörtte biri ikinci yıldan itibaren istenmektedir. Buna karşılık Devletin ihraç ettiği kıymetlere ayrımcılık yapılmakta ücret alınmamaktadır. Hem İMKB hem de SPK'ya ödenen ücretlerin yüzde ellisi tutarında finansal faaliyet harcı ödenmektedir.

## **V. TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ BORÇLANMALARINDA SORUNLAR**

ÖST ihraçlarının çok sınırlı olduğu ülkemizde kamu otoritesi yakın zamana dek önünde engeller tuttuğu bu menkul kıymetlerin önünü yavaş yavaş açmaktadır. Çeşitli vergi ve harçlar kaldırılmış, borsa ve saklama ücretleri iyileştirilmiştir. Fakat toplamda bakıldığında yine de alınması gereken yol vardır. Borçlanma araçlarını ihraçta toptan alıp perakende satışını yapan yatırım bankacılığı küresel olarak

kullanılan bir ihraç yöntemiye<sup>78</sup> Türkiye’de tasarrufların sığılı böyle bir riski almaya yanaşacak bir bankayı ortaya çıkarmamakta, üstelik ihraç masrafları nedeniyle bankanın kredisini kullanmak çoğu zaman daha cazip kalmaktadır.

Halka arz ile ihraç edilecek kıymet için oran ve fiyat, hazırlanan izahname ve sirküler Kurul Onayı’na girmeden önce belirlenmektedir. Bununla birlikte Kurul Kayıt Belgesi’nin alınması, izahnamenin tescili, sirkülerin gazetelerde ilanı ve satış başlangıcına kadar geçmesi gereken süre ile birlikte faiz oranının tespiti üzerinden ortalama beş gün geçmektedir. Piyasa koşullarının her an değıştiği günümüzde tahvil ve bono gibi kıymetlerin piyasaya uygunluğu ve güncelliği açısından beş gün çok uzun bir süredir. Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) Özel Sektör Borçlanma Araçlarının İhracında Karşılaşılan Sorunların Çözüm Önerileri ve İhraçlar Sırasında Karşılaşılan Sorunlara İlişkin Alt Çalışma Grubu Çalışma Notu’nda bu durumu şöyle ifade etmektedir: “Bilindiği üzere halka arz şeklinde yapılan ihraçlar için düzenlenen izahname ve sirkülerlerde ilgili kıymetin faiz oranı ve ihraç fiyatının belirtilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte tahsisli ihraçlarda, fiyat tespit yönteminin ve endikatif bir fiyatlamının Kurul’a sunulması ve onaylanması ile birlikte ihraç fiyatı, aynı gün Kurul’a bildirilmek suretiyle, ihraç günü hesaplanabilmektedir. İkincil piyasanın gelişiminin önem taşıdığı ve ancak halka arz ihraçların sıklığının sağlanması ile bu gelişimin mümkün olabileceği borçlanma senetlerinde, halka arzlar için var olan bu dezavantajın giderilmesi büyük önem taşımaktadır. İzahname ve sirkülerlerde fiyat tespit yöntemi, fiyata temel teşkil edecek kıymetler ve şirket için belirlenen ek getiri oranının ilan edilmesinin yeterli olacağı, ihraç fiyatının satış süresinin ilk gününde ilan edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.”<sup>79</sup>

İhraca aracılık edecek kurumların kazancına temel olacak olan rakam esas olarak borçlanmanın büyüklüğüdür. Miktar ekonomisi gereği büyük ihraçlarda görece daha düşük bir oranda masraf ortaya çıkacaktır. Tahvillere ödenecek faizlerle ilgili bir kısıtlama bulunmamakta ihraççı tarafından belirlenmektedir. Hatta ihraççı aynı tertibin satışıdaki farklı serilerine farklı faizler belirlemekte serbesttir. Ancak değışken

---

<sup>78</sup> Shapiro v.d., a.e. s.292

<sup>79</sup> TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu. (çevrimiçi) 07 12 2009  
<http://www.tusiad.org/FileArchive/2008.12.30-BorçlanmaSenetleriHakkındaSPCGGorusleri.pdf> s.2

faizin hesabının nasıl olacağı sirküler ve izahnameye koyulması ve vade sonuna dek yasal zorunluluklar dışında değişiklik yapılmaması kaydıyla değişken faiz verilmesi mümkündür. Burada ortaya çıkan sorun ise 3-5 günde dahi değişen piyasa faizlerinin ihracının ihracı gerçekleştirilene kadar değişmesi olasılığı ve ihracın bu nedenle başarısız olabilmesi söz konusudur.

Türkiye’de Özel Sektör Borçlanma araçlarının önündeki bir başka büyük engel de kıymetlerin Repo-Ters Repo işlemlerine konu olamamasıdır. Borçlanma araçlarının geri alım taahhüdü ile satılması işlemi yapmaya yetkili aracı kurum ve kuruluşlar bu kıymetleri ellerinde bulduran yatırımcıların geçici fon ihtiyaçları için geçici sürelerle bu kıymetleri ellerinden çıkarmaları mümkün olsa da bu olanak Özel Sektör Tahvillerine ne yazık ki tanınmamaktadır<sup>80</sup>. Repo işlemlerine konu edemeyeceğiniz bir kıymeti almak vade sonuna dek geçici fonlama olanaklarından dahi faydalanamamanız anlamına geleceğinden bu kıymetlere olan talebin önemli bir şekilde engellenmesi durumu söz konusu olmaktadır. He ne kadar TÜSİAD “Özel sektör borçlanma araçlarının repoya konu edilmemesindeki en önemli nedenin fiktif emisyon hacmi yaratma riski olduğu bilinmektedir. Bununla birlikte, ihracının ihraç etmiş olduğu kıymetle ikincil piyasada ters repo işlemi yapma olasılığını ortadan kaldırmak amacıyla, ihraççı tüzel kimliğinden ve ortaklarının, ihraç ettikleri özel sektör tahvilleri ile repo işlemi gerçekleştirmeyeceklerine dair taahhütname alınmasının çözüm olabileceği düşünülmektedir. İhracın halka arz olması halinde, izahname ve sirkülerde konuyla ilgili bilgilere yer verilmesi doğru olacaktır.”<sup>81</sup> şeklinde bir görüşe sahip olsa da bizce repo yoluyla kamu menkul kıymetlerine alternatif olabilecek bir ürünün piyasaya önemli bir adım atması istenmemektedir. Zira repo ile fonlanabilecek kıymetlerin içinde sayılması halinde yapılacak ihraçları satın alanların sayısı çok geniş kitlelere yayılabilecektir. Hazine’nin geniş miktarda borçlandığı bu piyasada yeni bir alıcının girmesi hem bankaların kredi kanallarının daralmasına hem de Hazine’nin bir rakip kazanmasına neden olacaktır.

---

<sup>80</sup> 31/7/1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmî Gazetede yayımlanmış Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım ve Satımı Hakkında Tebliğ, Madde 5

<sup>81</sup> TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu. (çevrimiçi) 07 12 2009

<http://www.tusiad.org/FileArchive/2008.12.30-BorçlanmaSenetleriHakkındaSPCGGorusleri.pdf> s.3

## A. İhraççı Açısından Özel Sektör Tahvili

Özel sektör tahvili ihraç etmenin önünde engel oluşturulması büyük ölçüde kamu borçlanma ihtiyacından etkilenmiştir. Kamu borçlanma araçlarının tabi olmadığı birçok masraf özel sektör borçlanma aracı ihraç etmek istendiğinde ortaya çıkmakta ve borçlanmak isteyenlerin üzerindeki yükleri artırmaktadır.

Genel olarak listelemek gerekirse Özel Sektör Tahvili ihraç ederken şöyle masraflarla karşı karşıya kalınmaktadır;

### 1. SPK kayda alma ücreti

Bu ihraç tutarına bağlı olarak hesaplanmakta ve binde 2 olarak uygulanmaktadır. 100 milyon TL'lik bir ihraçta 200 bin TL tutan bu miktarın borçlanma kıymetleri için yüksek olması eleştirilerine SPK bir aksiyon almamıştır<sup>82</sup>. İMKB'nin kotasyon ücretlerinde uyguladığı üst limit 10bin TL gibi bir uygulama SPK'da kabul görmemiştir.

### 2. İMKB kota alma ve sürdürme ücreti

İMKB Özel Sektör Tahvillerini mevcut durumda kota almamakta ama bunların işlem görmelerine izin vermektedir. Kota alma ve kotta kalma ücretleri ise aynen uygulanmaktadır. Kota almak için uygulanan oran binde 1 olarak koyulsa da en fazla 10binTL ile sınırlandırıldığı için aşırı rakamlara ulaşmamaktadır.

---

<sup>82</sup> SPK kayıt ücreti Eylül 2009'da (Bakanlar Kurulu'nun 28/07/2009 tarih ve 2009/15330 sayılı kararı 04 Eylül 2009 Resmi Gazete Sayı:27339) ile düşürülmüş kademeli hale getirilmiş 2 yıllıktan uzun vadelerde binde 2 olarak kalmış ve 1-2 yıl vade için binde 1 olarak revize etmiş olsa da bu düzenleme daha çok 2 yıllıktan kısa vadelerde arz edecek olanlara sembolik bir kolaylık olarak görülmektedir. Piyasa tarafından anlaşılabilir olması bakımından gösterge tahvile endekslenen faizleriyle Özel Sektör tahvilleri 2 yıllık olarak ihraç edilmekte ve SPK kayıt ücreti bu anlamda bir değişikliğe uğramamış bulunmaktadır.

### 3. Saklama ücreti

Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde saklanması zorunlu olan Özel Sektör Tahvillerinin bu kuruluştaki saklama masrafları onbinde 1,5 olarak uygulanmaktadır.

### 4. Diğer masraflar

#### a) Aracılık Yüklenim giderleri

Aracı kuruluşlar ile yapılması zorunlu ihraçta aracılık komisyonu ihraç tutarı üzerinden %1-2'si kadar olmaktadır.

#### b) Derecelendirme

İhraççıların derecelendirme almaları halinde bunun masrafları olacaktır. Mevcut uygulamada ihraççının herhangi bir derecelendirme zorunluluğu bulunmamakta, derecelendirme ihtiyari tutulmaktadır. Şu anda derecelendirmeye bağlı bir aksiyon olmadığı için derecelendirme talep görmemektedir<sup>83</sup>. Eğer sigorta şirketleri, Sosyal güvenlik kuruluşları, yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, özel emeklilik sandıkları gibi kuruluşlar mevzuat doğrultusunda özel sektör tahvillerine ya yatırım yapamamakta ya da çok az yapabilmektedirler. Derecelendirme faaliyetinde alınan nota bağlı olarak bu fonların alınan notun yüksekliğine göre artan oranlarda yatırım yapabilmeleri yapılacak düzenlemelerle gerçekleştirilebilir. Fakat burada yine kamunun borçlanma piyasalarında rakip istememesi konuyu henüz gündeme getirmemektedir.

Son yıllarda alınan bazı kararlarla bu farklılıkların azaltılması bir heyecan yaratmış özel sektörün borçlanmasında hareketlenme olacağı beklenmeye başlamıştır. Bunun

---

<sup>83</sup> Özellikle yurt dışı örneklerde görüldüğü gibi derecelendirmeye bağlı bir portföy çeşitlendirme gereği Türkiye düzenleyici otoritesi SPK tarafından getirilmemiş olduğundan derecelendirmeyi özendirici bir ortam henüz mevcut değildir.



en önemli nedenlerinden birisi tabi olunan stopaj oranlarının %10'da eşitlenmesi olmuştur. Fakat eşitsizliğin daha birçok kalemi mevcuttur. SPK ve İMKB gibi kuruluşların aldığı ücretler ek masraflar oluşturmaktadır. SPK binde 2 oranında bir kayda alma ücreti almaktadır<sup>84</sup>. Binde altı seviyesindeki damga vergisi iki yıllık bir ihracın maliyetini %0.3 artıran ihraçların büyük masraf kalemlerinden biri ve SPK ve İMKB'nin kotasyon ücretlerinin yarısı kadar olan finansal faaliyet harçları da kaldırılmıştır. İkinci elin olmazsa olmaz olduğu düşünülecek olursa borsada işlem görmek için de borsaya kote olmanın gereği binde bir (min.1000 maks. 10.000TL) masraf ortaya çıkmaktadır. İhraç edilen kıymetlerin saklamacı kuruluş olarak MKK'nda saklanması zorunlu olduğunda on binde 1,5 saklama ücreti de işin içine girmektedir. Bu durumda en fazla yük SPK'nun aldığı binde 2 kayda alma ücreti olmaktadır.

Son yıllarda 2006-2008 arasında yapılan 8 özel sektör tahvili ihracından 6'sı hakkında ihraç masrafları ile ilgili yeterli bilgi bulunmaktadır<sup>85</sup>.

**Tablo 3 Özel Sektör Tahvili İhraç Masrafları**

İhraççı	Yıl	İhraç Miktarı	Komisyon	SPK Kayıt Ücreti	Toplam Masraflar
Koç Tüketici Fin. ve Kart Hizm. A.Ş.	2006	100,000,000	250,000	200,000	1,195,000
Altıyıldız Mens. Ve Konf. Fab. A.Ş.	2006	50,000,000	250,000	100,000	1,047,700
Creditwest Fact. Hizm. A.Ş.	2008	50,000,000	250,000	100,000	673,500
Koç Tüketici Fin. ve Kart Hizm. A.Ş.	2008	150,000,000	225,000	300,000	637,500

Kaynak: TÜSİAD, 30 Aralık 2008,Ref: A/UÜ/08-2339

Masrafların çokluğu alıcının bir sorunu olmaktan çok borçlanana etkilemektedir. Yapılan ihraç masrafları vergi ve harçlardan ibaret değildir. Tanıtım masrafları, danışman ücretleri, aracı kuruluş ücretleri gibi masraflar mevcuttur. Fakat bu

<sup>84</sup> SPK kayıt ücreti Eylül 2009'da (Bakanlar Kurulu'nun 28/07/2009 tarih ve 2009/15330 sayılı kararı 04 Eylül 2009 Resmî Gazete Sayı:27339) ile düşürülmüş kademeli hale getirilmiş 2 yıllıktan uzun vadelerde binde 2 olarak kalmış ve 1-2 yıl vade için binde 1 olarak revize edilmiştir.

<sup>85</sup> TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu. (çevrimiçi) 07 12 2009  
<http://www.tusiad.org/FileArchive/2008.12.30-BorçlanmaSenetleriHakkındaSPCGGorusleri.pdf> s.5

masraflar ilgili kuruluşlarla ihraççı tarafından karşılıklı olarak kararlaştırıldığından esnekliği olan ücretlerden kaynaklanmaktadır.

Aracı kurumların yapılan özel sektör ihraçları için talep ettiği komisyonlar genellikle binde 2,5-5 mertebesinde olmaktadır. İhraçların boyutu arttıkça bu oransal miktar düşebilir. 2006 yılındaki Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri A.Ş.'nin 100 milyon TL'lik ihracında 250binTL aracı kurum komisyonu ödenmiştir. SPK kayıt ücreti 200bin TL, reklâm ve tanıtım masrafları, noter ücretleri gibi birçok masrafın toplamı 1195bin TL ödenmiştir. %1,195 tutarındaki bu masrafların 2 yıllık bir ihraç için yapıldığı düşünülduğünde bu işin çok masraflı olduğu görülmektedir.

**Tablo 4 Koç Tüketici Finansmanı İhraç Masrafları 2006**

<b>Koç Tüketici Finansmanı Tahvil İhracı (2006)</b>	<b>İhraç Masrafları</b>
Aracı Kuruluş Komisyonu	0,25%
Reklâm, tanıtım, noter vs masrafları	0,72%
SPK Kayda Alma Ücreti	0,20%
İMKB Kotasyon Ücreti	0,01%
MKK Saklama Ücreti	0,015%
TOPLAM	1,195%

**Tablo 5 Koç Tüketici Finansmanı İhraç Masrafları 2008**

<b>Koç Tüketici Finansmanı Tahvil İhracı (2008)</b>	<b>İhraç Masrafları</b>
Aracı Kuruluş Komisyonu	0,15%
Reklâm, tanıtım, noter vs masrafları	0,054%
SPK Kayda Alma Ücreti	0,20%
İMKB Kotasyon Ücreti	0,006%
MKK Saklama Ücreti	0,015%
TOPLAM	0,275%

Halka tahvil ihraç ederek kaynak bulmak isteyen şirketin önündeki masraflar bunlarla kalmamaktadır. Şirketin, Hazine Bonosu, Devlet Tahvili almak yerine, ihraç ettiği tahvili alması için yatırımcıyı ikna edecek bir ek faiz vermesi gerekir. Borçlanan için maliyet yukarıdaki resmi maliyetler ile satışın bileşiği toplandığında

%21.45'e yükseliyor. Ancak borçlanan için masraflar burada bitmiş değil. Aracılık masrafları olarak adlandırılan aracı kurumun satış ve pazarlama maliyetleri, ilan ve reklâm maliyetleri başka bir masraf grubudur. Bundan öte bir de aracılık eden aracı kuruluşun borçlanmanın bakiyesini yüklenim taahhüdü altına girmişse bunun da primi olacaktır.

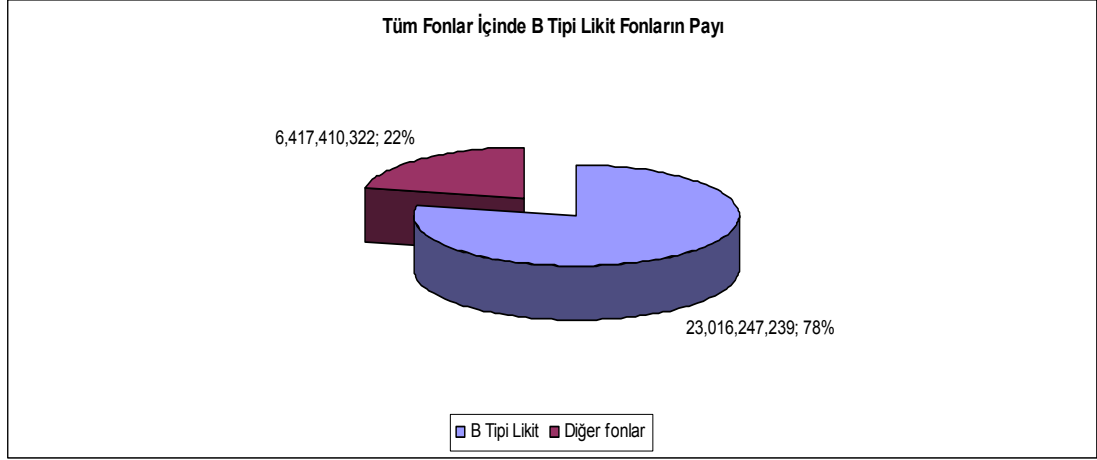
Bu durumda İMKB'de kote olmak ve borsada işlem görebilmek üzere yapılması gereken kotasyon harcaması olacaktır. En fazla 10 bin TL olabilen bu binde birlik kotasyon ücreti ve bunun yarısı kadar da finansal faaliyet harcı ödenmesi gerekir. Ayrıca her yılın bunun dörtte biri kadar kayıta kalma ücreti de ödenmesi gereklidir.

## **B. Talep Açısından Özel Sektör Tahvili**

İhracın satılmasının hedeflendiği yatırımcı kitlesinin ilgilendiği konu alacağı faiz olacak, risksiz getiri oranı olan devlet bonolarından ne kadar fazla faiz alacağına bakacaktır. Bu oran 2006 yılındaki Koç Tüketici Finansmanı ihracında %0,87 olarak belirlenmiş o zamanki gösterge tahvil olan 16 Temmuz 2009 vadeli tahvilin bileşik getirisine %0,87 eklenerek ihraç faizinin belirleneceği izahnamede açıklanmıştır. Böylelikle ihracın bileşik faizi gösterge tahvilin %20,31 olan bileşik faizine %0,87 risk primi eklenerek %21,18 olmuştur.

Türkiye'de en büyük fon tasarruflarının toplandığı likit fonların, toplam fon portföyleri içindeki payı çok fazla değişiklik göstermemekle beraber (21 Ocak 2010 itibarıyla) %78,2'dir. 23 milyarlık TL'lik bu rakamın fon yöneticileri 180 günden fazla vadeli sabit getirili kıymetlere SPK tarafından düzenlenmiş fon mevzuatı gereği yatırım yapamamaktadırlar. Ortalamada 45 günlük bir vade tutmak zorunda olduklarından pratikte en azından iki yıl vade ile ihraç edilen ÖST almalarının imkânı bulunmamaktadır. 29 milyar TL'lik büyük bir tasarruf havuzundan ÖST'nin pay almasının önünde yer alan zorluklar büyüyen Bireysel Emeklilik fonları için de söz konusudur.

**Şekil 2 Tüm Fonlar İçinde B Tipi Likit Fonların Payı**



Kaynak: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.

Özel sektör tahvillerinin en önemli potansiyel alıcısı bu kurumsal portföyler ihraçlara katılamamaktadırlar<sup>86</sup>. Yatırım fonları ise iç tüzüklerinde madde yok ise yine yatırım yapamamaktadırlar. Bu fonların portföylerinde yer alan ÖST miktarı ise Binde 0,2 (yaklaşık 45 milyon TL) seviyesindedir.

İkinci el piyasası olmayan şirket tahvilini bir nakit ihtiyacı ile karşı karşıya kaldığında satabileceğini bilmeyen bir yatırımcı almaya pek yanaşmayacaktır. Doğal olarak İMKB’de işlem görebilmesi özel sektör tahvilinin sahip olması beklenen bir özellik olacaktır.

Önceki sayfalarda da belirtildiği üzere geçmişte olumsuz deneyimler yaşamış olan tasarruf sahipleri ortalama 1,5 aylık mevduat süresinin bulunduğu bir tasarruflar havuzunda 2 yıllık tahvile, hem de özel sektör tahvili olması halinde yatırım yapmaktan çekinmekte, bu kıymetler için oluşan risk primleri ancak sınırlı sayıda yatırımcıya hitap edebilmektedir.

<sup>86</sup> -28/2/2002 Tarih ve 24681 Sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik,  
- 21/1/2006 Tarih ve 26056 Sayılı Resmi Gazetede yayınlanan “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri: VII, No: 27 ile değişik “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği” Madde 5/i-iv bendlerinde sınırlamalar sayılmıştır.

## VI. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE VE TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ İHRACI VE ŞARTLAR, İNGİLTERE ÖRNEĞİ

Avrupa Birliği sınırları içerisinde önemli finansal merkezlerden biri olarak Londra'da özel sektör tahvili ihraç koşulları diğerleri ile benzerlikler gösterir. Bunun en önemli nedeni gerçekleştirilen uyumlaştırma çalışmaları ile ihraçlarda aranan koşulların AB sınırları içinde farklı olmaması hedefine ulaşmaktır. Bu nedenle inceleyeceğimiz Londra Borsası'nda işlem görmek üzere kote edilme, saklama, düzenleyici otorite FSA'de kayda alınma, gibi işlemler için yapılacak masraflar ile Türkiye'de aynı işlemleri yapmakla karşılaştırılabilir.

### A. Şirket Borçlanmalarının Maliyetini Etkileyen Unsurlar<sup>87</sup>

#### 1. Risksiz Getiri

Entegre bir pazarın risksiz getiri oranına etkisi olacaktır. Şirketler borçlanırken öncelikle buldukları pazarda risksiz getiri sunduğu varsayılan Devlet Tahvillerine oranla belli bir miktar daha fazla getiri sunmaları gerekir. Bu oran tüm şirket borçlanmaları için temel alınan bir faiz yerine geçmektedir. Şirketler bu seviyenin üzerine ek faizler sunarak borçlanabilmektedirler.

#### 2. Kredi Faizi Makası

Entegre bir pazarın kredi faiz farkı(spread) üzerine etkisi olacaktır. Yatırımcıların risksiz devlet tahvilleri yerine şirket bonosunu tutmak için ek bir faiz talep etmeleri doğaldır. Bu ek faiz bononun faizlerinin veya tamamen kendisinin ödenememesi riskine karşılık talep edilen bir farkı ifade etmektedir. Çünkü diğer yanda devlet

---

<sup>87</sup> By London Economics **Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford economic Forecasting, November 2002, (çevrimiçi)  
<http://www.northwaybroker.net/documents/EUFinancialServicesReport.pdf> s.54-97

aldığı borcu problemsiz geriye ödeyecektir. Burada kredi derecelendirme<sup>88</sup> ile geri ödeme kapasitesini belgelendirme konusu bu faiz farkında belirleyici bir öneme sahiptir. Şirketlerin ihraç ettikleri bonoların faiz farklarını etkileyen başlıca iki unsur bulunur. Bunlardan biri belli bir borç ihracına yatırımcıların verdikleri değer, diğeri ise başlıca yatırımcıların portföylerinin yapısıdır. Yatırımcı arzuladığı portföy yapısına uygun kıymetlere ilgi gösterir.

### 3. İhraç Masrafları

Entegre bir pazarın ihraç masraflarına etkisi olacaktır. Bakiyeyi yüklenim<sup>89</sup> masrafları, yönetim masrafları ve satış komisyonları her türlü ihraçta finansal araçlar tarafından pazara bu yeni borçlanmayı sunmak için işletilen masraflardır. Buradaki masraflar borçlanan şirketin üzerindeki yükleri etkilemektedir. Yatırımcının herhangi bir yüklenimine neden olmaz. Söz konusu masrafların yüksekliği şirketin borçlanma isteğini olumsuz etkileyecektir.

### 4. İkinci El Piyasa

Entegre bir pazarın ikinci el piyasa işlemlerinde oluşan maliyetlere etkisi olacaktır. İhraçta ilk elden bonoları satın alan yatırımcılar gereğinde bunları likid hale getirebilme imkânları olmasını isterler. Eğer ikinci elde satmalarının zor olacağını düşündükleri bir kıymet var ise almak için daha cazip fiyatlar isteyeceklerdir. Bonoyu ihraç eden şirketin kredi derecesinden bağımsız olan bu konu ikinci el piyasadaki alıcı satıcı ve alınan satılan kıymetler ve bunların işlem sıklığıyla kısaca piyasanın derinliğiyle ilgilidir.

---

<sup>88</sup> Kredi derecesi kredi derecelendirme şirketinin bu şirketin borçlanmasının taşıdığı riskleri derecelendirmesidir. Yüksek kredi derecesi düşük riskleri ve dolayısıyla düşük bir faiz farkı talebini düşük kredi derecesi ise tersini ifade eder.

<sup>89</sup> Şirketin menkul kıymet ihracının satılmayan kısmını almayı garanti etmek için ihracı yöneten şirketlerin alım garantisi vermesidir. Araçların bu nedenle katlanacağı fonlama masrafları gibi giderler olabilecektir. Bu giderleri karşılamayı göze alan, borçlanma aracını ihraç eden şirket ihracın başarısını garantilemektedir.

Yatırımcıların risk değerlendirmeleri o şirketin bono kuponlarını ya da bononun vade sonunda itfasını sorunsuz yapıp yapamayacağına dair oluşur. Şirketin yatırımcıya geri ödemelerinde zora düşme olasılığı hesaplanmaya çalışılarak faiz farkı talebi oluşturulur. Büyük bütünleşmiş bir piyasanın küçük yerel bir piyasadan daha fazla ve daha canlı kredi olanaklarını sunacağı açıktır. Bir bölgedeki sermaye ihtiyacı bütünleşme sonrasında diğer bölgelerden sağlanabilir hale geldiğinden. Arz ve talep sayıları artacak, bunun piyasaya derinlik kazandırıp fiyat istikrarı getirmesi beklenen bir sonuç olacaktır. Ayrıca portföy yönetimi tekniği açısından riskin çeşitlendirilebilmesinin maliyetleri azaltıcı etkisi ihraç eden şirketin sunması gereken risk primini azaltacağından şirketin katlanacağı ihraç maliyeti düşecektir. Buna ek olarak ihracın kendisinin büyüklüğü de ikinci el pazarının daha derin olması olasılığını artıracığından dolayı ihracın büyümesi risk primini düşürücü etki yapmaktadır. Vadenin uzunluğu ise diğer şartlar aynı kalırken risk primini artıracaktır. Özel sektör bonolarının likiditesinin azlığına kurumsal yatırımcıların bu bonoları alıp vade sonuna kadar beklemeleri neden olmaktadır. İhraçta satılan kıymetlerin neredeyse bir haftada likiditesini yitirmesine neden olan bu sorun alıcıların yoğunlaşması olarak adlandırılabilir. İhraç piyasasında kıymetlerinizin dağınık olarak talep bulması ikinci el derinliğini ve bundan kaynaklanan risk primini olumlu etkileyecektir.

Tek finansal Pazar olmanın, ulusal sınırları eklentisiz bir şekilde aşan yatırım olanaklarının da likidite, derinlik, yanında etkisi büyüktür. Takas sistemlerinin verdiği hizmetin tüm birlik boyutunda yaygınlığı önemlidir. Avrupa içinde ulusal sınırlarda farklı iflas prosedürlerinin bulunması elinde kıymet bulunduran yatırımcıların bir iflas halinde hangi sıralarda olacağı konusunda düzenlemeler önem taşımaktadır. Bu nedenle ulusal yasal düzenlemelerin farklılığı sermayenin önüne bir bariyer olarak çıkmaktadır.

İhraç masraflarında tek finansal Pazar ile beraber düşüşler görülmektedir. Euro cinsinden ihraçlarda toplam masrafların 1994'ten 2001'e %1,55'ten %0,43'e gerilediği Dolarda ise aynı gerilemenin %1,30'dan %0,59'a olduğu tespit edilmiştir<sup>90</sup>.

## B. Yatırımcının Korunması

Şirketlerin borçlanmaları sermaye piyasalarında yatırımların maruz kalacağı risklerin ölçülmesi konusu kuralları gerektirir. Avrupa Birliği'nde konu daha çok yatırımcıların zarara uğratılmasının önüne geçilebilmesi açısından ele alınmıştır. Bu ele alışın arkasındaki itici güç ise birçok yatırımcının büyük miktarda parasının yok olduğu ABD'deki Enron ile İtalya'daki Parmalat şirketlerinin batışları vardır. Arkada bıraktıkları milyarlarca dolarlık alacaklı kitlenin durumunun finansal sistemin sağlığı üzerine kuşku doğurması sonrasında ciddi biçimde düzenlenmiştir. Şirketlerin hatalı yönetilmesine karşı savunma hatları kurulmaya çalışılmıştır. İç kontrol, denetçiler, sektörel gözetim ve hukuk düzenlemelerinden oluşan 4 hatlı bir yapı AB Komisyonu tarafından tasarlanıp önerilmiştir<sup>91</sup>;

### 1. Kurumsal Yönetim İlkeleri (Corporate Governance)

Şirketlerin kötü yönetiminin o şirketin ihraç ettiği kıymetlere yatırım yapmış yatırımcıların zarar etmesine karşı ilk savunma hattı şirketin iç kontrol sistemi ve kurumsal yönetimidir. Bu iç kontrol fonksiyonunun şirket yönetim kuruluna bağlı olması genel uygulamadır.

---

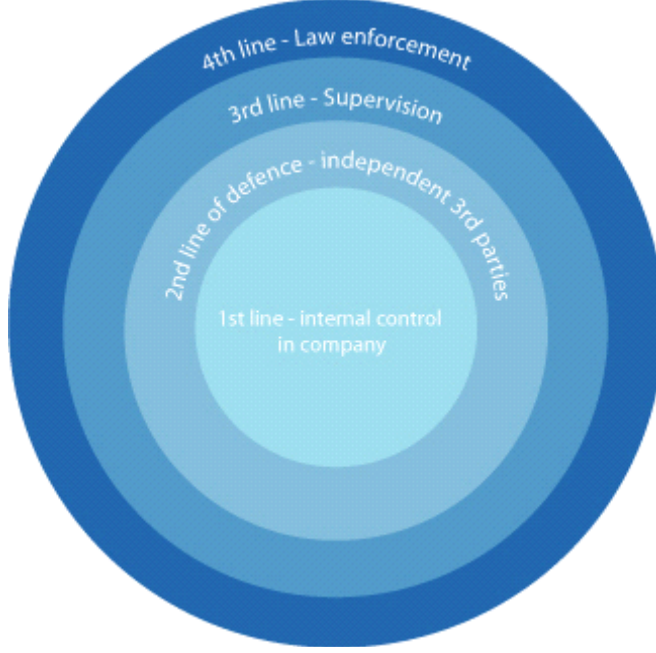
<sup>90</sup> By London Economics **Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford economic Forecasting, November 2002, (çevrimiçi)

<http://www.northwaybroker.net/documents/EUFinancialServicesReport.pdf>, s. 89

<sup>91</sup> **COM(2004)611 final, Preventing and Combating Corporate and Financial Malpractice** (çevrimiçi) 12 12 2009 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0611:FIN:EN:PDF> s.2



**Şekil 3 AB Komisyonunun önerdiği 4 hatlı yatırımcı koruma düzeni**



Kaynak: EU Commission Communication 2004/611

## 2. Denetim

Denetim kavramı ise ikinci hattı oluşturmaktadır. Denetçilerin bağımsız olması, şirkete adil bir bakışla hesaplarının gerçeği yansıttığını tescil etmeleri beklenir. Şirket hukukçuları, finansal aracılar, yatırım bankaları gibi kurumlar da şirkete bono ihracı, Kıyı Bankacılığı (Offshore banking) işlemleri gibi konularda öneride bulunmaları halinde bu denetimin bir parçası haline gelmektedirler. Örneğin bir aracı kuruluş şirketin yeterli geri ödeme kapasitesi olmayacağını gördüğü bir özel sektör bono ihracına aracılık etmekten sakınmalıdır.

## 3. Yasa

Üçüncü savunma hattı olarak da yasal çerçevenin uygulanması ve bunun gözlenmesiyle kurulmaktadır. Yatırımcılar haklı olarak yasalara uyulduğunu bilmek isterler. Tabi yaşanan skandalların bu yönde bir eksiklik olduğunu gösterdiği de biliniyor.

#### 4. Denetleyici Düzenleyici Kurumlar

Son savunma hattı ise kolluk güçlerinin ve yasa uygulayıcılarının, finansal suçlarla uğraşan kamu otoritelerinin ve yasal olmayan zararlı finansal aktiviteyi engellemekle görevli kuruluşların oluşturduğunu söyleyebiliriz. Yasal çerçeveye riayet edildiğini izleyen otoritelerle yasalaştırma ve bu konuyu düzenlemekle görevli kuruluşların işbirliği yaptığını ve böylece yasal altyapının geliştirildiğini söyleyebiliriz.

Yukarıda sayılan savunma hatlarının, durumu kötü olmasına rağmen milyonlarca Euro şirket bonusu ihraç edebilmiş bir Parmalat örneği ortada iken iyi çalıştığını söylememize olanak bulunmuyor. Karmaşık finansal ürünler ve sermayenin kıyı bankacılığı hesapları dâhil rahat dolaşmasının önünde engellerin bulunmaması, izlenebilirliğin azalmasına ve finansal uygunsuzlukların oluşmasına neden olmaktadır. Şirket iç denetiminin ve yönetiminin zaten uygulamayı yürütmesi ilk hattın işlememesine neden olmuştur. İkinci hat olan dış denetim fonksiyonu da dış denetim mevzuatlarının denetçilere ciddi sonuçları olan sorumluluklar yüklememesi onların da görebilecekleri bazı şeyleri görememelerine neden olabilmektedir. Bu şirketin ihraç ettiği kıymetlerin aracılar tarafından sorunlu görülmemesi de satıp elden çıkarıp riski üstünden atacağı ve kâr edeceği inancında olmalarından kaynaklanmıştır. Kıyı bankacılığı hesaplar kullanıldığı için de üçüncü hattın denetimi dışına çıkmaktadır. Kıyı bankacılığı otoriteleri bilgi vermediklerinden şirketin finansal durumu ve gidişatı hakkında detaylı bilgi edinilmesi mümkün olmamaktadır.

Bu durumda AB komisyonunun düzenlemelerinde iyileştirmeler yapılmıştır. Finansal Hizmetler Aksiyon Planı (Financial Services Action Plan-FASP) adı verilen bir dizi çalışma 1999 duyurulmuş ve 2004 yılına dek topluluk bünyesinde finansal piyasaların özellikle yatırımcıların korunması ve yolsuzlukların önüne geçmek üzere 42 adet düzenleme yapılmıştır. Kurumsal yönetim ve iç denetim halkalarında şirket yönetiminin ellerinde bir emanet tuttukları ve bu yönde sorumlulukları olduğu, yatırımcılara ve paydaşlara sorumlulukları olduğu ilkesi getirilmiştir. Şirketin elindeki finansal ve önemli finansal olmayan bilgileri kurumsal yönetim ilkeleri

doğrultusunda açıklama gereği, denetim firmalarına rotasyon, belli miktarın üzerinde nakit hareketlerde otoritelere bildirim getirilmiştir<sup>92</sup>.

## C. Yatırımcının Bilgilendirilmesi

### 1. İzahname<sup>93</sup>

Avrupa Topluluğu Komisyonu Menkul kıymet ihraçlarını düzenlerken izahname konusuna büyük önem vermiş, buradaki gerekli bilgilerin geçerliliğine, yalın gerçeği yansıtır olmasının sağlanmasına özen gösterilmesini aramaktadır. Toplulukta kıymet ihraç edeceklerin gerekli şeffaflığa sahip olmaları, yatırımcılar için düzenli bilgi akışı sağlamaları aranmaktadır.<sup>94</sup>

Borçlanma ifade eden kıymetlerde hazırlanacak izahname ve özellikleri

Türev araçlara temel olan yapılandırılmış bir borçlanma kıymetinde ilgili türev araçlarla ilgili faiz ödemeleri ile ilgili ek açıklamalar istenmektedir.

Her türlü kıymet için ihraç ile ilgili verilen garantilerin belirtilmesi gereklidir.

En az 50000€ üzerindeki kupürlerle yatırım yapabilecek olan toptan alıcılara yönelik izahname hazırlanması mümkündür.

---

<sup>92</sup> İlgili düzenlemelerden bazıları; EU Council Directive 2001/34/EC, Commission Regulation (EC) No 809/2004, Council Directive 2006/48/EC, Council Directive 2006/49/EC, Council Directive 2006/43/EC, Council Directive 2004/39/EC, Council Directive 2002/87/EC, Council Directive 2003/48/EC,

<sup>93</sup> Türkiye düzenleyici otoritesi SPK izahname AB düzenlemelerinde “prospectus” olarak anılmaktadır.

<sup>94</sup> Directive 2008/22/EC ile düzeltilmiş ve Council Directive 2001/34/EC düzelten Council Directive 2004/109/ EC madde 1,3,12,15,21,24

İzahnamede olmayan hiçbir ayrıntı ihraçta ortaya çıkarılamaz ve ilgili otorite bu ayrıntıyı onaylayamaz.

Çeşitli kategorilerdeki ihraççılar için buldukları iş alanı ve onlara özel doğaları gereği farklı bilgiler de istenebilir.

İzahnamede olması istenen bilgilerin bazıları her kıymet tipi ihraçlarda olmayacağından bu bazı bilgiler izahnameye koyulmaması mümkündür.

Baz izahnamede ileride yer alacak bilgiler için boş maddeler bırakılması ve son şeklini alacak metinde yer almayı bekleyen bilgilerin listelenmesi gereklidir.

Geçmiş finansal verilerin gerektiği durumlarda bilgilerin uluslar arası veya üye ülke muhasebe standartlarında olması gereklidir. Ayrıca üçüncü ülke ihraççılarından daha özel belgeler de istenebilir.

İhraççılar bilgilerin yayımını yaparken bilgiye kolay, ucuz ve etkin bir şekilde ulaşılabilmesini gözetmek durumundadırlar.

Elektronik ortamda açıklanan verilerin güvenliğinin sağlanması ihraççının görevidir.

Bilgilerin yayımında gazete seçilmesi halinde bunun yüksek dolaşım ve dağıtım özelliklerine haiz olan bir gazete olması gerekir.

Gerekli bilgilere kolay ve merkezi ulaşımı sağlamak amacıyla üye ülkenin ilgili otoritesinin web sitesinde izahname listesi ve nasıl yayınlandığı ve nereden bulunabileceği bulunmalıdır.

Üye ülke ilgili otoriteleri ihraçlarda üye ülkeler sınır ötesi tekliflerinin de eşitçe piyasalarında ulaşmasına olanak sağlayacak düzenlemeler yapmalıdırlar.

Üye ülke düzenleyici otoritesi ihraçta hazırlanan izahnamede Topluluk direktifinde belirtilenlerin dışında bir madde aramayacaktır.

İhraç edilecek Menkul kıymetin tipi veya bu menkul kıymete dayanak olan varlığın tipine göre istenen izahnamenin içeriği farklılıklar içerebilmektedir. Hisse senedine değiştirilen veya bu hakları verenler dışında kalan şirket bonoları ihraçlarında istenen izahname içeriği ihraç edilen her bir kupürünün boyutu 50000€'nun altında veya üstünde paylara ayrılmış olmasına göre farklı düzenlenmiştir.

İhraç edilen şirket bonosunun payları 50bin Euro'nun altında ise iki farklı izahname içeriği tanımlanmıştır. Bunlardan birisi ihraçta belirli paylara ayrılmamış kıymetler için<sup>95</sup> diğeri ise ihraç edildiği sırada kupürlerinin 50bin Euro altında değerlerinin belli olduğu durumlar içindir<sup>96</sup>.

Borçlanma ve türevleri kıymetlerin 50bin Euro'dan fazla miktarlarda alınabilenleri veya 50bin Euro'dan fazla kupürlerle ihraç edilenleri için farklı bir izahname aranmıştır<sup>97</sup>.

Üye ülke ve üçüncü ülke bölgesel veya mahallî bilgileri için kullanılacak bilgi seti belirlenmiştir<sup>98</sup>. Bu set tüm kıymet tipleri için geçerlidir. Uluslar arası kuruluşlar tarafından ihraç edilmekte ve OECD üyesi ülke tarafından garanti edilen borç kıymetleri için ayrı bir set belirlenmiştir<sup>99</sup>. Bir izahnameyi oluşturacak zorunlu bilgi setlerinin bütünü için bir tanım yapılmıştır<sup>100</sup>. Bu bileşimde kapsanmayan kıymet ihraçları için yeni kombinasyonlar kullanılabilceği belirtilmiştir. Bütün bunların sonunda en fazla kullanılan izahname kombinasyonlarından ikisinin 50bin Euro'dan aşağı ve yukarı borçlanma ihraçları ile ilgili olduğunu söyleyebiliriz. İzahnamelerin

---

<sup>95</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 Annex V.

<sup>96</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 Annex IX.

<sup>97</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 Annex XIII.

<sup>98</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 Annex XVI.

<sup>99</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 Annex XVII.

<sup>100</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 Annex XVIII.

oluşumu sürerken sonradan ortaya çıkan durumlar ile ilgili yeni ekler getirmekte ilgili üye ülke otoriteleri yetkilidirler. 2008 yılında yapılan son bir düzenleme ile Avrupa Birliği'nde ihraç yapacak şirketlerin belli uluslar arası muhasebe standartlarına uygun raporlanmış geçmiş mali verilerini sunmaları gerekli kılındı<sup>101</sup>.

İzahnamenin şekil şartları da belirlenmiştir; sırasıyla içerik, özet, ihraççı ve kıymet için riskler ve ihraç için diğer ek bilgiler yer almalıdır.

Şirket yıllık mali bilgilerinin alındığı üye ülkenin ilgili otoritesi bu bilgileri takip eden 20 iş günü açıklayacaktır.

İzahnamenin duyurulmasında izlenecek yollardan biri olan geniş kitlelere ulaşan gazete kullanımına bu gazetelerin elektronik formları da dâhil edilmiştir. Duyuru izahnamenin yayımının en geç ertesi günü yapılması gereklidir. Duyuruda ihraççının tanımı, ihraç edilen kıymetin duyuru hazırlandığı sırada bilindiği kadarıyla tipi, payların miktarı ve sınıfları, hedeflenen işleme başlama tarihleri, izahname ve temel izahnameye nasıl ulaşılacağı ve duyuru tarihi bulunmalıdır.

## 2. Kamuyu Aydınlatma

Menkul kıymetleri halka açık şirketlerin durumlarını ve piyasada onların kıymetlerini etkileyebilecek her türlü bilgiyi herkese eşit olarak en kısa sürede ulaşacak şekilde açıklamaları gerekmektedir. İçeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) olarak da adlandırılacak olumsuzlukları da önlemek üzere şirket ile ilgili önemli bilgiler düzenleyici otorite tarafından belirlenen kanallar kullanılarak hemen kamuoyuna açıklanır.

---

<sup>101</sup> Commission Regulation (EC) No 1289/2008

İhraç yapmış bir şirketin düzenli mali veri açıklamalarının denetim firmasından geçmesi zorunlu tutulmuştur. Ayrıca şirkette bu konu ile ilgili bir şahsın adının açıkça veri açıklamalarında bulunması verilerin sorgulanması açısından bir zorunluluk olarak getirilmiştir. 50bin Euro'nun altında kalan borçlanma kıymetleri ihraççıların mali bilgilerinin 6 aylık dönemler halinde açıklamaları zorunlu tutulmuştur<sup>102</sup>.

İhraççının bir örgütlü piyasada işlem görecektir bono yatırımcılarının her birini tek tek eşit görmesi ve ayrıcalık göstermemesi zorunlu tutulmuştur. Bonolara bağlı haklarını kullanacak olan yatırımcıların eşitçe, şirket tarafından en iyi şekilde bilgilendirilmesi için bilginin bütün olarak saklanması ev sahibi üye ülke tarafından sağlanır. Bu hakların bir aracı tarafından kullanılmasının engellenmemesi esastır. Ancak 50bin Euro üzeri parçalardan oluşan borçlanma araçları için ihraç menşesinde hakların kullanımına davet mümkün kılınmış üye ülkeye bu konudaki bilgilendirmenin yapılması için her türlü kolaylığı sağlama görevi verilmiştir.

Sonuç olarak açıklanacak bilgilerin piyasa düzenleyicileri, piyasa üyeleri ve firma tescil otoriteleri arası bir elektronik ağına üye ülkelerde oluşması amaçlanmaktadır. Bu şekilde tek bir elektronik bilgi platformu üye ülkeler arasında ihraççılar ve ihraç edilmiş menkul kıymetlerin dolaşımında gerekli bilgiyi en hızlı ve yaygın şekilde iletmek ve tek pazarın bilgi iletiminin eşit olarak yerine getirilebilmesini sağlayacak alt yapının oluşturulması mümkün görülmektedir.

İhraç edilmiş şirket bonolarının vergilendirmesi ile ilgili olarak üye ülkeler en geniş bilgi alışverişini yaparak faiz gelirlerinin vergilendirilmesi yoluna gitmişlerdir. Faiz gelirlerinin vergilendirilmesinde stopaj uygulaması yapan ülke bu vergiyi uyguladığı mükellefin ülkesine gelirin bir kısmını aktaracaktır.

---

<sup>102</sup> Directive 2004/109/EC amending Directive 2001/34/EC madde 5

## D. İngiltere Örneğinde Sermaye Piyasaları Düzenlemeleri

“Londra, Avrupa Birliği içinde diğer Avrupa sermaye piyasaları ve borsalarının çok ilerisinde ve New York ve Tokyo ile birlikte süper üç piyasa ve borsadan birini oluşturmaktadır. Birlik içinde bütünleşme ve birleşme Londra piyasası ve borsası üzerine yüklenmektedir. Londra, liberal, uluslar arası rekabete açık, uluslar arasılaşma düzeyi çok yüksek bir piyasadır. Euro piyasaların merkezi konumundadır”<sup>103</sup> İngiltere’nin sermaye piyasaları düzenleyici otoritesi FSA ihraççı şirketin ihracını kayda almak için çeşitli kriterler aramaktadır<sup>104</sup>.

- Şirketin faaliyet alanının belirli olması faaliyetinin bütünlüğünün olması
- Şirketin işinin ehli, sorumlu ve işine ihtimam gösterir olması,
- Şirket yönetiminin işlerini yeterli ve etkin kontrol etmek için uygun bir risk yönetim sistemi olmalıdır.
- Şirketin yeterli finansal kaynakları olmalıdır
- Şirketin piyasanın gidişatını izleyeceği uygulamaları olmalıdır
- Şirket yatırımcılarının çıkarlarına saygılı olmalı onlara adil davranmalıdır
- Şirket alıcılarının bilgi ihtiyacını karşılamalı, açık, doğru ve yanlış yönlendirmeyen bilgi vermelidir
- Şirket kendisi ve alıcıları ve alıcıları ile müşterileri ve alıcıları arasındaki çatışmaları yönetmelidir

---

<sup>103</sup> Dr. Nuray Kondak, Hilmi Erdoğan Yayla, Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Beta A.Ş. İstanbul, 2002 S.56

<sup>104</sup> Sermaye piyasaları düzenlemelerinde kayda alınacak şirketlerde aranan özellikler sıralanmaktadır. <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1#D3> 23 Aralık 2009



- Şirket alıcılarının herhangi birine ayrıcalıklı davranmamalı alıcıları ile ilişkilerinde güven ve eşitlik ilkelerini hâkim tutmalıdır
- Şirket alıcılarının mallarına, bunlar kendi sorumluluğu içinde olduğunda yeterli bir koruma sağlamalıdır
- Şirket düzenleyici otoriteler ile açık ve işbirliği içinde olmalı, FSA'ye, onun bekleyebileceği, şirketle ilgili her türlü bilgiyi açıklamalıdır

İngiliz şirketi tahvil ihraç ederken düzenleyici otorite olan FSA'ye 225 Sterlin ödüyor<sup>105</sup>. Devam eden yıllarda ise 100 Sterlin yıllık ücret ödüyor.

### **E. Londra Borsası'nda Kotasyon**

2000 yılında borsada kotasyon değerlendirmeleri ve kararı FSA'nin yetkisine geçmiştir. Bono kote ettirmek isteyen şirketin öncelikle yukarıda sayılan kayıt kriterlerini karşılaması aranmaktadır. Bunlara haiz şirketin ihraç edeceği kıymetler için başvurusu ile öncelikle bir dizi bildirim yapılması istenmektedir;

- Ortakların beyanâtı
- Menkul kıymetler resmi listesine kabul için başvuru
- İhraççı bildirisi
- Fiyat beyanı
- İlgili kişilerin bildirim
- Aracının herhangi bir bağımlılığının olmadığını bildirim
- Aracının sirküler yayınlamak için bildirim
- Aracının Kotasyon için bildirim
- Aracının ihraç için sözleşme formu

---

<sup>105</sup> Tahvil ihraç masrafları için FSA el kitabı (çevrimiçi) 23 Aralık 2009  
<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/FEES/3/Annex4>

- Aracı firma formu

Borsa’da işlem görmesi istenen bir kıymetin ihracından en geç 48 saat önce yukarıda sayılan gerekli belgelerin doldurulup verilmesi işlemlerin seri bu kadar süre içinde sonuçlandırılacağı anlamına gelmektedir.

## F. Düzenleyici Kurumlara Ödenen Ücretler

Kamu ve yarı özerk otoritelere ödenen ücretleri karşılaştırdığımızda Türkiye’de sermaye piyasalarını düzenleyen otorite olan SPK’nun aldığı kayda alma ücretinin büyük ihraçları önleyecek derecede yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Türkiye açısından piyasa koşulları içinde rekabete açık olarak oluşan ücret ve komisyonların dışındaki masrafların sorun yarattığı anlaşılıyor. 5 Yıllık bir borçlanma için örnek olarak incelediğimiz İngiltere, Londra Borsası (LSE-London Stock Exchange) ve Avrupa’nın en önde gelen saklamacı kuruluşu Euroclear ile Türkiye’de alınan ücretler karşılaştırıldığında arada çok büyük farklar ortaya çıkmakta Türkiye’de ihraççıların üzerinde resmi ve yarı resmi kuruluşlar<sup>106</sup> nezdinde İngiltere’deki ihraççılara göre çok fazla yük olduğu anlaşılmaktadır.

**Tablo 6 Türkiye-İngiltere Özel Sektör Tahvili İhraç Masrafları Karşılaştırması**

<b>Türkiye</b> 1,200,000,000 TL için		<b>İngiltere</b> 1,200,000,000 TL eşiti pound	
Kayda alma ücreti-SPK	Binde 2	Kayda alma ücreti-FSA	225pound+KDV
Kayıtta kalma ücret-SPK	Yok	Kayıtta kalma ücret-FSA	100pound+KDV
Kotasyon ücreti-İMKB	min 1000 maks 10000	Kotasyon ücreti-LSE	15000pound+KDV
Kotta kalma ücreti-İMKB	Yıllık kotasyon ücreti/4	Kotta kalma ücreti-LSE	Yok
Saklama ücreti-MKK	Yıllık onbinde 1,5	Saklama ücreti-CREST	Yok

<sup>106</sup> İMKB, SPK, MKK

Yukarıdaki masraflardan saklama ücreti doğası gereği kıymeti satın alanı ilgilendirmekte ve elde tutanların yıllar içinde ödeyeceği bir ücret olmaktadır. İhraççı açısından oluşacak masraflara bakacak olursak; kayda alma, kayıta kalma, Kote olma ve kote kalma, aracı kuruluş komisyonu, reklâm, ilanlar, noter vergi ve harçları gibi masrafları sayabiliriz. Yasal izinler ve borsaların ücretlerini karşılaştıracak olursak;

**Tablo 7 İMKB ve London Stock Exchange'de Özel Sektör Tahvili İhraç ve İşlem Masrafları 1**

<b>5 yıl vadeli 500 milyon Pound OST</b>	<b>İMKB</b>	<b>London Stock Exchange</b>
	1,200,000,000	500,000,000Pound
Kayda alma SPK-FSA	2,400,000	259Pound
Kayıta kalma SPK-FSA		115Pound
Kotasyon ücreti İMKB-LSE	10,000	17,250Pound
Kotta kalma ücreti İMKB-LSE	12,500	0
	2,422,500TL	42,297TL*
Faize gelen maliyet	Binde 2,02	Binde 0,0035*

\* 1 Pound= 2,4TL kur ile hesaplanmıştır.

Saklama ücretlerini de ekleyecek olursak ihraç üzerinde tarafları ilgilendiren binde 2,02 olan toplam yük binde 2,77'ye ulaşmaktadır. İngiltere'de Londra Borsası'nda yapılan bir ihraçta ise binde 0,0035'lik masraf değişmemektedir.

**Tablo 8 İMKB ve London Stock Exchange'de Özel Sektör Tahvili İhraç ve İşlem Masrafları 2**

<b>5 yıl vadeli 500 milyon Pound OST</b>	<b>İMKB</b>	<b>London Stock Exchange</b>
5 Yıllık MKK Saklama Ücreti	900,000	0.00%
	3,322,500 TL	42,297TL
Toplam Saklama, Kotasyon, Kayıt ücretleri	Binde 2.77	Binde 0,0035

## **G. Reklâm, Tanıtım ve Aracılık Komisyonları**

Aracı kuruluş komisyonları, reklâm, İlan masrafları gibi kalemler büyük farklılıklar gösterebilmekte ve pazarlıklarla değişebilmektedir. İhraçtan ihraca değişebilen bu masraflarla ilgili söylenebilecek en önemli özellik bunların pazarlıklar ile değiştirilebilecek olmasıdır. Aracılık komisyonları için eldeki verilerden Koç

Tüketici Finansmanı Şirketinin 100milyon TL'lik ilk ihracında 250bin TL aracı kuruluşu komisyon ödediğini biliyoruz. Aynı komisyon iki yıl sonra 2008'de yapılan 150milyon TL'lik ihraçta 225bin TL'ye düşmüştür. Oysa SPK'ya ödenen kayıt ücretinde olduğu gibi lineer bir artıştan bahsedecek olsak aracılık komisyonu 375Bin TL tutacaktı.

Bunun gibi reklâm, ilân ve tanıtım gibi masrafların da zaman içinde çok büyük farklılıklar gösterebildiğini biliyoruz. 2006 Yılı ihraçta KOÇ Tüketici Finansmanı borçlanmasında 720Bin TL olan bu giderlerin 2008'de 81Bin TL ile sınırlı kaldığını görüyoruz. Bunda ilk ihraçta yapılan tanıtım ve reklâm faaliyetlerinin ikinci ihraçta tekrarlanmaması da etkili olsa da masrafların büyük değişimler gösterebileceği gerçeği değişmemektedir.

Yapılan ihracın alım garantili olup olmaması alım garantisini veren aracının ek bir masraf koymasını gerektirecektir. Alım garantisi veren aracı kuruluş yapmak zorunda kalabileceği ihraçta satılamayabilecek borçlanma kıymetleri için bir fonlama riski ile karşı karşıya kalabileceğinden dolayı oluşan bu masraflar taraflar arasında belirlenir.

## **H. İngiltere'de ve Türkiye'de Özel Sektör Tahvili İhraç Masrafları Karşılaştırması**

Bu nedenle tek tek bu masraflara bakmak yerine çeşitli çalışmalarda toplanan verilerden yola çıkarak karşılaştırmamızı derinleştirebileceğiz. Bu verilerden Türkiye için olanını TÜSİAD sermaye piyasası ile ilgili özel sektör borçlanmalarını içeren Mayıs 2009 tarihli çalışmasından yararlanacağız. Avrupa Birliği konusunda London School of Economics'in bir çalışmasında toplam ortalama ihraç masraflarının 1994 %1,55 iken Euro'ya bütünleşme sonrasında 2001'de %0,43'e kadar gerilediği

hesaplanmıştır. Aynı dönemde ABD doları cinsi ihraçlarda gerileme ise %1,30'dan %0,59'a olabilmıştır<sup>107</sup>.

Bununla birlikte 2010 yılında Manchester United futbol kulübünün 500 milyon pound bono ihracında 15 milyon pound yatırım bankalarına, hukukçulara ve diğer giderlere ödenen tutar olduğu gazete haberlerinden biliniyor<sup>108</sup>. 2005 yılında yayınlanan bir başka çalışmada ise toplam ihraç masraflarının %2,5'i bulunduğu yazılıyor<sup>109</sup>.

Türkiye'de ÖST ihraçlarında aracılık komisyonlarının %0,15 ile %0,50 arasında olduğunu ve bir yüklenim taahhüdü taşımadığını söyleyebiliriz. Toplam masraflardan yola çıkarak AB'de %0,43 olarak aldığımız rakamın içinde binde 0,0035 ile ihmal edilebilecek seviyedeki masraflara karşılık aracılık giderlerinin daha fazla olduğu ve bunların içinde bizde olmayan derecelendirme ve yüklenim giderlerinin de bulunduğunu söylemek gerekir. Türkiye'de ise ortalama %1,27 olan ihraç masraflarının derecelendirme ve yüklenim taahhüdü taşıması halinde daha da artacağı açıktır.

**Tablo 9 2006 Sonrası Türkiye Özel Sektör Tahvili İhraçları**

İhraççı	Yıl	İhraç Miktarı	Komisyon	SPK Kayıt Ücreti	Toplam Masraflar	(%)Masraf/İhraç Tutarı
Koç Tüketici Fin. ve Kart Hizm. A.Ş.	2006	100,000,000	250,000	200,000	1,195,000	1.20%
Altinyıldız Mens. Ve Konf. Fab. A.Ş.	2006	50,000,000	250,000	100,000	1,047,700	2.10%
Creditwest Fact. Hizm. A.Ş.	2008	50,000,000	250,000	100,000	673,500	1.35%
Koç Tüketici Fin. ve Kart Hizm. A.Ş.	2008	150,000,000	225,000	300,000	637,500	0.43%

Ortalama 1.27%

<sup>107</sup> By London Economics **Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford economic Forecasting, November 2002, (çevrimiçi) <http://www.northwaybroker.net/documents/EUFinancialServicesReport.pdf> 09/01/2010 s.89

<sup>108</sup> Manchester United Futbol Kulübü Tahvil Borçlanması ile ilgili gazete haberi <http://www.guardian.co.uk/football/feedarticle/8913306>, 09/01/2010

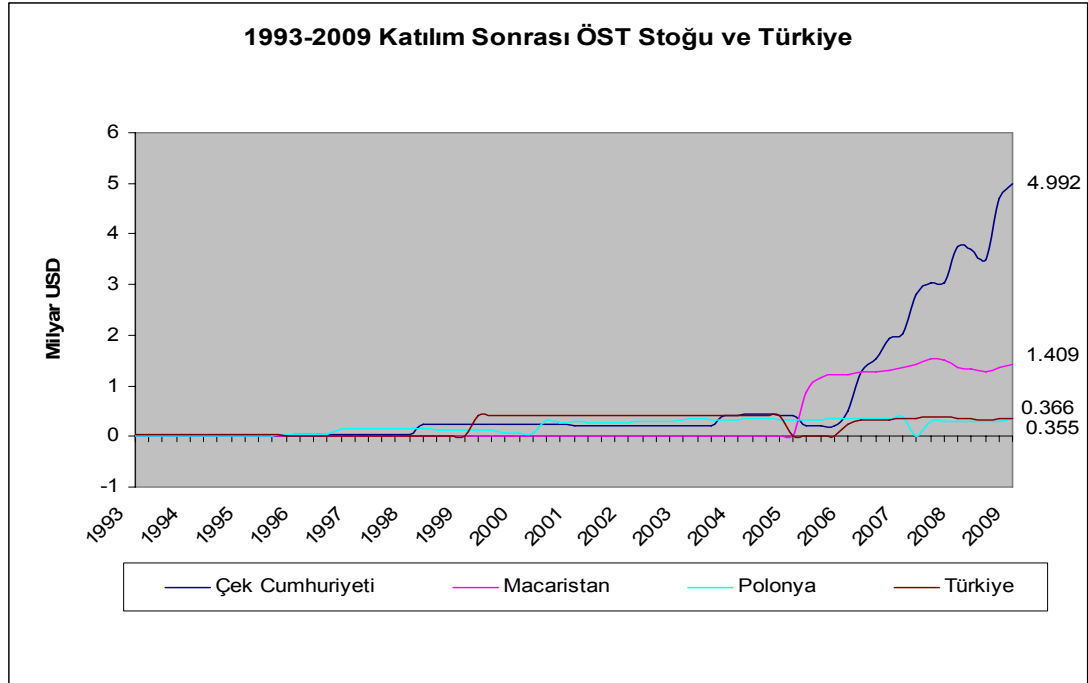
<sup>109</sup> Prepared by Pipat Luengnarumitchai and Li Lian Ong, IMF <http://www-bcc.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf>, 08/01/2010 s.15

Beş yıllık dönemde kıymet üzerinde ihracının dikkate alması gereken yük Avrupa'da 3,6 baz puan (%1=100Baz puan) iken Türkiye'de yaklaşık 4 baz puan kadardır. Ancak Türkiye'de 5 yıllık bir ihrac halen hazırda Hazine tarafından dahi zor yapıldığı hesaba katıldığında bu maliyetler artmaktadır. Türkiye'de ihrac edilen Özel Sektör Tahvili ile yapılan fonlamanın 2 yılda bir yenilenmesi gerektiğinden 5 yıllık bir borçlanmaya göre daha fazla masraf oluşmaktadır.

## VII. TÜRKİYE'NİN AVRUPA BİRLİĞİ'NE OLASI KATILIMI VE ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI

Avrupa Birliği'ne daha önce katılmış olan ülkelerdeki gelişmelere bakılarak Türkiye'nin katılımı sonrasında olası gelişmeler hakkında fikir yürütmek mümkün olabilir.

Şekil 4 1993-2009 Seçili Ülkelerin AB'ye Katılımı Sonrası Özel Sektör Tahvil Stoku ve Türkiye

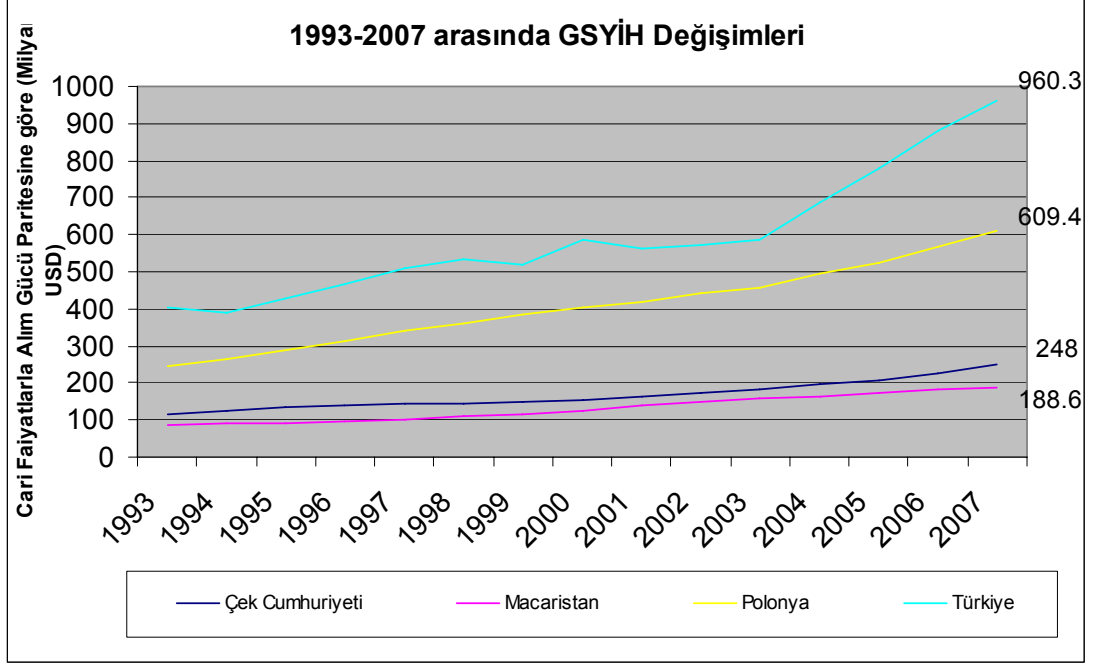


Kaynak: Federation Of European Stock Exchanges

Avrupa Birliği'ne 2000'lere doğru katılan ve büyüklük bakımında Türkiye'ye en yakın olan Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya söylenebilecek en belirgin şey

yine kredi notlarının yüksekliği ile ÖST ihraçları arasında bir bağı kurulabileceği yönündedir.

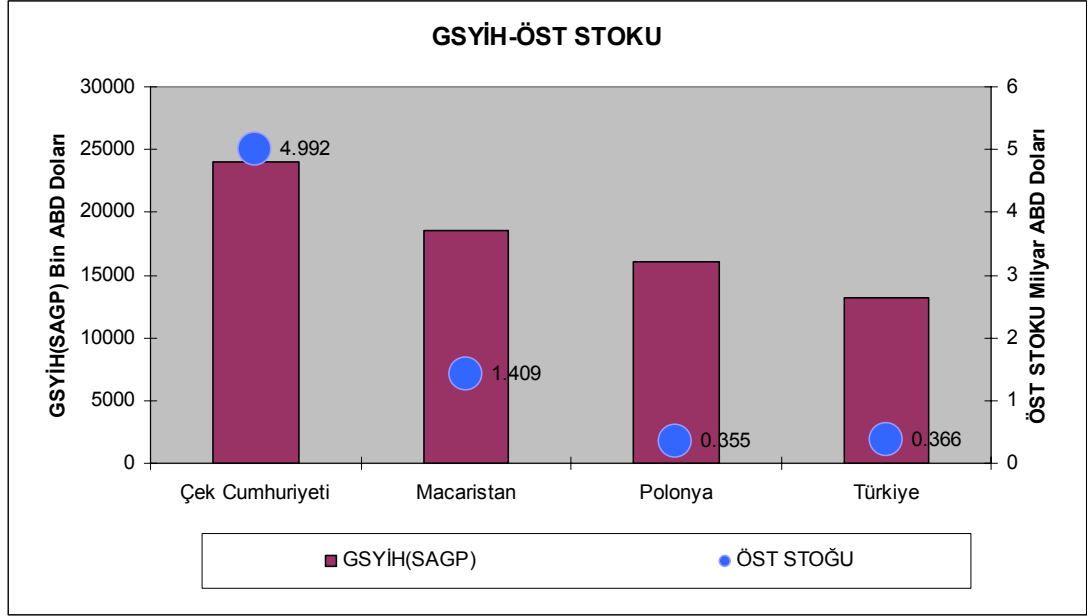
Şekil 5 Seçili Ülkelerin 1993-2007 Arasında GSYİH (SAGP) Değişimleri



Kaynak: OECD Factbook 2009

Görünen yüksek kredi notunun özel sektör borçlanmaları için belirleyici olduğudur. Ülkede verilen reel faiz seviyesi de kredi notu için olumsuz bir unsur olduğu göz önüne alınacak olursa reel faizlerin yüksekliği kredi notlarını etkileyerek borçlanmalar üzerinde olumsuz etki yapmaktadır. Bu ülkelerin satın alma gücü paritesine (SAGP) göre kişi başına GSYİH rakamları Polonya 16bin ABD Doları, Macaristan 18.500 Çek Cumhuriyeti 24.000 ve Türkiye 13.250 ABD Doları'dır. SAGP ile GSYİH rakamları ekonomik gelişmişliğe işaret ediyor. GSYİH(SAGP) büyüklüğü ile özel sektör borç stoku arasında doğrusal bir ilişki görülüyor. GSYİH yüksekliği Özel Sektör Stokunun artabilmesi için uygun bir ortam yaratıyor.

Şekil 6 Seçili ülkelerde GSYİH-ÖST Stoğu



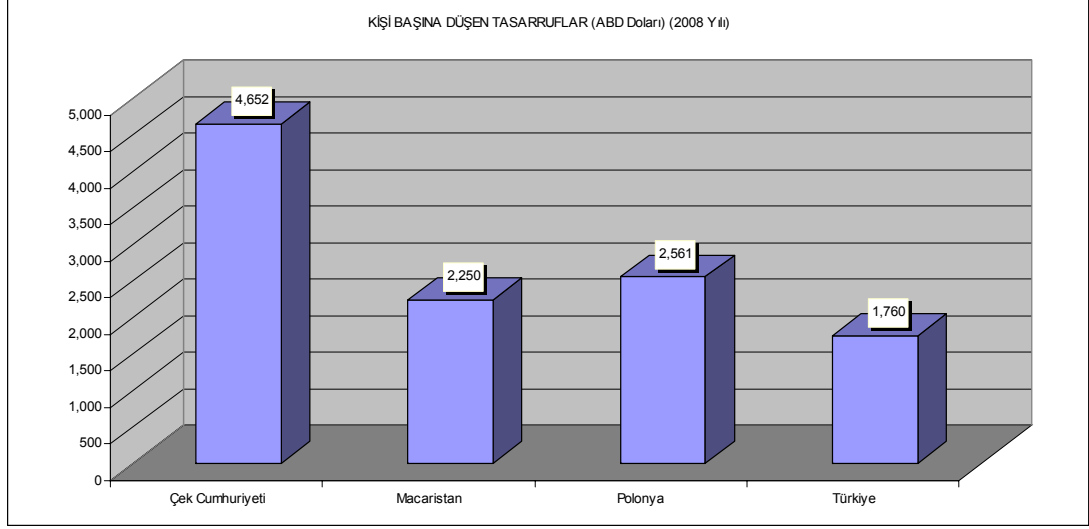
Kaynak: OECD

ÖST ihracıları kişi başı GSYİH arttıkça çoğalmaktadır. Ayrıca ülkenin kredi notunun A seviyesinde olması da ÖST ihracıları açısından tasarruf sahiplerinin bu yatırım araçlarına talip olmaları için önemli bir nitelik olarak görünüyor.

Tasarrufların yatırıldığı bir borçlanma aracı olarak Özel Sektör Tahvilleri için uygun ortamın bir unsuru da ülkedeki tasarruf miktarıdır. Kişi başına tasarruf miktarı açısından Türkiye'ye ekonomik açıdan yakın AB ülkelerine baktığımızda kişi başına tasarruf miktarı ile GSYİH büyüklüğü paralel bir tablo sunmaktadır.



Şekil 7 Kişi başına tasarruf miktarı (ABD Doları)



Kaynak: Worldbank

Tasarruf eksikliği özel sektör borçlanmalarının önündeki engellerden biri olarak görünüyor. Özel Sektör tahvil stoku ile kişi başına düşen tasarruf miktarı arasında doğrusal bir ilişki görülüyor.

Tablo 10 2002-2008 arasında AB 6 ve Türkiye'de eğilimler

	Kişi Başına Tasarruf (Bin ABD Doları)	Yıllık Ortalama Tasarruf Eğilimi	Kişi Başına GSYİH (SAGP) (Bin ABD Doları)	GSYİH Büyüme Hızı	ÖST Stoku (Milyar ABD Doları)
Fransa	8,780	9.95%	45,868	1.64%	400.028
Almanya	11,461	14.85%	44,446	1.21%	295.563
İngiltere	6,512	9.25%	43,541	2.33%	132.385
İtalya	6,988	9.03%	38,492	0.74%	90.966
Hollanda	13,976	12.13%	52,963	1.95%	69.433
İspanya	7,113	13.43%	35,215	3.06%	48.927
<b>AB 6 Ortalama</b>	<b>9,138</b>	<b>11.44%</b>	<b>43,421</b>	<b>1.82%</b>	
<b>Türkiye</b>	<b>1,756</b>	<b>20.56%</b>	<b>9,942</b>	<b>5.95%</b>	

Kaynak: Worldbank

**Tablo 11 Seçili ülkelerde reel faizler**

REEL FAİZ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Çek cumhuriyeti	1.5%	3.0%	4.0%	2.0%	1.6%	1.2%	1.3%	-1.6%	3.8%
Macaristan	-1.1%	1.7%	2.0%	1.4%	2.9%	3.1%	-1.1%	2.1%	4.8%
Polonya	5.0%	5.3%	5.1%	3.4%	3.0%	3.9%	3.0%	1.8%	2.3%
Türkiye	29.3%	12.8%	18.5%	15.0%	7.4%	7.7%	8.7%	7.9%	5.3%

Kaynak: OECD (Hesaplama:  $((1+Faiz)/(1+TÜFE)-1)\%$ )

Reel Faiz ise büyüklüğü ile yatırım ortamının riskinin bir işareti olarak yine anlamlı bir gösterge olarak görünüyor. Reel faiz arttıkça bu tehlikeli bir finansal ortamı gösterdiği için aslında tasarruf sahibinin güveni azaldığından, ihraçlar ve hacimler düşmekte tasarruflar güvenli limanlara, devlet kâğıtlarına çekilme eğilimi göstermektedirler. Türkiye’de reel faizlerin düşmüş olmasının şirket borçlanmalarına etkisi olacaktır. Şirketlerden gelen borçlanma talebinin yüksek olan masraflara rağmen artmasında, düşen reel faizin katkısı büyüktür.

**Tablo 12 Seçili ülkeler kredi not değişimleri**

Kredi notları	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Çek cumhuriyeti	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-	A	A	A	A+	A+
Macaristan	BBB-	BBB-	BBB	BBB+	A-	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB
Polonya	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-	A-
Türkiye	B+	B+	B+	B+	BB-	B	B	B-	B+	BB-	BB-	BB-	BB-	BB+

Kaynak: Fitch Ratings

## SONUÇ

Türkiye’de özel sektörün tahvil ihracına uygun bir ortamın sağlanması için ekonominin büyümesi, tasarrufların artması önemli iki unsuru oluşturmaktadır. Özellikle 2001 krizi sonrasında Türkiye GSYİH’sı ve tasarruflar artmaktadır. Bu dönemde kamu borcunu azaltıcı bütçe uygulamaları kamunun da tasarruflara olan talebini azaltmaktadır. Kamu borçlanma gereğinin azalan bir eğilim içinde olması özel sektör borçlanmalarına daha fazla şans vermektedir.

Ülke risklerinin güncel fiyatlamalarını yansıtan CDS (Credit Default Swaps) oranlarına bakıldığında Türkiye, kredi notu Türkiye’den daha iyi olan bazı Güney ve Doğu Avrupa ülkelerinden iyi görülmektedir. Kredi derecelendirme şirketlerinin Türkiye notları henüz yatırım yapılabilir seviyesinde olmasa da beklentiler notların birkaç yıl içinde bu seviyeye ulaşması yönündedir.

Özel sektör tahvili ile borçlanarak fon bulacak şirketin bu borçlanmayı meselâ bankadan kredi almak gibi diğer alternatiflerden cazip görmesi gerekir. Yüksek olan SPK kayda alma ücretleri İMKB kotasyon ücretleri seviyesine çekilmelidir.

İşleyen bir ikinci el piyasada özel sektör tahvillerinin alınıp satılıyor olması alıcıların nakde dönememe riskini azaltarak bu menkul kıymetlere talebi artıracaktır. İhraçta istenen faiz oranı ikinci elin kuvvetli olması halinde risksiz getiri oranına daha yakın olacaktır.

Kamu borçlanma araçları lehine ayırım yapılmamalı bu ayırımın kredi derecelendirmesiyle ortaya çıkması genel bir anlayış olarak kabul edilmelidir. Kredi derecelendirmesi ile yüksek kredi notuna sahip olan şirketlerin borçlanma araçları borsalarda daha değerli bir teminat olarak kabul edilmelidir.

AB'ye daha önce katılan ülkelerin ÖST borçlanmalarında A kredi notu seviyesine ulaşip bu seviyedeki not birkaç yıl teyit edilmedikçe anlamlı bir ÖST stoku artışına rastlanmamaktadır. EK3'teki tabloda da görüldüğü gibi özel sektör borçlanması için AAA kategorisinin altındaki seviyelerde borçlanma piyasasının küçük kaldığı görülmektedir. Her ne kadar şirketlerin notlandırılmaları ülkelerinden farklı olsa da ülke notları şirket notları için temel teşkil etmektedir.

Türkiye'de SPK düzenlemeleri ile AB ile büyük ölçüde paraleldir. AB'ye katılımın borçlanma piyasasına eşit bir üye şirketi olarak ulaşmak anlamını taşıması açısından pozitif etkilerini beklemek gerekir. İhraç yapılan piyasanın büyüklüğü, yapılan ihracın büyük bir yatırım havuzundan görece daha kolay kaynak bulması demek olacaktır. Tasarrufların ve tasarruf eden sayısının büyüklüğü ihraca talebin fazla olması ve dolayısıyla satış olanaklarının fazla olması anlamına gelecektir.

AB'ye katılım halinde Türkiye'nin kredi notlarının da bundan olumlu etkileneceği AAA seviyesine büyük oranda yaklaşacağı veya ulaşacağı beklenmektedir. Böylelikle AB'ye katılım halinde ÖST borçlanmalarının artması, ÖST ikinci el işlemlerinin bunun sonucunda artması ve ÖST piyasasının derinleşmesi muhtemel gelişmedir.

Kişi başına düşen tasarrufların AB'nin en fazla ÖST stoku bulunan 6 ülkesinin kişi başına tasarruf miktarı ortalama(2002-2008) 9138 dolardır. Aynı dönemde 1756 Dolarlık tasarruf miktarına sahip Türkiye'nin AB 6 ile arasındaki fark 7382 Dolar. Türkiye'nin tasarruf oranı (2002-2008)%20,56 seviyesinde iken aynı dönemde AB 6 için bu %11.44. Aynı eğilimler sürerse %9,12'lik tasarruf eğilim farkıyla 7382 dolarlık farkı kapatmak 2029'u bulacak. 20 yılı bile bulmayan bir süre içinde Türkiye'de özel sektör borçlanma piyasası için AB 6 seviyesinde bir tasarruf eğilimi yakalanmış olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Akıntürk, Turgut : Hukuka Giriş, Anadolu Üniversitesi Yayınları, editör; Yard. Doç Dr. Neval Okan, Anadolu Üniv. Yayını No. 1359, 6.baskı
- Brealey, Richard A  
Myers, Stewart C  
Allen, Franklin: Corporate Finance, McGraw-Hill Companies, 8th edition, 2006
- Çil Yavuz, Nilgün: Türkiye’de Kamu Yatırım Harcamalarının Özel Sektör Yatırım Harcamalarını Dışlama Etkisi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz (1990-I / 2000-IV) (çevrimiçi) 08 Aralık 2010 <http://www.kamu-is.org.tr/pdf/623.pdf>,
- Eren, Fikret : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt 1, Beta Yayınım Dağıtım A.Ş., 5. Baskı,
- Fisher, Irving : The Theory Of Interest, New York The Mac Millan Co. 1930
- Kondak, Nuray : Hilmi Erdoğan Yayla, Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Beta A.Ş. İstanbul, 2002
- Poroy, Reha Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 11. Bası, 1989, Beta A.Ş.
- Simon Z. Beninga,  
Oded H. Sarig: Corporate Finance, a Valuation Approach, McGraw-Hill Companies international edition, 1997
- Shapiro, Eli  
Solomon, Ezra  
White, William L.: Money and Banking, Holt Rinehart and Winston, inc. 5th edition, 1968,
- Tanör, Reha : Türk Sermaye Piyasası, Taraflar, Beta Cilt I, 1.Baskı Ağustos 1999
- Weston, J Fred  
Besley, Scott  
Brigham, Eugene F: Essentials of Managerial Finance, The Dryden Pres, 1996
- Commission Communication on  
Credit Rating Agencies  
Impact Assessment: {COM(2008) 704 final} {SEC(2008) 2746} (çevrimiçi) 16 12 2009 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2008:2746:FIN:EN:PDF>

Comission Communication on Credit Rating Agencies	2006-C 59-02 (çevrimiçi) 16 12 2009 <a href="http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF">http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF</a>
COM(2004)611 final:	Preventing and Combating Corporate and Financial Malpractice (çevrimiçi) 12 12 2009 <a href="http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0611:FIN:EN:PDF">http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0611:FIN:EN:PDF</a>
Commission Regulation (EC)	809/2004
Commission Regulation (EC)	1289/2008
Commission Regulation(EC):	1060/2009
Council Direcitve:	1993/22
Council Directive:	1979/279
Council Directive:	1993/6
Council Directive:	85/611/EEC
Council Directive:	2004/109
Council Directive 2001/34/EC	
Council Directive 2002/87/EC	
Council Directive 2003/48/EC	
Council Directive 2004/109/EC	amending Directive 2001/34/EC
Council Directive 2004/39/EC	
Council Directive 2006/43/EC	
Council Directive 2006/48/EC	
Council Directive 2006/49/EC	
Council Directive 2008/22/EC	amending Directive 2004/109/ amending Directive 2001/34/EC
2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu:	Yayımlı 30/07/1981 tarih ve 17416 no.lu resmi gazete
Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ:	Seri: II, No:22 Md.3-n 21/1/2009 Tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazetede yayınlanmış tebliğ (18/3/2010 tarih ve 27525 sayılı resmi gazetede yayınlanmış Seri: II No:24 tebliğ ile değişik)

Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Karar	Yayımlı 3/9/2009 Tarih ve 27338 no.lu Resmi Gazete
Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik:	Yayımlı 28/2/2002 Tarih ve 24681 Sayılı Resmi Gazete
İMKB Kotasyon Yönetmeliği Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım ve Satımı Hakkında Tebliğ Seri V No:7	Yayımlı 08/08/2007 tarih ve 26607 sayılı Resmi Gazete
Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri:VII No:10	Yayımlı 31/7/1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazetede
Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Seri: VII, No: 27	Yayımlı 19/12/1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazetede
FSA Handbook:	Yayımlı 21/1/2006 Tarih ve 26056 Sayılı Resmi Gazete
Krugman, Paul:	İngiltere Sermaye Piyasaları Düzenlemeleri (çevrimiçi) <a href="http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1#D3">http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1#D3</a> 23 Aralık 2009
London Economics:	NY Times. 23/09/2009 <a href="http://www.nytimes.com/2009/08/24/opinion/24krugman.html?_r=1">http://www.nytimes.com/2009/08/24/opinion/24krugman.html?_r=1</a>
Luengnaruemitchai, Pipat Ong, Li Lian:	Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford economic Forecasting, November 2002, (çevrimiçi) <a href="http://www.northwaybroker.net/documents/EUFinancialServicesReport.pdf">http://www.northwaybroker.net/documents/EUFinancialServicesReport.pdf</a>
Moody's:	IMF Working Paper (çevrimiçi) <a href="http://www-bcc.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf">http://www-bcc.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf</a> , 08/01/2010
Society of Business Economists	Görüş, <a href="http://www.cesr-eu.org/data/document/Moody.pdf">http://www.cesr-eu.org/data/document/Moody.pdf</a>
TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu:	(mimeo), İngiltere, 25/09/2002 <a href="http://www.bis.org/review/r020925b.pdf">http://www.bis.org/review/r020925b.pdf</a>
Alman Finansal Gözetim Otoritesi	Borçlanma Araçları Hakkında Görüşler (çevrimiçi) 07 12 2009 <a href="http://www.tusiad.org/FileArchive/2008.12.30-BorçlanmaSenetleriHakkındaSPCGGorusleri.pdf">http://www.tusiad.org/FileArchive/2008.12.30-BorçlanmaSenetleriHakkındaSPCGGorusleri.pdf</a>
	<a href="http://www.bafin.de">www.bafin.de</a>

Avusturya Finansal Piyasalar Otoritesi [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

Belçika Bankacılık, Finans ve Sigortacılık Komisyonu [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be)

Bulgaristan Finansal Gözetim Komisyonu [www.fsc.bg](http://www.fsc.bg)

Çek Cumhuriyeti Çek Ulusal Bankası Sermaye ve Finans Piyasaları Gözetim Otoritesi [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Danimarka Finansal Hizmetler Otoritesi [www.ftnet.dk](http://www.ftnet.dk)

Estonya Finansal Gözetim Otoritesi [www.fi.ee](http://www.fi.ee)

Finlandiya Finansal Gözetim Otoritesi [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi)

Fransa'da Finansal Piyasalar Otoritesi [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

Güney Kıbrıs Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu [www.cysec.gov.cy](http://www.cysec.gov.cy)

Hollanda'da Finansal Piyasalar Düzenleyici otoritesi [www.afm.nl](http://www.afm.nl)

İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi [www.fsa.gov.uk/](http://www.fsa.gov.uk/)

İrlanda Finansal Düzenleyici Otoritesi [www.financialregulator.ie](http://www.financialregulator.ie)

İspanya Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

İsveç Finansal Gözetim Otoritesi [www.fi.se](http://www.fi.se)

İtalya'da Menkul Kıymetler Piyasalarını düzenleyen otorite (CONSOB) [www.consob.it](http://www.consob.it)

Latvia Finans ve Sermaye Piyasaları Komisyonu [www.fktk.lv](http://www.fktk.lv)

Litvanya Menkul Kıymetler Komisyonu [www.vpk.lt](http://www.vpk.lt)

Luksemburg Finansal Sektör Gözetim Komisyonu [www.cssf.lu](http://www.cssf.lu)

Macaristan Finansal Gözetim Otoritesi [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu)

Malta Finansal Hizmetler Otoritesi [www.mfsa.com.mt](http://www.mfsa.com.mt)

Norveç Finansal Gözetim Otoritesi [www.kredittilsynet.no](http://www.kredittilsynet.no)

Portekiz finansal piyasaları düzenleyici otoritesi (CMVM) [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

Romanya Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu [www.cnvmr.ro](http://www.cnvmr.ro)

Slovakya Maliye Bakanlığı [www.finance.gov.sk](http://www.finance.gov.sk) Slovakya Borç ve Likidite Yönetim Ajansı [www.ardal.sk](http://www.ardal.sk)

Slovenya Menkul Kıymetler Piyasası Ajansı [www.a-tvp.si](http://www.a-tvp.si)

Yunanistan Sermaye Piyasaları komisyonu [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)



## EK1.

1986 ile 2009 yılları arasında SPK tarafından kayda alınan tahvil ve finansman bonusu ihraçları son beş yıl aylık ayrıntıları da bulunmak üzere listelenmiştir.

Mevcut durumda SPK kaydına girip devam eden iki adet özel sektör tahvili bulunmaktadır. Bunlardan birisi Koç Tüketici Finansmanı şirketi tarafından 2008 Eylül ayında ihraç edilmiş olan borçlanmadır. Koç Tüketici Finansmanı A.Ş 150 milyon TL tutarında 2 yıllık vadeli olarak yaptığı ihraçta faiz olarak altı ayda bir %9.41 ödemektedir.

Diğer borçlanma ise 2008 Mart ayında yine 2 yıllık olarak Creditwest Factoring Hizmetleri A.Ş. tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu borçlanmanın yılda iki kez ödenen kuponları değişken faizlidir.

Bu borçlanma araçlarının her ikisi de kotasyon kriterlerini karşılamadıkları için borsanın kot dışı özel sektör tahvillerine sağladığı işlem görme olanağından faydalanarak İMKB’de alınıp satılabilmektedirler.

**Tablo 13 Yıllar itibarıyla Özel Sektör Tahvili ihraçları**

YILLAR	TAHVİL
Bin TL	III
1986	110,98
1987	317,53
1988	210,86
1989	604,51
1990	762,34
1991	813,34
1992	796,90
1993	715,23
1994	491,09
1995	1.883,10
1996	1.228,96
1997	1.495,46
1998	2.532,76
1999	0,00
2000	(*)
2001	0,00
2002	0,00
2003	0,00
2004	0,00
2005	0,00
2006	150.000,00

2007	150.210,00								
2008	200.000,00								
2009	0,00								
2005-01	0,00	2006-01	0,00	2007-01	0,00	2008-01	0,00	2009-01	0,00
2005-02	0,00	2006-02	0,00	2007-02	0,00	2008-02	0,00	2009-02	0,00
2005-03	0,00	2006-03	0,00	2007-03	0,00	2008-03	50,00	2009-03	0,00
2005-04	0,00	2006-04	0,00	2007-04	0,00	2008-04	0,00	2009-04	0,00
2005-05	0,00	2006-05	0,00	2007-05	0,00	2008-05	0,00	2009-05	0,00
2005-06	0,00	2006-06	0,00	2007-06	0,00	2008-06	0,00	2009-06	0,00
2005-07	0,00	2006-07	100.000,00	2007-07	130,20	2008-07	0,00	2009-07	0,00
2005-08	0,00	2006-08	0,00	2007-08	0,00	2008-08	0,00	2009-08	0,00
2005-09	0,00	2006-09	50.000,00	2007-09	0,00	2008-09	150,00	2009-09	0,00
2005-10	0,00	2006-10	0,00	2007-10	0,00	2008-10	0,00	2009-10	0,00
2005-11	0,00	2006-11	0,00	2007-11	0,00	2008-11	0,00		
2005-12	0,00	2006-12	0,00	2007-12	20,00	2008-12	0,00		

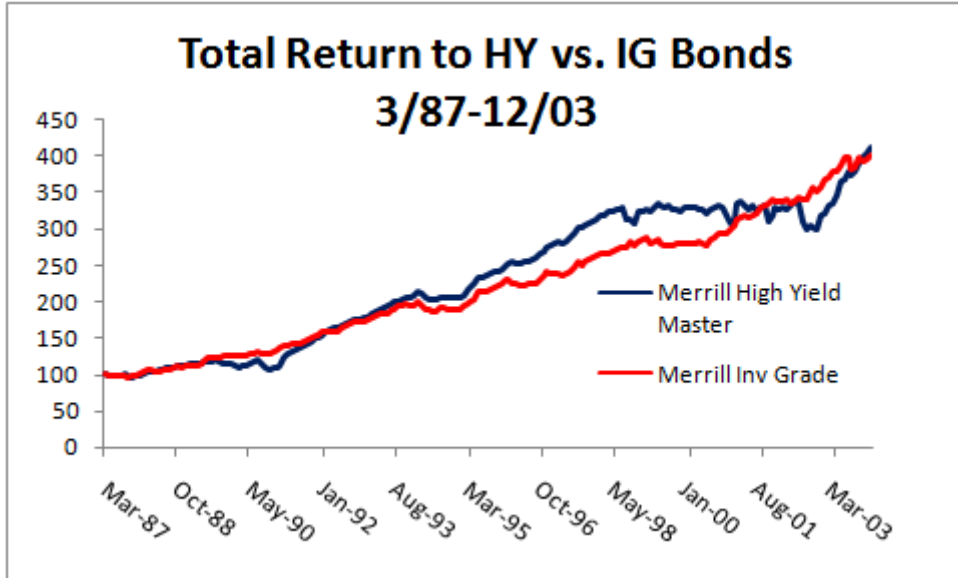
Kaynak: SPK verileri

## EK2

Eric Falken adlı bir kantitatif iktisatçının yüksek risk yüksek getiri üzerine çalışması ve iddiası ilginçtir;

Yüksek riskin yüksek getiri sunacağı teorisinin ünü ve bunun kanıtları çok az teoriye nasip olacak niteliktedir. Bu ifadenin genellikle doğru olduğu açıktır: Uzun zamanda şirket hisselerinden, devlet borçlanma kıymetlerinden elde ettiğinizden daha fazla kazanırsınız. Fakat genel eğilim bu teorisinin gücünün kıt olduğu yönündedir. 1980 sonrasındaki yeterli veri vardır ve bunlar güvenli ve ıskarta bono ve bunlar arasında bir prim getirisi farkı olmadığı anlaşılmaktadır. Merrill Lynch US Corporate Index(güvenli yatırım olarak nitelenen bonolara dayanan endeks)'e yatırdığınız 1 Dolar ile Merrill Lynch High Yield Index(ıskarta denilebilecek yüksek faiz veren bonolara dayanan endeks)'e yatırdığınız 1 dolar arasında grafikte görüldüğü gibi bir fark bulunmamaktadır.

Şekil 8 Düşük-Yüksek Kredi Notlu ÖST faiz fark hareketleri 1987-2003



Kaynak: Yazarın kendi sitesi [www.efalken.com](http://www.efalken.com), Düşük-Yüksek Kredi Notlu ÖST faiz fark hareketleri 1987-2003

Falken, taahhütlerini yerine getirememesi durumunun B kredi derecesi için dahi seyrek ve dönemsel olduğunu söylemektedir. Eğer risk getiri teorisi gerçek tanımla

çalışmamaktaysa ne yapılması ve yapılmaması konusunda rehber olarak kullanılmasının daha yararlı olacağını söylemektedir. İncelediği tarihte (26 Kasım 2003) hazine kıymetlerine göre B dereceli şirket tahvilleri arasında 325 baz puan (%3,25) fazla faiz vermektedir. Aynı tarih için B dereceli şirket tahvillerinin yıllık ortalama taahhütlerini yerine getirememe oranı toplamda %6 olmakta ve bunların içinden kurtarılan alacak oranı da toplamın %50'si olmaktadır (%6'lık kayıp olduğunda %3'ü kurtulmakta, geri alınabilmektedir). Falken'in ortaya koyduğu sonuç bu verilere göre uzun vadede düşük dereceli şirket tahvillerine yatırılan parayla alınan fazladan riskin karşılığında fazladan bir getiri elde etmek mümkün olmamaktadır.

Aralık 2003 yılına tarihlenmiş bir çalışmada Moody's derecelendirilmiş kıymetlerinin iflas verilerinde tablo Falken'in belirttiğinden pek de uzak değildir. 325 baz puan faiz farkı (spread) ödenen düşük dereceli şirket tahvillerinin %6,5 oranında batacak olasılığı ve bunun %35,9'unun kurtarılması mümkün olmuş. Bu durumda  $0,065 \times 0,36 = 0,0233$  yani %2,33 kurtarıldığına göre batacak %4,17 olmakta, alınan %3,25 faiz farkı ile  $0,0325 - 0,0417 = -0,0092$  (%0,92) ya da başka bir deyişle en iyi notları almış bir kıymete yatırım yapıp daha az faiz almakla %1'e yakın zarardan kurtulmak mümkün olmuş.

**Tablo 14 Moody's 1**

**Holding Period Mean Recovery Rates by Rating Category**

Prior Rating	One Year Before Default	Two Years Before Default	Three Years Before Default	Four Years Before Default	Five Years Before Default
Aaa	n.a.	n.a.	n.a.	97.0	81.3
Aa	95.4	78.7	30.8	40.5	40.8
A	51.3	48.3	44.4	44.5	44.8
Baa	43.3	42.7	43.1	42.3	41.2
Ba	37.7	39.4	39.5	40.3	40.9
B	35.9	35.4	35.7	35.6	36.0
Caa-C	28.4	25.8	23.5	24.4	22.6
Investment Grade	46.2	45.2	44.0	43.6	43.0
Speculative Grade	34.6	34.2	34.3	34.9	35.7
All Issuers	35.7	35.5	35.8	36.4	37.0

Kaynak: Moody's Special Comment Aralık 2003 s.9

**Tablo 15 Moody's 2**

**Weighted Average Cumulative Default Rates**

Prior Rating	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Aaa	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
Aa	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
A	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%
Baa	0.3%	0.7%	1.2%	2.0%	2.6%
Ba	1.4%	4.1%	7.4%	11.0%	14.5%
B	6.5%	15.1%	23.5%	31.6%	39.5%
Caa-C	23.9%	41.7%	58.6%	73.9%	86.3%
Investment Grade	0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.0%
Speculative Grade	5.5%	11.6%	17.6%	23.3%	28.6%
All Issuers	1.9%	3.9%	5.7%	7.4%	8.8%

Kaynak: Moody's Special Comment, Aralık 2003 s.9

### EK3

**Tablo 16 Kredi notları ve Özel Sektör Tahvili stokları**

	Fitch	S&P	Eylül2009 (Milyar USD) ÖST Stoku
Fransa	AAA	AAA	400.028
İngiltere	AAA	AAA	295.563
Almanya	AAA	AAA	132.385
İtalya	AA-	A+	90.966
Hollanda	AAA	AAA	69.433
İspanya	AAA	AA+	48.927
Avusturya	AAA	AAA	38.988
İsveç	AAA	AAA	36.393
Belçika	AA+	AA+	30.256
Fİnlandiya	AAA	AAA	22.969
Danimarka	AAA	AAA	17.49
Lüksemburg	AAA	AAA	17.235
Yunanistan	A-	A-	16.89
Portekiz	AA	A+	15.074
İrlanda	AA-	AA	9.749
Çek Cumhuriyeti	A+	A	4.992
Macaristan	BBB	BBB-	1.409
Estonya	BBB+	A-	0.439
Türkiye	BB+	BB+	0.366
Polonya	A-	A-	0.355
Slovakya	A+	A+	0.325
Bulgaristan	BBB-	BBB	0.309
Malta	A+	A	0.25
Güney Kıbrıs	AA-	A+	0
Slovenya	AA	AA	0
Latviya	BB+	BB	0
Litvanya	BBB	BBB	0
Romanya	BB+	BB+	0

Kaynak: Bloomberg (kredi dereceleri), BIS (ÖST toplamları)