

T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE' DEKİ TAHVİL PİYASASI: BAZI TEMEL
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN İMKB
TAHVİL/BONO İŞLEM HACMİNE ETKİSİ**

FİLİZ AKGÜL

Ankara,2005

T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE' DEKİ TAHVİL PİYASASI: BAZI TEMEL
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN İMKB
TAHVİL/BONO İŞLEM HACMİNE ETKİSİ**

FİLİZ AKGÜL

TEZ DANIŞMANI
Dr. HAKAN ÖZEROL

Ankara,2005
(Fotokopi ile çoğaltılabilir.)

(Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı)

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne;

Filiz AKGÜL' e ait **'Türkiye' deki Tahvil Piyasası : Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmine Etkisi'** adlı çalışma, jürimiz tarafından Finans Anabilim Dalında **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Ertuğrul ÇETİNER

Üye: Dr. Hakan ÖZEROL

Üye : Yrd. Doç. Dr. Mehmet ARSLAN

ÖZET

Ülkemiz sermaye piyasaları işlem hacmi, derinlik ve yatırımcı sayısı anlamında henüz gelişmiş ülke piyasaları düzeyinde bulunmasa da son dönemde ciddi performans göstermekte ve bu yönde önemli ilerlemeler kaydetmektedir. Ülkelerin sermaye piyasaları ile gelişmişliği arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Ülkelerin gelişmişliği ise elbette o ülkenin ekonomik durumu ile yansımaktadır. Sermaye piyasaları, ekonomik gelişmede önemli bir unsurdur.

Sermaye piyasası araçlarından biri olan tahvillerin, bir yatırım aracı ve piyasa enstrümanı olarak ülkemizde çok geliştiğini söylemek mümkün değildir. Bunun en önemli nedeninin ülkemizdeki ekonomik sorunlar olduğu düşünüldüğünden, bu çalışmada ekonomi ile tahvil piyasası arasında nasıl bir ilişki olduğuna bakılmıştır.

Tahvil piyasalarını ekonomi ile ilişkisini görmek amacıyla, bilgisayar paket programında, 1991 – 2004 yılları arasındaki İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi ile bazı temel ekonomik göstergeler arasındaki korelasyon analizi yapılmıştır. Yapılan korelasyon analiz sonuçlarına göre, bir ülkenin ekonomisi ile sermaye piyasaları, dolayısıyla tahvil/bono piyasaları arasında oldukça güçlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Bu çalışmada, tahviller hakkında genel bilgilerin yanında ülkemiz tahvil piyasasının gelişimi ve en önemli sorunu olan özel sektör tahvilleri hakkında bilgiler yer almaktadır. Ülkemizde özel sektör tahvil ihraçlarının yapılmamasının sebeplerinin yanında bu sorunlara yönelik çözüm önerileri de çalışmamızda yer almaktadır.

İMKB tahvil/bono piyasası işlem hacmi ile bazı temel makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla İMKB Tahvil/Bono piyasası işlem hacmi ile bazı temel makroekonomik göstergeler arasında korelasyon analizi yapılmış, bu analizin sonuçları ve yorumları üzerinde durulmuştur. Bu analizler

yapılmadan önce, para politikasının ve Merkez Bankasının tahvil piyasalarıyla olan ilişkisi hakkında temel bilgiler verilmiştir.

ABSTRACT

Although, when we compare our capital market with other countries, we can not say that our capital market is enough developed about number of investors, trade volume etc., in recent years, it has started to develop. There is a closely relationship between development level and capital market of a country. Capital markets have a big role in a country' s economic situation.

In our country, bond market that is one of the important means of the capital markets, has not developed sufficiently. Because there is a close relationship between economy and bond market, this study focus on what is the relationship between the economy and bond market.

So that, we can see relationship between economy and bond markets, we have made correlation analysis between some economic data and ISE' s bond market trade volume. According to results of this analysis, there is a close relationship between economic situation and capital market of a country.

The study focus on the developing process of Turkey' s bond market. In addition, there are informations about private sector bonds, that is the most important problem of Turkish capital market. Also, there are reasons of the problems of the private sector bonds and there are some suggestions for these problems.

In the study, so that, we can see relationship between economy and bond markets, we have made correlation analysis between some economic data and ISE' s bond market trade volume. The study focus on the results any explanations of these analysis. Before the analysis, informations about aim of central banks has defined.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
TABLO LİSTESİ.....	vi
KISALTMALAR.....	viii

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

KONUNUN ÖNEMİ.....	1
KONUNUN AMACI.....	1
İZLENEN YÖNTEM.....	2

İKİNCİ BÖLÜM

BİR YATIRIM ARACI OLARAK TAHVİL VE BONO

2.1	TAHVİLİN TANIMI.....	4
2.2	TAHVİLLERDE DEĞER TANIMLARI.....	5
2.2.1	NOMİNAL DEĞER.....	5
2.2.2	İHRAÇ DEĞERİ.....	5
2.2.3	PİYASA DEĞERİ.....	5
2.3	TAHVİL ÇESİTLERİ.....	6
2.3.1	İHRAÇ EDİLME BİÇİMLERİNE GÖRE SINIFLANDIRMA.....	7
2.3.1.1	Nama Yazılı Tahviller.....	7
2.3.1.2	Hamiline Yazılı Tahviller.....	7
2.3.2	SAĞLADIKLARI GÜVENCEYE GÖRE TAHVİLLER.....	8

2.3.2.1	Teminatlı Tahviller.....	8
2.3.2.2	Teminatsız Tahviller.....	8
2.3.3	SAĞLADIKLARI HAKLARA GÖRE TAHVİLLER.....	8
2.3.3.1	Primli Tahviller.....	9
2.3.3.2	İkramiyeli Tahviller.....	9
2.3.3.3	Kara Katılma Hakkı Veren Tahviller.....	9
2.3.3.4	Hisse Senedine Çevrilebilir Tahviller.....	9
2.3.3.5	Hisse Senedi Satın Alma Hakkı Veren Tahviller.....	10
2.3.3.6	Vergi Bağışıklığı Sağlayan Tahviller.....	10
2.3.3.7	Endeksli Tahviller.....	10
2.3.3.8	Değişken Faizli Tahviller.....	11
2.3.4	ÇIKARILIŞ BİÇİMLERİNE GÖRE TAHVİLLER.....	11
2.3.4.1	Seri Halinde Çıkartılan Tahviller.....	11
2.3.4.2	Kuponsuz Tahviller.....	11
2.4	TAHVİLE YATIRIM YAPMANIN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI.....	12
2.4.1	TAHVİL YATIRIMININ RİSKLERİ.....	14

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE TAHVİL/BONO PİYASASI

3.1	ÜLKEMİZDE TAHVİL/BONO PİYASASININ GELİŞİMİ.....	18
3.2	3.1.1 İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI.....	18
3.1.2	İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI ÖNCESİ.....	22
3.1.2.1	Spk Öncesi Dönem.....	22
3.1.2.2	Spk Sonrası Dönem.....	26
3.2	DEVLET TAHVİLLERİ VE HAZİNE BONOLARI.....	29
3.2.	DİBS İHRACINA İLİSKİN MEVZUAT.....	30

3.3	ÖZEL SEKTÖR TAHVİLLERİ.....	31
3.3.1	ÖZEL SEKTÖR TAHVİL/BONO İHRAÇLARININ GELİŞMEMESİNİN NEDENLERİ.....	32
3.3.1.1	Kamu Sektörünün Son Yıllardaki Yoğun Borçlanmasına Neden Olan Ekonomik Ortam.....	33
3.3.1.2	Talep Yetersizliği.....	36
3.3.1.3	Vergi Ve Diğer Maliyet Unsurları Ve Spk' Ya Başvurudan Tahvilin İhracına Kadar Olan Sürenin Uzunluğu Ve Prosedürün Yoğunluğu.....	38
3.3.1.3.1	İhraç Maliyetleri.....	38
3.3.1.4	Derecelendirme Kuruluşlarının Olmaması.....	41
3.3.2	ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARINA YÖNELİK ÖNERİLER.....	42

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ İLE BAZI TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.1	PARA POLİTİKASI VE TAHVİL PİYASALARI İLE İLİŞKİSİ.....	44
4.1.1	PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI.....	44
4.1.2	AKTARIM MEKANİZMASI VE AÇIK PİYASA İŞLEMİ.....	46
4.2	ANALİZLER.....	49
4.2.1	YÖNTEM Ve VERİLER.....	50
4.3	ANALİZLERİN SONUÇ VE YORUMLARI.....	53
4.3.1	FAİZ ORANLARI-DÖVİZ KURLARI-ENFLASYON ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	53
4.3.1.1	Faiz Oranı İle Döviz Kuru.....	53
4.3.1.2	Faiz Oranı İle Enflasyon Oranı.....	54
4.3.1.3	Döviz Kuru İle Enflasyon Oranı.....	56

4.3.2 MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER İLE İMKB TAHVİL/BONO İŞLEM HACMI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	57
4.3.2.1 Enflasyon Oranı İle İmkb Tahvil/Bono İşlem Hacmi.....	57
4.3.2.2 Döviz Kuru İle İmkb Tahvil/Bono İşlem Hacmi.....	59
4.3.2.3 Faiz Oranı İle İmkb Tahvil/Bono İşlem Hacmi.....	60
4.3.2.4 Kamu İç Borç Stoğu/Gsmh İle İmkb Tahvil/Bono İşlem Hacmi.....	62

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

SONUÇ.....

..64

EKLER.....

.67

KAYNAKÇA.....

..77

TABLO LİSTESİ

TABLO 3.1 : 1991 – 2004 DÖNEMİNDE İMKB TAHVİL/BONO PİYASA İŞLEM HACİMLERİ

TABLO 3.2 : 1970 – 1982 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI

TABLO 3.3 : 1972 – 1982 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖRÜN DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI

TABLO 3.4: 1975–1982 DÖNEMİNDEKİ ÖZEL TAHVİL İHRACININ İHRAÇÇIYA GÖRE DAĞILIMI

TABLO 3.5 : 1982-1992 DÖNEMİNDE ÇEŞİTLİ FİNANSAL ARAÇLARIN REEL GETİRİLERİ

TABLO 3.6 : 2000-2004 DÖNEMİNDEKİ KAMU BORÇ STOĞUNUN GSMH' a ORANI

TABLO 4.1 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE DÖVİZ KURLARI ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.2 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE ÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.3: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE TÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.4: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI İLE TÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.5: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI İLE ÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.6: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ TÜFE İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.7: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ ÜFE İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.8: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.9 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

TABLO 4.10 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ KAMU İÇ BORÇ STOK/GSMH İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

KISALTMALAR

API	: Açık Piyasa İşlemleri
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
GSMH	: Gayri Safı Milli Hasıla
HDT	: Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISE	: İstanbul Stock Exchange - İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	: Küçük ve Orta lekli İşletmeler
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPSS	: Statistical Package for Social Sciences – Sosyal Bilimler İstatistik Programı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	: Tüketicici Fiyat Endeksi
FE	: Üretici Fiyat Endeksi

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1 KONUNUN ÖNEMİ

Ülkelerin gelişmişlik düzeyi ile sermaye piyasaları arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bir ülkenin gelişmişlik düzeyine göre sermaye piyasaları gelişmektedir. Ayrıca, ülkelerin gelişmişlik unsuru ile sermaye piyasalarını o ülkenin ekonomisinden bağımsız olarak düşünmek mümkün değildir.

Sermaye piyasalarının önemli araçlarından biri olan tahvil piyasasının ülkemizde çok geliştiğini söyleyemeyiz. Ülkemizde çok derin bir sermaye piyasası olmadığından sermaye piyasası araçları da kısıtlıdır. Öte yandan Ülkemizdeki sermaye piyasalarının önemli bir aracı olan özel sektör tahvil piyasasının gelişmemesinin de bir çok nedeni vardır. Özelde bunlardan en önemlisi kamunun yoğun borçlanması ve bu sebepten dolayı özel sektör tahvil ihraçları aleyhine yönelik düzenlemelerin yapılmasıdır. Genel anlamda ise, ülkemizdeki ekonomik sorunların bu piyasanın gelişmesini engellediği düşünülmektedir. Bundan dolayı, bu çalışmanın ana konusu tahvil piyasası ile ekonomi arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

Bir ülkenin gelişmesinde çok önemli rolleri olan, tahvil piyasası ile ekonomi arasındaki ilişkinin incelenmesi bu çalışmanın ana konusudur.

1.2 KONUNUN AMACI

Bu çalışmanın amacı sermaye piyasalarının önemli araçlarından biri olan tahvillerin ülkemizdeki durumunun ve temel makroekonomik veriler ile ilişkisinin ne olduğunun araştırılmasıdır. Özellikle, sermaye piyasamızın derinleşmeye başladığı son birkaç yılda, tahvil piyasasının durumu, özel sektör tahvil ihraçlarının sorunları ve bu sorunlara çözüm önerileri konularına da değinilmektedir.

Ayrıca, bu çalışmada ekonomik göstergeler ile tahviller arasındaki ilişkinin ne olduğunu görmek amacıyla SPSS bilgisayar paket programında bazı değişkenler arasında korelasyon analizleri yapılmıştır. Bu analizlerin amacı, bir ülkenin ekonomisi ile sermaye piyasaları arasında ilişki olup olmadığına bakmak, ve eğer varsa bu ilişkinin nasıl bir ilişki olduğunu görmektir.

1.3 İZLENEN YÖNTEM

Bu çalışmadaki temel hedef ülkemizdeki tahvil piyasasının ekonomik veriler ile ne düzeyde bir ilişkisi olduğunu incelemektir. Bunun için gerekli literatür araştırılması yapıldıktan sonra, ülkemizde İMKB Tahvil/Bono piyasasının faaliyete geçtiği 1991 yılından 2004 yılına kadar olan dönemdeki, borsadaki tahvil işlem hacmi ile bazı temel makroekonomik göstergeler arasındaki korelasyon analizine bakılmıştır.

İki değişken arasındaki ilişkinin kuvveti korelasyon analizi ile incelenir. İki değişken arasındaki ilişkinin derecesini veren ölçüte ise korelasyon katsayısı adı verilir. Korelasyon katsayısı p ile gösterilir. Korelasyon katsayısı daima -1 ile +1 arasında bir değer almaktadır.

Ayrıca, eğer p değeri (+) ise; iki değişken arasında pozitif bir ilişki vardır. Eğer p değeri (-) ise; iki değişken arasında negatif bir ilişki vardır. Eğer $p = 0$ ise; iki değişken arasında hiçbir ilişki yok demektir.

Enflasyon ile İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi arasındaki ilişkiyi görebilmek için önce GSMH deflatörü ile İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi arasındaki korelayona bakılmıştır. Ancak, 1991 – 2004 yılları arasındaki GSMH deflatörü verilerine ulaşılamadığından 1991 – 2004 yılları arasındaki GSMH sabit fiyatlarının aynı dönemdeki GSMH cari fiyatlarına bölünmesi ile hesaplanmıştır. İMKB Tahvil/Bono işlem hacim verileride aylık açıklandığından her üç aylık dönemin aritmetik ortalaması hesaplanmıştır çünkü GSMH verileri 3 aylık açıklanmaktadır. Bunun sonucunda elde edilen verilerin korelasyon analizi sonucu Tefe ve Üfe ile İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi arasındaki korelasyon analizi sonucundaki korelasyon katsayısına çok yakın bir rakam çıkmıştır. Ancak, İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi verilerinin üç aylık aritmetik ortalamalarının alınmasının yanıltıcı olabilme durumunun söz konusu olacağı düşünüldüğünden bunun yerine Tefe ve Üfe değerleri alınmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

TAHVİL/BONO PİYASALARI

2.1 TAHVİLİN TANIMI

Tahvil devletin ya da anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir. Kamu borçlanma aracı dışındaki tahvillerin ihraç ve halka arzı için SPK'ya kaydedilmesi gereklidir. Tahviller sahiplerine herhangi bir ortaklık hakkı vermez, sadece ihraççıya karşı alacaklılık hakkı sağlar.

Tahvil hamilinin bir şirkete kullandığı sermaye yabancı sermayedir ve tahvil hamili, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil hamili şirketin aktif üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt karından önce tahvil sahiplerinin faizleri ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra şirketin malvarlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.

Tahvil sabit getirili bir menkul kıymettir.¹ Tahvil sahibi [enflasyon](#)un kendisinden alıp götürdüğü değerden daha fazla faiz aldığı anda kar elde etmiş olur. Elde edilen

¹ Sabit getirili menkul kıymet alacaklılık hakkı sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve yatırım aracı olarak kullanılan borçlanma senetleridir. İhraç eden kuruluşların niteliğine göre kamu ve özel sektör menkul

gelir, enflasyonun altında kaldığında ise tahvilin gerçek geliri *sıfır* olabilir veya negatif gelir haline de gelebilir.

2.2 TAHVİLLERDE DEĞER TANIMLARI

2.2.1 NOMİNAL DEĞER

Tahvilin üzerinde yazılı değerdir. Bu değer sabittir ve asla değişmez. Muhasebe kayıtlarına ve itfa² planına esas teşkil eder. Vade sonunda tahvil sahibinin eline geçecek anaparadır.

2.2.2 İHRAÇ DEĞERİ

Primli olarak ihraç edilen ve/veya erken alanlara faiz oranı indirim uygulanan tahvillerde ihraç değeri = (nominal değer – kanuni indirim + erken satış indirimi) olur. Bu şekilde hesaplanan ihraç değeri satışın son günü yaklaştıkça nominal değere doğru yaklaşır ve son gün (nominal değer – kanuni indirim) olur. Ertesi gün de faiz işlemeye başlar.

2.2.3 PİYASA DEĞERİ

Tahvillerin değerleri de hisse senetlerinde olduğu gibi, ihraç edildikten sonra piyasa koşullarına göre değişir. Ancak vade sonunda mutlaka nominal değerle eşitlenir.

kıymetleri olarak ikiye ayrılırlar. Sabit getirili menkul kıymetler vade sonuna kadar elde tutulmaları halinde belirli bir getiriyi garanti eder.

² İtfa, sabit getirili menkul kıymetin vade bitiminde anapara ve (varsa) kupon faizinin ihraççı tarafından sabit getirili menkul kıymetin sahibine ödenmesidir.

*Tahvillerin piyasa değeri şu faktörlerden etkilenir;*³

- Paraya çevrilebilir olmasa dahi, her tahvilin piyasada her an için bir değeri vardır. Bu değer (anapara + son faiz ödemesinden itibaren işlenmiş günlük faiz) toplamı civarındadır. Tahvilin net yıllık faizi 365 ile bölünüp geçen gün sayısı ile çarpıldığında işlenmiş net faizi bulunur.
- Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının altında ise, piyasada borsa değeri başabaş (nominal) değerinin altındadır. Bu durumda tahvil *iskontolu işlem görüyor* denilir. Normal olarak tahvillerin üzerinde bir miktar işlenmiş faiz bulunduğu için, işlenmiş faizle birlikte genellikle başabaşın üstünde fiyat bulur. Tahvilin nominal faiz oranı cari piyasa faiz oranının üstünde ise, piyasa ya da borsa değeri (işlenmiş faiz hariç) nominal değer üstünde oluşur. Bu durumda da tahvilin *primli işlem gördüğü* söylenir.
- Normal ekonomik şartlar altında, büyük ve tanınmış şirketlerin tahvilleri ile büyük banka ve holdinglerin garantisine sahip tahviller diğerlerine oranla [ikincil piyasa](#)da daha yüksek değer bulurlar.

Bir ülkedeki ekonomik ve politik istikrarsızlık piyasadaki tahvil fiyatlarını çok önemli derecede etkilemektedir. Ayrıca kamu borçlanma ihtiyacı da tahvil fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu faktörlerin dışında piyasadaki tahvil fiyatlarını etkileyen bazı faktörler ise şunlardır;

- Hazine ihale ödemesi ve bono itfası
- TCMB döviz alış-satış işlemleri
- TCMB doğrudan bono alış-satış işlemleri
- TCMB İnterbank para alış-veriş
- TCMB repo ihalesi

³ Garanti Eğitim Yayınları **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**, 2004; s. 22.

- Likidite rezerv rakamındaki değişiklikler
- Hazine ihalesinde beklenenin dışında gerçekleşen satış
- Döviz fiyatlarındaki hızlı artış

2.3 TAHVİL ÇEŐİTLERİ

Tahviller çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir;⁴

- 1) İhraç Edilme Biçimlerine Göre Sınıflandırma
- 2) Sağladıkları Güvenceye Göre Sınıflandırma
- 3) Sağladıkları Haklara Göre Sınıflandırma
- 4) Çıkarılış Biçimlerine Göre Sınıflandırma

2.3.1 İHRAÇ EDİLME BİÇİMLERİNE GÖRE TAHVİLLER

2.3.1.1 Nama Yazılı Tahviller

Nama (ada) yazılı tahvillerin üzerinde gerçek kişilerin adı ve soyadı ile tüzel kişilerin ticaret ünvanlarını taşıyan ifadeler vardır. Nama yazılı tahvillerin aktarılması için yazılı bir aktarma bilgisine ihtiyaç vardır. Bu bildiri, senedin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir kağıt üzerine de yazılabilir.

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek tahvillerin nama yazılı olarak çıkarılmaları zorunludur.⁵

2.3.1.2 Hamiline Yazılı Tahviller

⁴ Mehmet Baha Karan **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi , Ankara, 2001, s.373.

⁵ Halka arzedilmeksizin satılan tahvillere ilişkin özel hükümler: Nama Yazılı Çıkarma Şartı; MADDE 26.

Hamiline yazılı tahviller alacaklısı belli olmayan senetlerdir. Bu tür tahviller için önemli olan unsur tahvili kimin taşıdığıdır. Şirketlerin bünyesinde biriken vergilendirilmemiş paraların ortaklara intikalinde kolay bir araç olarak öncelikle hamiline yazılı tahviller düzenlenmektedir. Özellikle servet beyannamelerinin vergi mükelleflerince verilmesinin mecburi olduğu ülkelerde, servetin hamiline yazılı tahviller ile saklandığı gerçeği mevcuttur.

2.3.2 SAĞLADIKLARI GÜVENCEYE GÖRE TAHVİLLER

Sağladıkları güvenceye göre tahviller teminatlı (garantili) ve teminatsız (garantisiz) tahviller olmak üzere ikiye ayrılır.

2.3.2.1 Teminatlı Tahviller

Anonim şirketler, özel teminata sahip tahviller çıkarabilmektedirler. Teminatlı tahvillerde, işletmenin sahip olduğu duran varlıkların bir kısmını ya da tümünü ödeme yükümlülükleri karşılığında teminat olarak göstermektedirler. Eğer işletme faiz ve anapara borcunu ödemez ya da ödeyemez bir duruma düşerse, tahvil sahipleri güvence olarak gösterilen rehin veya ipotekli malı satarak alacaklarını tahsil ederler. Eğer bunlar borcun ödenmesine yetmez ise şirketin öbür mallarından veya ileride elde edeceği gelirden alacaklıların alacakları ödenir. Bu tür tahviller işletme sahiplerinin tahvillerini satmasında kolaylık sağlar. Çünkü yatırımcılar için yüksek güvence sağlayan tahvillerdir.

2.3.2.2 Teminatsız Tahviller

Anapara ve faiz ödemeleri için herhangi bir teminat göstermeksizin çıkartılan tahvillerdir. Bu tahviller tamamen işletmelerin piyasadaki itibarına dayanarak

çıkartılır. Her ne kadar bu tür tahvillerde teminat gösterilmemişse de aslında şirketin tüm gayrimenkul ve menkul malları bu tür tahviller için genel bir güvence niteliği taşımaktadır.

2.3.3 SAĞLADIKLARI HAKLARA GÖRE TAHVİLLER

Sağladıkları haklara göre tahviller sekiz çeşit altında sınıflandırılabilirler.

2.3.3.1 Primli Tahviller

Tahviller üzerinde yazılı olan nominal değerle (başabaştan) satışa çıkarılabileceği gibi, nominal değerinden daha yüksek bir bedelle başka bir deyişle, primli olarak da satılabilirler. TTK hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bedelle ihraç edilmesini yasakladığı halde tahviller için böyle bir engel yoktur.

2.3.3.2 İkramiyeli Tahviller

Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun, alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Önceden saptanan bu ikramiyeler kura çekilmesi yolu ile tahvil sahiplerine dağıtılır.

2.3.3.3 Kara Katılma Hakkı Veren Tahviller

Kara katılmalı tahvillerin verimi sabit bir gelir niteliğinde olmayıp kar edilme koşuluna bağlı olarak, kardan da belli bir pay alan tahvillerdir. Bu tahviller birikimli ya da birikimsiz faiz ödemesi koşulu ile çıkarılabilirler. Birikimli faizli tahvillerde karın iyi olduğu dönemlerde daha önceki yılların ödenmemiş faizleri ödenebilir.

Birikimsiz faizli tahvillerde ise belli bir dönemde kar sağlanmadığı takdirde o döneme ilişkin tahvil faizleri ödenmemiş olur. Bu faizlerin daha sonraki yıllarda karşılanması olanağı yoktur.

2.3.3.4 Hisse Senedine Çevrilebilir Tahviller (HDT)

HDT' ler ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.

HDT' lerin amacı yatırımcıları tahvil almaları konusunda özendirmektir. Bu tür tahviller sahiplerine ellerindeki tahvilleri belli bir dönüşüm oranı ya da fiyatı üzerinden önceden belirlenen sayıda adi hisse senedi ile değiştirme hakkı verirler.

2.3.3.5 Hisse Senedi Satın Alma Hakkı Veren Tahviller

Bu tür tahvil sahipleri, isterlerse seçim hakkını kullanarak önceden saptanmış belirli bir fiyatla belirli adet hisse senedi satın alacak ve bu hakkı kullanmayacaklardır. Seçim hakkının süresi belirli bir tarihte sınırlı olabileceği gibi, bu süre sınırsızda olabilir. Seçim hakkı genellikle küçük ama hızlı büyüyen işletmelerin çıkaracakları tahvillerin çekiciliğini arttırmak için kullanılır. Tahville birlikte seçim hakkının verilmesi tasarruf sahiplerine işletmenin gelişmesi halinde bu gelişmeden pay alma olanağı sağladığından, tasarruf sahipleri bu tür tahvil almaya yönelebilir. Seçim haklı tahvil satın alan kişilere işletmenin gelecekteki ortakları gözüyle bakılır.

2.3.3.6 Vergi Bağışıklığı Sağlayan Tahviller

Kamu kurumları, gereksinme duydukları fonları karşılamak amacıyla tahvil çıkarmaktadır. Kamu kuruluşları tarafından çıkarılan tahvillerin önemli bir kısmına,

çekici hale getirip tasarruf sahiplerini özendirmek amacı ile vergi bağısıklığı (muafiyeti) tanınmıştır.

2.3.3.7 Endeksli Tahviller

Yine hızlı enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı enflasyona karşı korunmaktadır. Anaparayı korumakta, dövize ya da altına endeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile vade günü arasında altın fiyatlarında ya da belli bir dövizin kurundaki artış yüzdesine göre anapara arttırılarak tahvil sahibine ödenir.

2.3.3.9 Değişken Faizli Tahviller

Değişken faizli tahviller endeksli tahvillerin bir çeşididir. Enflasyon dönemlerinde sabit oranlı faiz gelirlerinin gerçek değeri düşmekte, tahvil yatırımcıları bundan zarar görmektedir. 1970’li yıllarda uygulanmaya başlayan değişken faizli tahvillerde genellikle hazine borçlarının faizleri değiştirme işleminde baz olarak kullanılmaktadır.

2.3.4 ÇIKARILIŞ BİÇİMLERİNE GÖRE TAHVİLLER

Çıkarılış biçimlerine göre tahviller iki gruba ayrılır. Birincisi Seri Halinde çıkarılan tahviller, ikincisi ise Kuponsuz olarak çıkarılan tahvillerdir.

2.3.4.1 Seri Halinde Çıkartılan Tahviller

Bu tür tahvillerin vadeleri her yıl ya da her altı ay bunlardan bir kısmı geri ödenecek şekilde ayarlanır. Belli bir tertipteki tahvillerin kısa vadeli olanlarına daha düşük, uzun vadeli olanlarına ise daha yüksek oranda faiz ödenir. Dolayısıyla alıcılar tercihlerine en uygun vadeli tahvilleri seçme olanağına sahiptirler. Diğer taraftan; tahvil çıkaran şirketin her yıl ne kadar tahvilin ödeneceğini önceden belirleyebilmesi

için gelecek dönemlerde ne miktarda gelir elde edeceğine ilişkin gerçeğe yakın tahminler yapabilmesi gerekmektedir.

2.3.4.2 Kuponsuz Tahviller

Kuponsuz tahviller piyasaya çok büyük iskonto ile çıkarılırlar. Tahvili satın alan yatırımcı vade sonuna kadar hiçbir faiz almaz. Vade sonunda anaparasını ve toplanan faizleri tahvilin nominal değeri üzerinden alır. Bu yatırım biçimi daha çok faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde tercih edilir.

2.4 TAHVİLE YATIRIM YAPMANIN AVANTAJLARI ve DEZAVANTAJLARI

Tahvil sahibinin bir şirkete kullandığı sermaye, yabancı sermayedir. Tahvil sahibi, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil sahibi şirketin aktif üzerinde, alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt karından önce tahvil sahiplerinin faizleri ödenir.

Tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki ilişki vade sonunda sona erer. Tahvil sahibi tahvili çıkaran şirketin kar-zarar riskine katılmaz. Şirket zarar etse de günü gelince belli miktardaki anapara ve faizini alır. Tahvillerin getirilerini etkileyen en önemli unsurlar bunların likiditesi⁶ ve sahip oldukları risktir. Şirket tahvilleri, şirketin iflas etmesi ve faiz, anapara ödemesinde temerrüde⁷ düşmesi açısından devlet tahvillerine oranla daha yüksek risk taşıdıklarından genellikle devlet tahvillerinden daha yüksek faiz geliri sağlarlar. Tahviller çoğu zaman sabit getirili menkul kıymetlerdir. Tahvil sahibi enflasyonun kendisinden alıp götürdüğü değerden

⁶ Likidite, menkul kıymetin piyasa fiyatından veya bu fiyata çok yakın bir fiyattan en kısa sürede ve kolayca nakde çevrilebilmesidir.

⁷ Temerrüt, borsa'da yapılan işlemler sonucunda, taahhütlerin gerektirdiği ödeme veya menkul kıymet teslimatlarının belirlenen süreler içinde gerçekleştirilmemesi sonucu oluşan durumdur.

daha fazla faiz aldığında kar elde etmiş olur. Elde edilen gelir enflasyonun altında kaldığında ise tahvilin gerçek geliri negatif de olabilir.

Tahvil bir borç senedi olduğuna göre, borcun anapara ve faizleri gereğinde yargı yoluna başvurarak tahsil edilebilir. Şirketin iflası veya tasfiyesi halinde de, tasfiyede önce borçlar ödendiği için, tahvil sahipleri hisse senedi hamillerinden önce alacaklarını alırlar.

Tahvillerin en önemli yararlarından biri risklerinin hisse senetlerine nispeten daha düşük olmasıdır. Hisse senetlerinin fiyatları genelde tahvillere göre daha oynaktır.

Tahvile yatırım yapmanın en temel yararlarından bir diğeri ise, yatırımcısına önceden belirli bir faiz gelirini garanti etmesi olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü tahvile yatırım yapan yatırımcı belirli bir vade sonunda bir faiz geliri elde edecektir.

Dolayısıyla diğere taraftan tahvile yatırım yapan yatırımcı sermaye geliri de elde edecektir. Tahvillerin de hisse senetleri gibi pazar fiyatları piyasa koşullarına göre oluşmaktadır. Pazar fiyatları özellikle pazar faizinden etkilenir. Pazar faizleri yükseldiğinde tahvilin fiyatı düşerken, pazar faizleri düştüğünde tahvilin fiyatı yükselmektedir. Faizlerin yüksek olduğu bir seviyeden yatırım yapan bir yatırımcı faizler düştüğünde önemli bir sermaye kazancı elde edecektir.

Tahvil sahiplerinin her zaman şirket malları üzerinde hisse senedi sahiplerine göre öncelikleri vardır.

Ayrıca bazı tahvil türlerinde ise şirket tahvil alanlara ek güvenceler de sağlamaktadır.

Devlet tahvillerinde ise ödenmeme riski yoktur. Devlet senetleri risksiz senet sayılmaktadır. Devletin ne olursa olsun borçlarını ödeyeceği kabul edilmektedir. Devlet tahvillerinde vergi bağışıklığı tamamen söz konusudur.

Tahvil yatırımının en önemli sakıncalarından biri ise ihraç edilen tahvillerin ödenen kupon faizlerinin ve temettü oranlarının sabit olmasıdır. Çünkü bu faiz oranları ve temettü oranları enflasyondaki değişimlere karşı yükselemez. Enflasyon tahvil yatırımcıları için önemli bir endişe kaynağıdır. Burada enflasyon, sadece yatırımın sermaye kısmının satın alınma gücünü zorlaştırmakla kalmaz, aynı zamanda piyasa faiz oranlarının hareketinde de büyük rol oynar. Enflasyon, piyasa faiz oranlarında büyük değişimlere sebep olur. Bununla birlikte tahvillerin piyasa hareketlerinde büyük değişimlere sebep olmuş olur.

Batı ülkelerinde tahvile yatırımın en önemli sakıncalarından biri çok fazla menkul kıymet çeşidinin olmasıdır. Yatırımcılar karar verme aşamasında çok zorluk çekmektedirler. Ancak bizim ülkemizde ise aksine yeterince menkul kıymet çeşidi bulunmamaktadır.

Ayrıca tahvil yatırımı yaparken bazı risklerle karşı karşıya kalınmaktadır. Şimdi de bu riskleri inceleyelim.

2.4.1 TAHVİL YATIRIMININ RİSKLERİ

Tahvillerin ve diğer tüm sabit getirili menkul kıymetlerin satın alınıp tekrar satıldığı güne kadar geçen sürede bu menkul kıymetten elde edilecek getiri iki kısma ayrılır. Birinci kısım, sabit getirili menkul kıymetin satıldığı zamanki piyasa değeri, ikinci kısım ise sabit getirili menkul kıymetin elde tutulduğu süre içerisinde, yatırımcıya dönemsel olarak yapılmış olan kupon ödemeleri ve buradan elde edilen nakit akımlarının yeniden yatırılması ile elde edilen kazançtır. Birçok çevresel faktör bunları etkilemektedir. Bu durumda herhangi bir menkul kıymetin riskini menkul kıymetin getiri özellikleri üzerindeki piyasa faktörlerinin etkisinin bir ölçütü olarak

tanımlamak mümkündür. Tahvile yatırım yapanların karşı karşıya olduğu riskler şunlardır;

- 1) Piyasa veya Faiz Oranı Riski
- 2) Borcun Ödenmemesi Riski
- 3) Enflasyon Riski
- 4) Yeniden Yatırım Riski
- 5) Geri Çağırma Riski
- 6) Getiri Eğrisi Riski
- 7) Likidite Riski
- 8) Sektör Riski
- 9) Politik Risk
- 10) Değişkenlik Riski

Piyasa Riski; Tahvillerin fiyatları ile piyasa faiz oranı arasında negatif bir ilişki vardır. Elindeki tahvili vadesine kadar elde tutacak olan yatırımcı için, vadeye kadar olan dönem içindeki fiyat değişimlerinin bir önemi olmayacaktır. Ancak elindeki tahvili vadesi gelmeden satmayı düşünen yatırımcı için, faiz oranlarındaki bir artış sermaye kaybının gerçekleşmesine sebep olacaktır.

Borcun Ödenmemesi Riski; İhraççının anapara ya da kupon faiz ödemelerini yapamamasıdır. Aynı şekilde ihraççının zamanında anapara veya kupon faiz ödemelerini yapamamasını da kapsar. Borcun ödenmemesi riskine kredi riski de denilmektedir.

Enflasyon Riski; Bir menkul kıymetin nakit akımlarında enflasyon sebebi ile meydana gelen değişikliklerden ortaya çıkabilecek risk türüdür.

Yeniden Yatırım Riski; Yeniden yatırım işlemlerinden elde edilen gelirlerdeki miktarların değişkenliği olarak tanımlanmaktadır. Değişkenliğin sebebi ise piyasa faiz oranlarındaki değişikliklerdir.

Geri Çağırma Riski; Tahvilin vadeden önce geri çağırılma olasılığını ifade etmektedir. Tahvil sözleşmesinde yer alan geri çağırma hükümleri, ihraççı şirkete tahvilin nominal değerini vade tarihinden önce geri ödeme opsiyonu sağlamaktadır.⁸ İhraççı şirket, faizlerin düşük olduğu dönemlerde geri çağırarak, aksine faizlerin yüksek olduğu dönemlerde ise çağırılma durumu olmayabilecektir.

Getiri Eğrisi Riski; Diğer adı vade riski olan bu riskin anlamı, tahvillerin vadeleri ile faiz oranları arasında zamana, enflasyon beklentisine veya risk primine bağlı ilişkiler söz konusu olduğudur. Kısa vadeli bir tahvilin faizi ile uzun vadeli bir tahvilin faizi aynı değildir.

Likidite Riski; Eğer tahvil yatırımcısı elindeki tahvili vade sonu gelmeden paraya çevirmeyi düşünür ise bu tahvilin likidite riski daha yüksektir. Eğer bir menkul kıymet piyasada piyasa fiyatından ya da daha yüksek bir fiyattan işlem görebiliyor ise, bu menkul kıymet *likittir* diyebiliriz.

Sektör Riski; Bir işletmenin bulunduğu sektördeki tüm olumsuz ya da olumlu koşullar elbette o işletmeyi etkileyecektir. Çünkü işletmeyi faaliyet gösterdiği sektörden bağımsız düşünmek imkansızdır. Dolayısıyla şirketi etkileyen faktörler söz konusu şirketin tahvillerini de etkileyecektir. Kısaca, sektör riski, tahvil yatırımında karşılaşılan diğer risklerin sektörüne göre tahvillere etki etmesidir.

Politik Risk; Bir ülkenin hükümetinin tahvillere veya tüm menkul kıymetlere yönelik yasal veya düzenleyici faaliyetleri elbette tahvillerin fiyatlarını pozitif yönde etkileyecektir. Bunun aksi durumlara politik risk denmektedir.

Tahvillerin vergilendirilmesiyle ilgili kararlar, ülkenin hükümetine bağlı olduğundan, ülkenin politikası tahvil yatırımlarında önemli bir risk unsurudur.

⁸ Meral Tecer, **Tahvil Yatırımlarının Yönetimi**. Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, No:233, Ankara, 1989. s;82.

Değişkenlik Riski: Üzerinde opsiyon olan bir tahvilin fiyatı, faiz oranlarının düzeyine ve opsiyonun değerini etkileyen faktörlere bağlıdır. Faktörlerden bir tanesi, faiz oranlarının beklenen değişkenliğidir. Özellikle, bir opsiyonun fiyatı beklenen faiz oranı değişkenliği arttığı zaman artar. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde ve geri çağrılabilir tahvillerde, yatırımcı borç alan tarafa opsiyon hakkı tanıdığı için, menkul kıymetin fiyatı düşer. Faiz oranlarındaki bir değişimde ortaya çıkan risklerin, bir menkul kıymetin fiyatını ters yönde etkilemesi değişkenlik riski olarak bilinir.⁹

⁹ Karan, **Yatırım...**, s. 386

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE TAHVİL/BONO PİYASASI

3.1 ÜLKEMİZDE TAHVİL/BONO PİYASASININ GELİŞİMİ

3.1.1 İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI

Ülkemizde 1980' li yıllardan itibaren bütçe açıkları daha çok piyasaya dayalı yöntemlerle, yani iç ve dış borçlanma senetlerinin ihraç edilmesi yöntemiyle karşılanmaya başlanmış; bunun sonucunda tahvil birincil ve ikincil piyasaları da oluşup gelişmeye başlamıştır. İkincil piyasaların etkinliği, derinliği ve likiditesi tahvil fiyatlarının en uygun şekilde belirlenebilmesi için önem kazanmıştır.

İMKB Tahvil/Bono piyasasının kurulmasından önce ülkemizdeki tahvil piyasasının en önemli sorunlarından biri tahvillerin ikincil piyasa işlemlerinin borsa dışında gerçekleşmesi idi. İMKB Tahvil/Bono piyasasının faaliyete geçmesiyle birlikte, tahvil piyasamızın bu önemli sorunu ortadan kalkmıştır. 1994 yılından bu yana ise ülkemizdeki tahvil piyasasının en önemli sorunu, özel sektör tahvil ihraçlarının yapılmıyor olmasıdır.

İMKB bünyesindeki Tahvil ve Bono Piyasası, sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmelerini sağlayarak bu menkul kıymetlerin likiditesini artırmak, enformasyon akışını hızlandırmak

amacıyla, 17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete başlamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun repo ters repo işlemlerine ilişkin düzenlemelerinin ardından 17 Şubat 1993 tarihinde Repo-Ters Repo Pazarı faaliyete geçmiştir. Son olarak, 3 Haziran 1996 tarihi itibarıyla Piyasa bünyesinde Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı faaliyete geçmiştir.

Bu piyasanın kurulmasındaki amaç, sabit getirili menkul kıymetlerin aracı kuruluşlar arasında daha verimli olarak dağılımını sağlamak, şeffaf bir [ikinci el piyasa](#) oluşturarak [menkul kıymet](#) ihracını arttırmak, Repo-Ters Repo Pazarı için ise aracı kuruluşlar arasındaki fon akışını düzenleyerek repo işlemlerinin şeffaf bir ortamda gerçekleşmesini sağlamaktır.

Kesin Alım Satım Pazarı'nda Türk Lirası ve döviz ödemeli DİBS ve Gelir Ortaklığı Senetleri, Gayrimenkul Sertifikaları ile Borsa kotunda bulunan Özel Sektör Tahvilleri işlem görür.

Repo Ters Repo Pazarı'nda ise özelliklerine göre gruplandırılmış menkul kıymetler üzerinde işlem yapılır. Emir girişi sırasında repo karşılığı teslim edilmek istenen ya da ters repo işlemi karşılığı teslim alınmak istenen menkul kıymet grubu belirtilir ancak menkul kıymet belirtme imkanı yoktur.

İMKB Tahvil/Bono Piyasası'nın faaliyete geçmesiyle sabit getirili menkul kıymetler piyasasının ikinci el işlemleri yaygınlaşmış ve piyasaya ulaşımdaki kolaylık, işlem maliyetlerinin düşüklüğü ve takas güvencesiyle piyasanın etkinliği sağlanmıştır.

Tahvil/bonoların fiyatları ya da repo oranları diğer piyasalardaki gelişmelerin bir sonucudur. Örneğin, devletin artan [bütçe açıklarını](#) finanse edebilmek için [iç piyasadan borçlanmaya](#) yönelmesi, borçlanma maliyetlerini dolayısıyla da faizleri doğrudan artıracaktır.

Uzun vadeli, sabit getirili borçlanma araçlarının fiyatları daha çok devletin borçlanma politikası ve makroekonomik gelişmelerden etkilenmektedir. Örneğin, Merkez Bankası'nın [açık piyasa](#) ihalesiyle piyasadan para çekmesi, repo oranlarını yükseltmekte yada Merkez Bankası'nın [Interbank Para Piyasası](#)'nda piyasaya para vermesi repo oranlarını düşürmektedir.

Enflasyonun yükselmesi, devletin iç ve dış borç miktarının artması, döviz fiyatlarında yaşanan artışlar yada dengesizlikler, ekonomik gelişmelerdeki belirsizlikler tahvil fiyatlarını düşürmekte; enflasyonun düşmesi, döviz fiyatlarındaki artışların dengeli olması, ekonomik ve politik açıklık tahvil fiyatlarını artırmaktadır. Bono fiyatları ise piyasanın likiditesine, ihraççıların likidite ihtiyaçlarına, ihraçlarda uyguladıkları oranlara ve döviz fiyatlarının seyrine bağlı olarak değişmektedir.

Günümüzde, İMKB Tahvil/Bono piyasasında sadece DİBS' ler el değiştirmektedir. Özel sektör tahvilleri, mevcut durumda ülkemizde bulunmamaktadır. Kamunun yoğun borçlanma ihtiyacının olmasından dolayı, borsadaki tahvil işlem hacimleri oldukça yüksek olmaktadır. Örneğin, 1997 yıl sonu itibariyle 5,7 katrilyon TL olan kamu menkul kıymetleri kesin alım satım piyasası işlem hacmi, 1998 yılında yüzde 215,8 oranında artarak, 18,0 katrilyon TL'ye yükselmiştir.

Aşağıdaki tabloda 1991 - 2004 yılları arasındaki İMKB Tahvil/Bono piyasası işlem hacimleri gösterilmektedir.

TABLO 3.1 : 1991 – 2004 DÖNEMİNDE İMKB TAHVİL/BONO PİYASA İŞLEM HACİMLERİ

Yıllar	İMKB Tahvil İşlem
	Hacmi (Milyon YTL)
1991	1,475
1992	17,977
1993	181,867
1994	1026,67
1995	6521,71
1996	21051,43
1997	63695,70
1998	115274,46
1999	286153,73
2000	720457,55
2001	736115,36
2002	838520,31
2003	1253631,49
2004	1924079,65

KAYNAK : İMKB

Tabloda da görüldüğü üzere, 1991 – 1995 yılları arasındaki tahvil ihraçlarının artış oranı oldukça yüksektir. Bunun en temel sebebi 1995 yılına kadar özel sektör tahvil ihraçlarının da ülkemizde yapıyor olmasıdır. Ancak 1995 yılından sonra, her ne kadar da tahvil işlem hacimlerinde hala bir artış gözükse de daha önceki yıllardaki kadar ciddi oranlarda değildir. 1995 yılından sonra artış oranı düşmesine rağmen,

hala artışların devam etmesinin en temel sebebi kamunun borçlanma ihtiyacının yüksek olmasıdır.

Bir piyasanın işlem hacminin o piyasanın etkinliğini gösteren en temel göstergelerden biri olduğunu söylemek mümkündür. Piyasasının işlem hacmi yüksek ise, o piyasa etkin bir piyasa olduğunu söyleyebiliriz.

Bu noktada, ülkemizdeki tahvil piyasasında özel sektör tahvil ihraçlarının yapılmamasının bu piyasanın etkin çalışmasının önünde bir engel olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü, bu sebepten dolayı piyasanın işlem hacmi düşmüştür.

3.1.2 İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI ÖNCESİ

3.1.2.1 SPK Öncesi Dönem

Ülkemizde özel sektör kuruluşları 1967 yılından başlayarak tahville finansman yöntemini kullanmaya başlamışlardır. Ancak, özellikle 1970 yılında ortalama yıllık tahvil ihraçları artmaya başlamıştır. Aşağıdaki tabloda 1970 – 1982 döneminde ihraç edilen tahvil miktarı ve toplam tahvil stoku gösterilmektedir;

TABLO 3.2 :1970 – 1982 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI

Yıllar	İhraç İzni Verilen Tahvil Tutarı (Milyar TL.)	Tahvil Stoğu (Milyar TL.)
1970	0,38	0,65
1971	0,14	0,75
1972	0,28	0,94
1973	0,65	1,43
1974	0,62	1,89
1975	1,43	3,07
1976	1,73	4,44
1977	1,58	5,56
1978	2,20	7,07
1979	4,87	11,12
1980	18,01	28,03
1981	15,98	42,63
1982	14,01	49,90

KAYNAK : TCMB

1970 yılında özel sektör tahvil ihraçlarının yaygınlaşmaya başlamasıyla birlikte TCMB Haziran 1970' de çıkardığı bir tebliğ ile tahvil piyasasını düzenleme yetkisini kullanmaya başlamıştır.

1970-74 yılları arasında, sınırlı sayıda şirket tarafından ihraç edilen tahvillere karşı bir talebin olduğu görülmektedir. 1971 yılında tahvil ihraç tutarı bir önceki yıla göre TCMB' nin getirdiği sınırlamalar paralelinde % 63 oranında azalmış, 1972 ve 1973 yıllarında ise düzenlemelerin anlaşılmasıyla birlikte tahvil ihraç tutarları sırasıyla % 100 ve % 132 oranında artmıştır. Ancak oransal olarak yüksek görülen artışlar bizi yanıltmamalıdır. Çünkü ihraçlar sınırlıdır ve ancak birkaç şirket tarafından gerçekleştirilmektedir.¹⁰

¹⁰ Uğur Gökhan Sarı **Türkiye'de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme (Rating)**, Ankara, 1994, s. 11.

1974 yılında ise % 11 gibi, yüksek net faizli devlet tahvillerinin kamu açığının finansmanını sağlamak amacıyla piyasaya sürülmesi, özel sektör tahvillerinin rekabet gücünü azaltmış ve tahvil ihracı bir önceki yıla göre azalmıştır.

TCMB tahvil birinci el piyasasını olumsuz yönde etkileyen bu durumu dikkate alarak Aralık 1974' de yayımladığı bir tebliğ ile yatırımcıların dikkatlerini tekrar tahvil piyasasına yöneltmiştir. 1974 yılında çıkarılan bu tebliğ ile getirilen yenilikleri şöyle özetleyebiliriz;¹¹

- Tahvillerin azami faiz oranının % 18 olması,
- Tahvillerin faiz ödemelerinin ara dönemlerde yapılabilmesi,
- Tahvillerin istenildiğinde erken itfa edilebilmesi,
- Satış süresinin 4 ayı geçmemesi.

Getirilen bu yeniliklerle tahvil birinci el piyasasının hem arz hem de talep yönü canlanmıştır. Piyasanın talep yönü, hem faiz tavanının yükseltilmesi ve faiz ödemelerinin 1 yıldan daha kısa sürelerle yapılabilmesi sonucunda artan getiri oranları, hem de erken itfanın mümkün kılınması sonucunda artan likidite nedeniyle gelişmiştir. Piyasanın arz yönü ise, yukarıda sayılan etkenler nedeniyle tahvillerin pazarlanabilirliğinin artması ve tahvil giderlerinin kanunen kabul edilen bir gider olarak vergi matrahından düşülmesi sonucunda tahvil ihracı ile sağlanan yabancı kaynakların maliyetinin azalması sonucunda gelişmiştir. Tahvil ihraç rakamlarında 1975 yılında bu gelişmelerin sonucunda % 131' lik bir artış söz konusu olmuştur.¹²

Ancak Nisan 1975' de yayımlanan bir tebliğ ile tahvil faizlerinin bir yıldan daha kısa sürelerle ödenemeyeceği ve anaparanın da ancak 2. yıl sonunda ödenebileceği hükümleri getirilmiştir. TCMB tarafından getirilen bu kısıtlamalar tahvillerin pazarlanabilirliğini olumsuz yönde etkilemiş ve 1975 yılının ikinci yarısından itibaren tahvil ihraçları yavaşlamıştır.

¹¹ Sarı, **Türkiye'de...**; s. 11.

¹² Sarı, **Türkiye'de...**, s. 12.

TCMB Şubat 1976' da çıkardığı bir tebliğ ile önceki tebliğlerini yürürlükten kaldırmış ve özel sektör kuruluşlarının tahvil ihraçları için TCMB' den yazılı izin almalarını zorunlu kılmıştır.

1977 yılında ise yatırımcının tüm yıl boyunca işlemiş faiziyle her an paraya çevirebileceği devlet tahvillerinin piyasaya sürülmesiyle, özel sektör tahvillerinin ihracında % 9 oranında bir azalma görülmüştür.

Özel sektör tahvil ihraçları 1978 yılında % 39 ve 1979 yılında ise % 121 oranında artış göstermiştir. Bunun sebebi ise TCMB' nin yıllık azami faiz oranını 1978 yılında % 21' e ve 1979 yılında da % 25' e yükseltmesidir.

1979 – 1982 yılları arasında gerçek anlamda bir tahvil piyasasından bahsetmek mümkün değildir. Çünkü bu dönem zarfında banker kuruluşları piyasada mevcuttu ve bu banker kuruluşları tahvili mevduat toplamak için bir araç olarak kullanmaktaydılar. Banker kuruluşlarının varlığı dolayısıyla 1979-82 yılları arasında tahvil piyasasının niteliği önemli derecede değişmiştir.

Aşağıdaki tabloda 1972 – 1982 döneminde özel sektör şirketlerinin finansman kaynakları içerisinde tahvillerin payı gösterilmektedir. Bu tabloda da görüldüğü üzere 1972 ile 1982 yılları arasında tahvil ihracıyla sağlanan fonların toplam yabancı kaynaklar içindeki payı % 1,7 ile % 3,9 arasında değişmektedir. 1980 yılındaki bu artış, banker kuruluşlarının varlığına bağlanabilir. Ayrıca, tabloda görüldüğü üzere, özel şirketlerin finansman kaynakları içerisinde banka kredilerinin payı oldukça yüksek olmasına rağmen, tahvilin payı çok düşük oranlarda gerçekleşmiştir.

TABLO 3.3 : 1972 – 1982 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖRÜN DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI

Yıllar	Bankacılık Kesiminin	<u>Tahvil İhracıyla Sağlanan Kaynakların</u>	
	Sağladığı Kaynaklar	Tutarı	Toplam Kaynaklar
	(Milyar TL.)	(Milyar TL.)	İçindeki Payı (%)
1972	50,9	0,9	1,7
1973	67,9	1,4	2,0
1974	86,5	1,9	2,1
1975	123,8	3,1	2,4
1976	164,4	4,4	2,6
1977	209,8	5,6	2,6
1978	267,5	7,1	2,6
1979	396,2	11,1	2,7
1980	689,2	28,0	3,9
1981	1230,6	42,6	3,3
1982	1738,4	49,9	2,8

KAYNAK : TCMB

Aşağıdaki tabloda ise 1975 ile 1982 yılları arasında kamu sektörünün ve özel sektörün gerçekleştirdiği tahvil ihraçları yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 1975 ile 1982 yılları arasında genellikle kamu sektörü tahvil piyasasından özel sektörden daha fazla yararlanmıştır. Bazen özel sektörün oranı artış gösterse de kamu sektörü oranlarındaki artış daha fazladır. Bunun temel nedeni devletin iç borçlanmada uyguladığı yüksek faizlerdir.

TABLO 3.4: 1975–1982 DÖNEMİNDE ÇIKARILAN TAHVİLLERİN İHRAÇÇIYA GÖRE DAĞILIMI

Yıllar	Devlet	Özel Sektör	Toplam	Özel Sektör
	Tahvili	Tahvili		Tahvillerinin Toplam
	(Milyar TL.)	(Milyar TL.)	(Milyar TL.)	İçindeki Payı (%)
1975	13,9	1,4	15,3	9,1
1976	20,7	1,7	22,4	7,6
1977	40,1	1,6	41,7	3,8
1978	35,5	2,2	37,7	5,8
1979	35,8	4,9	40,7	12,0
1980	75,8	18,0	93,8	19,2
1981	135,0	16,0	151,0	10,6
1982	59,4	14,0	73,4	19,1

KAYNAK: TCMB

3.1.2.2 SPK Sonrası Dönem

Banker kuruluşlarının 1981 – 1982 yılları arasında yükümlülüklerini yerine getirememeleri nedeniyle bir kriz söz konusu olmuştur.

Yaşanan bu banker krizinin de etkisi ile sermaye piyasasının düzenlenmesi gündeme gelmiştir. 1981 yılında; Sermaye Piyasası Kanunu yayımlanmış, 1982 yılında ise SPK kurulmuştur. Böylece menkul kıymet ihraçları ve satışları denetim altına alınmıştır.¹³ Ayrıca, bu kriz sonrasında banker kuruluşlarının tasfiyesine yönelik bazı düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin yanında, tahvil ikinci el piyasası ile ilgili bazı yeni düzenlemelerin yapılması da söz konusu olmuştur.

¹³ Abdullah Akyüz, **İkinci El Piyasalar ve İkinci El piyasaların Yeniden Düzenlenmesi**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, Haziran, 1989. s:26.

İMKB' de hisse senedi ikinci el piyasası İMKB' nin kuruluşundan bu yana faaliyet göstermesine karşın, tahvil ikinci el piyasası 17 Haziran 1991 yılından itibaren İMKB bünyesinde faaliyet göstermiştir.

SPK sonrası dönemde özel sektör tahvil ihraçları yıldan yıla artış göstermiştir. Bu artışların en önemli sebeplerinden biri ise, özel sektör tahvillerinin getirisinin genellikle hisse senedi hariç diğer araçlara göre daha yüksek olmasıdır.

Aşağıdaki tabloda 1982 – 1992 yılları arasındaki bazı finansal araçların reel getirilerini göstermektedir. Bu tabloda da görüldüğü üzere 1986 -1987 yıllarında özel sektör tahvil getirileri oldukça yüksektir.

TABLO 3.5 : 1982-1992 DÖNEMİNDE ÇEŞİTLİ FİNANSAL ARAÇLARIN REEL GETİRİLERİ

Yıllar	Özel	Devlet	Hisse	1 Yıl	Dolar
	Sektör			Vadeli	
	Tahvili	Tahvili	Senedi	Mevduat	
1982	6,7	10,5	55,4	9,6	11,4
1983	- 4,6	- 5,1	84,0	- 4,4	8,1
1984	- 0,9	- 6,9	- 59,2	- 8,5	3,0
1985	8,5	8,4	1,8	4,9	-6,2
1986	15,4	12,8	27,0	12,6	-4,3
1987	14,1	8,8	192,5	9,2	-4,8
1988	2,9	- 3,9	- 67,3	- 6,5	-3,6
1989	- 1,2	-9,0	240,7	- 4,7	14,0
1990	4,3	- 2,4	- 5,5	2,6	20,7
1991	10,4	10,4	- 14,4	10,2	2,3
1992	14,9	9,4	- 43,6	7,2	1,6

KAYNAK : 1985 yılına kadar olan veriler için Fatih COŞAN, Hasan ERSEL, The Turkish Financial System, Its Evolution and Performance 1980-86, SPK Seminerinde Sunulan Rapor, s. 52, SPK, DİE.

Ancak özel sektör tahvil ihraçları mali piyasalarda bu kadar önemli bir yer kapsarken, 1994 yılından sonra ihraç edilmemektedir. Bunun en önemli nedeni ise kamunun yoğun borçlanma ihtiyacı ve bunun doğrultusunda uygulanan düzenlemelerdir.

Ülkemizdeki tahvil piyasasının gelişim sürecinde, SPK sonrası döneminin en belirgin özelliği kamu kesiminin piyasaya hakim olduğudur. Artan kamu borçlanma gereği sonucunda, kamu kesimi bu borçları karşılamak üzere DİBS' lere yönelmiştir. Bunun sonucunda, tahvil piyasası arz yönünde kamu kesimi hakimiyetini arttırmıştır. 1994 yılından sonra ise, ülkemiz tahvil piyasası, tamamen kamu kesiminin hakimiyeti altına girmiştir.

3.2 DEVLET TAHVİLLERİ VE HAZİNE BONOLARI

Devlet tahvilleri bir yıldan uzun, Hazine bonoları ise bir yıldan kısa vadeli, Devletin finansman gereksinimlerini karşılamak amacı ile çıkartılan iç borçlanma belgeleri olarak tanımlanmaktadır. İç borçlanma için çıkarılan tahvillere ve hazine bonolarına DİBS denmektedir.. Ancak enflasyonun artmaya başladığı dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık kısa vadeli ihraç edilir. Hazine bonoları kısa vadeli ve çoğu zaman kuponsuz olmaktadır. Çünkü hazine bonolarının dönemsel faiz ödemeleri yoktur.

Devlet tahvilleri ve Hazine bonoları para piyasası araçları olması özelliği ile para politikalarının yürütülmesinde ve ekonomide fon hareketinde önemli roller yüklenen menkul kıymet türleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Devlet tahvilleri ve Hazine bonoları vadeleri dolmadan paraya dönüştürülemezken ikincil piyasalarda alınıp satılmaktadırlar. Ayrıca, devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir.

Türkiye’de Hazine bonolarının en önemli müşterileri bankalardır. Bunun temel nedenleri ise şunlardır;

- Hazine bonusu gelirininki kredi riskinin olmaması,
- Faiz oranlarının görelil olarak yüksek olması,
- İkincil piyasalarının işlek olması,
- İhalelerde güvence olarak kullanılması,
- Geri ödenmeme riskinin olmaması,
- APİ’ ye konu olması

3.2.1 DİBS İHRACINA İLİŞKİN MEVZUAT

Borçlanmaya İlişkin Yasal Çerçeve

Konsolide Bütçe finansmanına ilişkin borçlanma faaliyetleri Hazine Müsteşarlığı tarafından yürütülmektedir.

4059 sayılı “Hazine Müsteşarlığı ile Dış Ticaret Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun”a göre borçlanma faaliyetleri iki ayrı genel müdürlük tarafından yürütülmektedir.¹⁴

- Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü: İç borçlanmaya ilişkin faaliyetlerin yürütülmesi ve dış borç ödemelerinin yapılması.
- Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü: Dış borçlanmanın sağlanması.

İç borçlanmada 2003 yılına kadar temel dayanak, her yıl için çıkarılan Bütçe Kanunları olmuştur. Ancak mevcut yasal yapıdaki yetki ve kavram karmaşası, yetersiz mali disiplin ve şeffaflık ve eksik hukuki alt yapı (borç yönetimi, alacak yönetimi ve risk yönetimi yetkilerinin olmayışı) gibi nedenler sonucunda 2002 yıl Mart ayında 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” u çıkarılmıştır. 2003 yılından itibaren borçlanmalar söz konusu Kanun çerçevesinde yapılmaktadır.

Söz konusu borçlanma kanunuyla Devletin,

- İç ve dış borçlanması,
- Hibe alması ve vermesi,
- Nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesi,

¹⁴ Garanti, **Menkul...**, s. 25.

- Dış borçlarının ikraz, devir ve garanti edilmesi,
- İç ve dış borçları ile alacaklarının yönetilmesi, izlenmesi ve bütçeleştirilmesi,

ile ilgili düzenlemeler tek bir hukuki mevzuat altında toplanmıştır.

Borçlanma Kanunu ile Hazine Müsteşarlığından sorumlu Bakanın ilgili yılın Bütçe dengesi kadar iç ve dış borçlanma yapmaya, bu borçlanmayı belli bir oranda artırmaya, ihraç edilecek borçlanma senetlerinin çeşitlerine, satış yöntemlerine, faiz koşullarına, vadelerine ve bunlarla ilgili diğer şartları belirlemeye yetkili olduğu belirlenmektedir. Bakan bu yetkisini ve bir yetki devri onayı ile Hazine Müsteşarlığına devretmektedir.

3.3 ÖZEL SEKTÖR TAHVİLLERİ

Özel sektör tahvilleri, anonim ortaklıkların en az 2 yıl ve daha uzun vadeyle, ödünç para bulmak amacıyla, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir.

Türk Sermaye piyasasında eksikliği duyulan en önemli unsurun özel sektör borçlanma araçları olduğunu söyleyebiliriz. Bu eksikliğin en temel sebepleri, devletin yüksek borçlanma gereği ve vergi sistemi olarak ortaya çıkmaktadır. Devletin yüksek borçlanma ihtiyacı sonucu, özel sektör borçlanma araçları sermaye piyasalarından dışlanmıştı. Reel faiz oranlarının yüksekliği, özel sektörün sermaye piyasalarından borçlanmasında maliyet açısından önemli bir engel teşkil etmiştir. Aynı sebeple bağlantılı olarak, vergi sisteminde de özel sektör borçlanma araçları aleyhine değişiklikler yapılmıştır. Dolayısıyla bu araçlar, hem ihraççı hem de yatırımcı açısından tercih edilmeyen bir ürün olarak kalmıştır.

3.3.1 ÖZEL SEKTÖR TAHVİL/BONO İHRAÇLARININ

GELİŞMEMESİNİN NEDENLERİ

Ülkemizde 1970' li yıllarda finans piyasasına girmeye başlayan özel sektör tahvillerinin ihracı 1994 yılından sonra yapılmamaktadır. Bunun neticesinde yatırımcı önemli bir yatırımcı aracından yoksun kalmakta ve ayrıca ülkemiz ekonomisi ve sermaye piyasası olumsuz etkilenmektedir. Çünkü özel sektör tahvil ve bonoları, sermaye ihtiyacının yüksek olduğu Türkiye'de, yatırımları hızlandırmak ve ekonomide canlılık yaratabilmek için son derece önemli bir araçtır. Tasarrufçu açısından da, devlet tahvili ve Hazine bonosuna kıyasla, yüksek getiri sağlayan bir enstrümandır.

2001 yılında yaşanan krizin ardından uygulanmaya başlanan ekonomik programın enflasyon ve reel faiz oranları üzerindeki olumlu sonuçları 2003 yılından itibaren daha yoğun olarak gözlenmeye başlamıştır. Devletin azalan borçlanma ihtiyacı ve ekonomik istikrar ile birlikte düşen reel faiz oranları, özel sektör borçlanma araçlarının ihracı önündeki önemli bir engelin ortadan kalmak üzere olduğuna işaret etmektedir. Öte yandan, 2006 yılı başından itibaren uygulamaya girecek olan yeni vergi sisteminde, kamu borçlanma senetleri ile özel sektör borçlanma senetleri arasındaki vergi eşitsizliği de ortadan kalkacaktır.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğine üye 23 bankadan oluşan görüş ve önerilere göre özel sektör bono ve tahvil ihracındaki artışın beklenen düzeyde olmamasının en önemli nedenleri:

- 1) Kamu sektörünün son yıllardaki yoğun borçlanmasına neden olan ekonomik ortam,
- 2) Talep yetersizliği,
- 3) Maliyet artışına neden olan vergi ve diğer yükler, SPK' ya yapılan başvurudan, tahvilin ihracına kadar olan sürenin uzunluğu ve prosedürün yoğunluğu,
- 4) Derecelendirme Kuruluşlarının olmayışı

olarak belirtilmiştir.

3.3.1.1 Kamu Sektörünün Son Yıllardaki Yoğun Borçlanmasına Neden Olan Ekonomik Ortam

Son yıllarda artan kamu kesimi açığı nedeniyle Hazine'nin borçlanma gereksinimi de önemli ölçüde artmıştır. Kamunun borçlanma ihtiyacının milli gelire oranı 1990 yılında yüzde 7,4 iken, 1999 yılında yüzde 15,1 ve 2004 yılında ise yüzde 63,5 olmuştur. Bu nedenle Hazine, ihraç ettiği tahvil ve bonolar yoluyla mali piyasalardan giderek daha fazla pay almış ve özel kesim dışlanmıştır.

Aşağıdaki tabloda 2000 – 2004 yılları arasındaki Kamu Net Borç Stoğu / GSMH ve Kamu İç Borç Stoğu / GSMH oranları yer almaktadır. Bu tablodan da anlaşıldığı üzere, son beş yılda kamunun yoğun borçlanma ihtiyacı söz konusu olmuştur. Özellikle 2001 yılındaki kriz döneminde, bu oranlar çok yüksek bir seviyeye çıkmıştır.

TABLO 3.6 : 2000-2004 DÖNEMİNDEKİ KAMU BORÇ STOĞUNUN GSMH' a ORANI

YILLAR	Kamu Net Borç Stoğu/GSMH	Kamu İç Borç Stoğu /GSMH
2000	57,1	43,1
2001	90,5	71,1
2002	78,6	56,3
2003	70,4	56,4
2004	63,5	54,5

KAYNAK : T.C. Hazine Müsteşarlığı

Yüksek ve kronik enflasyon nedeniyle dış dengenin de bozulmasına bağlı olarak ekonomik olarak dış borçlanma imkanları sınırlanmış; yurtdışından alınan borçların vadesi kısalmış, maliyeti yükselmiştir. Bu nedenle gerek kamu kesiminin gerekse de özel kesimin borçlanma ihtiyacı artan miktarlarda iç piyasalardan karşılanmaya başlanmıştır. Bu durum borçlanma faiz oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesine ve yüksek bir seviyede kalmasına neden olmuştur.

Mali sektör, ancak daha fazla faiz, kur ve vade riskini üstlenerek kaynak yaratabilmiştir. Kaynaklar, üretken faaliyetlerin finansmanı yerine artan oranda kamu harcamalarının finansmanında kullanılmıştır.

Özel bankalara uygulanan, dispoñibilite karşılığı olarak DİBS tutma zorunluluğu da DİBS piyasasının giderek büyümesine yol açmıştır. Bunun yanında, 1980'li yılların istikrar politikaları ve dönemsel reel faiz uygulamaları sonucunda özel ticari bankaların kredi riski artmış ve bu durum bankaları risksiz yüksek getirili bir plasman aracı olarak kabul ettikleri DİBS' ne yönlendirmiştir.

Kamu sektörü yaptığı bu yüksek miktartlı ve yüksek faizli borçlanmalarla finansal piyasalarda özel sektörün en büyük rakibi haline gelmiştir. Yetersiz fon kaynakları

ile gelişmeye çalışan finansal sistemimiz üzerindeki yoğun kamu baskısı ve rekabeti, özel sektörün finans sisteminden borçlanma imkanını azaltmıştır.

Kamu Açıklarının ve Kamu Borçlanmasının Ekonomi Üzerindeki Etkisi

Kamu açıklarının büyüklüğü dolayısıyla Hazine, küçük ve sığ para piyasalarında çok büyük bir paya sahiptir. Piyasada tek alıcı olmasına rağmen Hazine faizleri belirleyememekte ve bazı dönemlerde yüksek reel faiz ödemektedir. Bunun en önemli nedeni belirsizliktir. Çünkü belirsizlik ortamında devlet daha yüksek maliyetle borçlanacaktır. Diğer bir deyişle, daha yüksek faizler ödemek durumunda kalacaktır.

Diğer bir taraftan, kamu açıklarının fazla olması, devleti borçlanmaya itecek ve yüksek reel faizler ödemesine sebep olacaktır. Bu durumda tasarruf sahipleri yatırım yapmak yerine, tasarruflarını kamu açıklarına aktaracaklardır.

Kamu kesiminin iç piyasalardan aşırı fon talebinde bulunması dolaylı olarak parasal genişlemeyi artırmaktadır. Çünkü, piyasalarda yeni fonlar yaratılması yönünde baskı oluşacaktır. Para miktarının artışı paraya olan taleple ilgilidir. Kamu kesiminin piyasadaki fonlara olan aşırı talebi enflasyonist bir etkide bulunacaktır.

Dışlama etkisi, kamu açıklarının artması sonucunda faizlerin yükselip özel kesim yatırımlarını kısıtlaması demektir. Kamu kesiminin aşırı borçlanması, fona ihtiyacı olan özel sektör şirketlerinin piyasadaki borçlanmasına engel olmaktadır.

Kamu kesiminin aşırı borçlanması, bankacılık kesiminin fonksiyonunu değiştirmektedir. Bankacılık kesimi fonları, fazlası olanlardan ihtiyacı olanlara aktarmak yerine, geliri daha cazip olan DİBS'lere kaydırmaktadır. Ayrıca, kamu açıklarının artması sonucunda yatırım ve üretim yapması gereken firmalar, DİBS'e yönelmektedirler.

Faiz oranları gelir dağılımı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, tasarruf sahipleri satın alma güçlerinin azalmaması için faiz geliri elde etmeyi tercih ederler. Bu şekilde ellerinde fon fazlası bulunanlar kendilerini enflasyona karşı korumuş olurlar. Devlete borç veremeyenlerin gelirleri bir yandan enflasyon nedeni ile azalırken diğer yandan bu kişilerin ödediği vergiler devlet borç faizi ödemesinde kullanılmaktadır. Devlet borçlanmasındaki faiz oranlarının gelir dağılımında bozucu etki yaratmaması için reel faiz oranlarının büyüme hızına eşit yada altında olması gerekir.

Faiz oranlarının yüksekliği, enflasyon oranının yükselmesi ile birleşerek döviz kurları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Kurlardaki artış yurtdışından hammadde ve ara mal ithalatına bağımlı olan sanayi kesimini olumsuz etkilemekte, üretimin, dolayısı ile ithalata dayalı ihracatın azalmasına yol açmaktadır.

3.3.1.2 Talep Yetersizliği

Özel sektör tahvillerinin talep yönlü bir çok sorunu da bulunmaktadır. Özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillere piyasadan yeterli talep gelmemesinin başlıca nedenleri aşağıda sıralanmaktadır;

- Yatırımcıların, yüksek reel faiz ve enflasyon ortamında özel sektör tahvillerini, uzun dönemde devletin riskine tercih etmeleri için, özel sektörün piyasadan borçlanırken yüksek faizler ödemesi gerekmektedir.
- Kamu tarafından ihraç edilen hazine bonusu ve devlet tahvili ağırlıklı olarak bankalar ve finans kurumları tarafından talep görmektedir. Çünkü kamu sektörü tahvilleri, bankalarca repo, disponibilitate, mevduat munzam karşılığı gibi araçlarda veya TL ve döviz interbank piyasasında borçlanma teminatı olarak kullanılmaktadır. Özel sektör tahvilinin ise bu amaçlarla bir kullanım alanı bulunmamaktadır.

- Özel sektör tarafından ihraç edilmiş olan bono ve tahviller, kamu sektörü bono ve tahvilleri gibi teminat özelliği taşımadığından, bankalardan kullanılan krediler için teminat olarak gösterilememektedir. Dolayısıyla özel sektör bonoları özel sektör tarafından da kullanım açısından yeterli talep görmemektedir.
- Kamu tarafından çıkartılan tahvil ve bonolar sadece gelir vergisine, TL ve DTH hesapları ise sadece stopaja tabi iken özel sektör tarafından çıkartılan tahvil ve bonoların hem stopaja hem de gelir ve kurumlar vergilerine tabi olması bu araçların getirisini düşürdüğü için, yatırımcıların bu araçlara olan talebini azaltmaktadır.
- Firmalar için hisse senedi ihracı ile kaynak sağlamak kredi ile kaynak sağlamaktan daha hesaplı olduğundan 2000 yılı içinde halka açılan firma sayısı oldukça fazla olmuştur. Ayrıca 2005 yılı da halka arzların oldukça yüksek oranda yaşandığı bir yıl olmuştur. Ancak; aynı yıllar içinde özel sektör tahvil bono ihracına yönelik işlem olmamıştır.
- Önemli bir diğer faktör ise Türkiye'de sigorta sektörünün yeterince gelişmemiş olmasıdır. Sigorta şirketlerinin topladığı primler çok düşük miktarlar olduğundan, özel şirket tahvil ve bonolarına yatırım yapılabilecek fonları kısıtlı olmaktadır. Gelişmiş piyasalarda bu enstrümanlara en fazla talep gösteren sosyal güvenlik ve sigorta kuruluşları Türkiye'de bazı kısıtlarla karşı karşıyadırlar.
- Özel sektör tarafından çıkarılacak tahvillerin vadesinin en az iki yıl, finansman bonosunun vadesinin en az 1 yıl olması zorunlu iken vadeli mevduat, B tipi fon ya da repo yoluyla yatırımcılar daha kısa vadeli yatırımlarla daha likit kalabilmektedirler. Piyasalarda uzun vadeler için belirsizlik devam ederken likit kalmayı tercih edecek yatırımcılar için özel sektör tahvilleri bu enstrümanlarla rekabet şanslarını yitirmektedirler.

3.3.1.3 Vergi ve Diğer Maliyet Unsurları , SPK' ya Başvurudan Tahvilin İhracına Kadar Olan Sürenin Uzunluğu ve Prosedürün Yoğunluğu

Özel sektörün tahvil ya da bono çıkarmamasının ardındaki en önemli nedenlerden biri de uygulanan mevzuat sonucunda ortaya çıkan maliyet unsurudur. Bu yüksek maliyet unsurunun yanında SPK' ya başvurudan tahvilin ihracına kadar olan sürenin uzunluğu ve prosedürün yoğunluğu da özel sektör tahvil piyasasının gelişmesini engelleyici diğer önemli bir unsurdur.

Halka arz edilecek özel sektör tahvillerine ilişkin SPK kaydının gerekliliği, satış için belli bir süre bulunması, ilan ve reklamlar, tahvil kağıdının niteliği, baskıda kullanılacak renk ve desenler, boyut ve bölümleri, kupon sayıları ve numaraları gibi ayrıntılı özel hükümlerin bulunması da tahvil ihracının beklenen düzeyde gerçekleşmemesine neden olmaktadır. Başvuru için yapılması gereken hazırlıklar, başvurunun sonuçlandırılması ve kayda alınmadan sonra halka arz için yapılması gereken işlemler süresinde geçen zaman zarfının uzunluğu, faizlerdeki arzulan seviyenin artık yakalanamamasına sebep olabilmektedir.

3.3.1.3.1 İhraç Maliyetleri

Özel sektör borçlanma senetleri, yatırımcı açısından kamu borçlanma senetleri ile, ihraççı açısından ise banka kredisi ile kıyaslanmaktadır. Yatırımcı, tasarruflarını faize dayalı araçlarda değerlendirmek istediğinde ortaya çıkan alternatifler, mevduat, kamu borçlanma senetleri ve özel sektör borçlanma araçları olmaktadır. Yatırımcı, tasarruflarını bu ürünler arasında vade, getiri ve risk tercihinine göre yönlendirmektedir. Yatırımcının kıyaslamalarda baz alacağı temel yatırım aracı ise kamu borçlanma senetleri olacaktır. Bu sebeple, ihraç maliyetlerinin kamu ve özel sektör menkul kıymetleri arasında farklı rejimlere tabi tutulmaması, bu ürünlerin

birbirleri ile rekabeti, ve yatırımcıya sunacakları alternatiflerin çeşitlendirilmesi açısından gerekli olmaktadır.

Öte yandan, şirketlerin fon sağlamak için kullanabilecekleri temel araçlar banka kredileri ve özel sektör borçlanma senetleridir. Şirket, sağlanacak olan fonun maliyetini ve vade yapısını dikkate alarak tercihini yapacaktır.

Özel sektör borçlanma senetlerinin yatırımcıya sunacağı getiri, yatırımcı talebini çekebilmek için mevduat ve kamu borçlanma senetlerinin üzerinde olmalıdır. Arz tarafında ise ihraççıyı özendirilebilmek için kredi maliyetlerinin altında olmalıdır. Bu aralığın dışında kalan oranların ortaya çıkması, özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesini engelleyecektir.

Stopaj ve Damga Vergisi

2006 yılı başından itibaren uygulamaya konulacak olan %15 oranındaki stopaj oranı ihraç maliyetlerini önemli ölçüde arttırmaktadır. Yatırımcı, dolayısıyla talep açısından kamu menkul kıymetleri ile özel sektör menkul kıymetleri arasında bir vergilendirme farkı olmamasına rağmen, bu durum ihraççı açısından farklıdır. İhraççı borçlanma senedi ihracının maliyetini banka kredisi veya alternatif finansman kaynakları ile karşılaştıracak ve düşük maliyetli olanı tercih edecektir.

Dolayısıyla menkul kıymetler arasında vergi eşitliği sağlanması, özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının canlanması için tek başına yeterli olmayacak, piyasada ihraçlar görülmeyebilecektir.

Kamu menkul kıymetleri ile özel sektör menkul kıymetlerinin vergisel açıdan aynı rejime tabi tutulması sadece talep yönlü bir eşitlik sağlamaktadır. Öte yandan, ihraççının alternatifi banka kredisi olduğundan, yeni vergi sistemi arz yönünde finansman tercihlerini bozucu bir etki yapmaktadır.

Özel sektör borçlanma araçlarında, ihraç tutarı üzerinden %0,6 oranında Damga Vergisi kesintisi yapılmaktadır. Kamu borçlanma araçları ise Damga Vergisinden muafdır. Kamu borçlanma araçlarına benzer şekilde, özel sektör borçlanma araçlarının da Damga Vergisinden muaf edilmesi gerekmektedir. Damga Vergisinin kaldırılması, öncelikle benzer nitelikteki menkul kıymet getirileri arasındaki vergi eşitsizliğini giderecektir. Damga Vergisinin kaldırılması, vergi kaybına da yol açmayacaktır, çünkü zaten özel sektör borçlanma araçları 1994 yılından itibaren ihraç edilememektedir. Öte yandan bu vergi, özellikle faiz oranlarındaki düşüş göz önüne alındığında, önemli bir maliyet unsuru haline gelebilmektedir.

Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse; normal şartlar altında faiz oranlarının düştüğü bir ortamda ihraççıların özel sektör borçlanma araçlarına yönelmesi beklenir. Fakat, Damga Vergisi gibi ihraç tutarı üzerinden alınan sabit giderler, faiz oranlarının düştüğü ortamda borçlanma senetlerinin ihracını alternatiflere göre çok daha maliyetli hale getirmektedir. Dolayısıyla faiz oranları düştükçe, borçlanma aracı ihracı yerine banka kredilerine yönelim görülebilir. Bu durum, diğer maliyet unsurları için de geçerli olmaktadır.

Diğer Maliyetler

Vergiler dışındaki maliyetler aşağıdaki gibidir;

Finansal Faaliyet Harcı

SPK Kayda Alma Ücreti

İMKB Ücreti

Ticaret Sicili Kayıt Ücreti

Banka Garantisi veya Derecelendirme Masrafı

Aracı Kuruluş Komisyonu

İlan, Sirkü, Duyuru vs. Masrafları

Basım ve Saklama Ücretleri (Tahvillerin şekil şartlarına ilişkin tebliğ EK 2’de yer almaktadır).

3.3.1.4 Derecelendirme Kuruluşlarının Olmayışı

Derecelendirmenin Tanımı

Derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden kuruluşların ihraç ettikleri borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin, tedavülde kalacağı süre içerisinde anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme yeteneği hakkında verilen tarafsız bir yargıdır. Derecelendirme yukarıda belirtilen işlevinin yanı sıra ihraç edilen menkul kıymetin ve menkul kıymeti ihraç eden kuruluşun riskinin belirli bir mantık çerçevesinde diğer menkul kıymetlerin ve kuruluşların risklerine göre sınıflandırılmasını da kapsar.¹⁵

Derecelendirmenin Sağladığı Faydalar

Derecelendirme;

- Sermaye piyasalarının etkin, istikrarlı ve güvenilir biçimde çalışmasını sağlar, çünkü sermaye piyasalarının önemli işlevlerinden olan yatırımcıyı koruma ve kamuyu aydınlatma fonksiyonlarının işlemlerini kolaylaştırır. Ayrıca, ekonomiye faiz oranlarının riske göre farklılaştığı ve işlem hacminin istikrarlı bir şekilde arttığı bir sermaye piyasası kazandırır.
- Özellikle bireysel yatırımcıların ulaşmakta ve analiz etmekte zorlandıkları verileri, bu yatırımcılara düşük bir maliyetle ve anlaşılabilir bir şekilde arz etmektedir.
- Ayrıca, tahvillerin getirileri ile dereceleri arasında yüksek bir korelasyon vardır. Tahvillere verilen derece yükseldikçe tahvillerin vadeye göre ortalama

¹⁵ Moody' s Investor Service, Moody' s Rating Process, A Publication of Moody' s Corporate Department, Litho in USA, 1989, S.3.

getirileri düşmektedir.¹⁶ İhraççıları tahvillerinin getirisini düşürerek, tahvillerin maliyetini etkilemesi yanında yatırımcılar içinde oldukça önemli bir kavramdır. Daha önce yapılmış bir çok deneylerin ve araştırmaların bulguları yatırımcıların genelde riskten kaçındığını göstermektedir. Bu yüzden tahvillere olan talep açısından yani yatırımcı açısından baktığımızda, derecelendirme ihraççıların anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyeti hakkında yatırımcıyı aydınlattığından, yatırımcılar derecelendirme firmalarının yaptıkları değerlendirmelere önem vermektedirler.

3.3.2 ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARINA YÖNELİK ÖNERİLER

Öncelikle, ülkemizde özel sektör tahvil piyasasının işlemeye başlayabilmesi için ihraççı firmaların tahvil/bono ihraç maliyetinin banka kredilerine göre kabul edilebilir bir düzeyde olmasını sağlayan bir ekonomik ortamın yaratılması en temel koşuldur. Bunun yanında ayrıca gerekli olan önlemleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- Daha önce de değinildiği üzere, özel sektör tahvillerine uygulanan vergiler bu piyasanın işlemesini engelleyen en temel sorunlardan biridir. Bundan dolayı, bu piyasanın işleyebilmesi için, özel sektör tahvillerine uygulanan bazı vergilerin indirilmesi ya da tamamen kaldırılması gerektiği düşünülmektedir.
- Özel sektör ve kamu menkul kıymetlerinin talep açısından ihraç maliyetlerinin eşitlenmesi gerekli, arz tarafında ise maliyetlerin alternatif finansman maliyetleri ile rekabet edebilir seviyelere çekilmesi gerekmektedir.
- İhraç işlemleri sırasında uzun zaman alan ve detaylara inen prosedürünün basitleştirilmesi ve hızlandırılması gerektiği düşünülmektedir.

¹⁶ M.Berra Kılıç, **Derecelendirme (Rating) İşlemi ve A.B.D.’ de Tahvil Derecelendirme Süreci**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, Ocak, 1989. s: 4.

- Özel sektör borçlanma araçlarının çeşitli kurum ve kuruluşlarca teminat olarak kabul edilmesi, bu araçlara olan talebi önemli ölçüde etkileyecektir. Teminata kabul edilecek olan menkul kıymetlerde de derecelendirme ve/veya banka garantisi önemli olacaktır. Bu yüzden, tahvil ihracında bulunan firmaların derecelendirmesinin yapılması gerekmektedir. Ancak, ülkemizde yerli derecelendirme kuruluşu bulunmamaktadır. Yabancı kuruluşların derecelendirme maliyetleri ise oldukça yüksek olabilmektedir. Bu nedenle, yerli şirketlerin kurulması derecelendirme işlemlerini kolaylaştıracak ve yaygınlaştıracaktır.
- Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde KOBİ' ler önemlidir. Çünkü, ekonominin büyük bir kısmı bu tür işletmelerden oluşmaktadır. Bu yüzden, KOBİ' lerin finansman sorunundan kurtarılmaları ve sermaye piyasalarından da pay alabilmeleri için uygun bir piyasanın oluşturulması, özel sektör tahvil ihraçlarında beklenen gelişmelerin yaşanmasını sağlayacaktır.
- Mevcut koşullarda sigorta şirketleri, devletin sosyal güvenlik kuruluşları, özel emeklilik sandıkları, yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları gibi kuruluşlar, mevzuat açısından, özel sektör borçlanma araçlarına ya yatırım yapamamakta, ya da sınırlı yatırım yapabilmektedirler. SPK' nın bu kurumlar için yatırım limitlerini derecelendirmeye bağlı olarak yeniden gözden geçirmesi yararlı olacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMI İLE BAZI TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.1. PARA POLİTİKASI VE TAHVİL PİYASALARI İLE İLİŞKİSİ

4.1.1 PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI

Ekonomik hedefler birbirleri ile çatışan hedeflerdir. Örneğin, işsizlik ile enflasyon arasında negatif bir ilişki vardır (Philips Eğrisi).¹⁷ Enflasyon oranı düşürülmeye çalışırken işsizlik maliyetleri artacak ve bunun sonucunda büyüme hızında düşüş yaşanacaktır. Bu yüzden ekonomik hedefler için para ve maliye politikaları koordineli olarak uygulanır. Bir ekonomideki temel hedefler; fiyat istikrarının korunması, kaynakların etkin kullanımı, istikrarlı ekonomik büyüme ve ödemeler dengesindeki istikrardır.

Para politikalarının uygulanmasından merkez bankaları sorumludur. Kısaca, para politikası, TCMB' nin ekonomideki para miktarını kontrol edebilmek amacıyla aldığı önlemlerdir.¹⁸

Merkez bankacılığı sürecini iki temel döneme ayırmak mümkündür. Bunlar;

¹⁷ Philips eğrisi; ücret ve fiyat enflasyonu ile işsizlik arasında deneysel bir ilişki tanımlar: işsizlik oranı ne kadar yüksek olursa, enflasyon oranı da o kadar düşük olur. Bu ilişki 1950' lerde ünlenmiş ve o zamandan beri makroekonomik tartışmaların temel taşlarından biri haline gelmiştir.

¹⁸ Orhan Türkay ve Erdoğan Alkin, **İktisada Giriş**. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, Mayıs, 2001, s:166.

- *1970 Öncesi Dönem;* bu dönemde maliye politikaları ekonomide esas iken para politikalarının görevi sadece maliye politikalarını desteklemektir.
- *1970 Sonrası Dönem;* 1970'li yılların başında petrol krizi ile birlikte merkez bankalarının gevşek para politikaları yüksek enflasyona sebep olmuştur. Bunun sonucunda merkez bankalarından beklentiler değişmeye başlamıştır. Ayrıca, bu dönemde ekonomik kalkınmaya destek olması amacıyla oluşturulan para politikalarının etkin olmadığı ve enflasyonist bir ortama sebep olduğu konusu gündeme gelmiştir. Bunların sonucunda merkez bankalarının ekonomiye katılımlarının en iyi yolunun fiyat istikrarını sağlamak olduğu ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı günümüzde merkez bankalarının asıl hedefi fiyat istikrarıdır.

Para politikasının amaçları, enflasyonun kontrol altında tutulması olabileceği gibi, üretimin ve istihdamın artırılması gibi reel değişkenleri etkilemek, bütçe açığının finansmanını kolaylaştırmak amacıyla DİBS faiz oranlarının kontrolü, kurlarda istikrarın sağlanması, finansal piyasalarda istikrarın desteklenmesi gibi amaçlar çerçevesinde de oluşturulabilir. Ancak, merkez bankaları, birden fazla amaca odaklandıkları zaman para politikasının etkinliği, dolayısıyla başarısı azalmaktadır.

Fiyat istikrarı, ülkelerin uzun dönemli istikrarlı kalkınmaları, kaynaklarını verimli kullanmaları ve refahın adaletli dağılımı açısından hayati önem taşımaktadır. Fiyat istikrarı yatırımcılar açısından çok önemli bir olgudur. Çünkü fiyat istikrarının olmadığı bir ortamda reel faizlerin artışı söz konusu olmaktadır. Ayrıca, bu durum uzun vadeli yatırımlara engel olmaktadır.

Fiyat istikrarının olmadığı ortamlarda insanlar yabancı parayı yerli paraya tercih etmektedirler. Bu durumda yabancı ülkenin maliyetsiz kaynak elde etmesini sağlamış olurlar.

4.1.2 AKTARIM MEKANİZMASI VE AÇIK PİYASA İŞLEMİ

Aktarım mekanizması analizi, para politikası kararlarının genelde ekonomiyi, özelde ise fiyatlar genel seviyesini hangi yollarla ne ölçüde etkilediğinin incelenmesidir. Kısaca, aktarım mekanizması para arzının ekonomiyi etkilemesine denir.

Miktar Teorisi; Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi gösteren teoridir. Bu teoriye göre, para arzındaki her artış, ya enflasyona, ya üretim artışına ya da her ikisinde birden artışa neden olacaktır.

Para politikası değişikliklerinin ekonomi üzerine etkileri, diğer bir deyişle aktarım mekanizması, şu şekilde açıklanabilir:¹⁹

Bir ekonomide, eğer piyasadaki para arzı, ekonominin ihtiyaçlarının üzerinde ise, yani mal ve hizmet üretiminin değerinin üzerinde ise fiyatlarda artışa, altında ise, üretilen mal ve hizmetlerin satılamamasına, dolayısıyla fiyatların ve üretimin düşmesine neden olacaktır.

Dışa açık ekonomilerde, (ki Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve Avrupa Birliği gibi büyük ekonomiler dışında, ülke ekonomileri artık dışa açık ekonomilerdir), dış ticaretin ülke üretimi içindeki payı yüksek olduğundan, kurlardaki değişimler, üretim ve fiyatlar üzerinde çok etkili olabilmektedir. Kurları içeren aktarım mekanizmasında;²⁰

- Para arzının artması; faizlerin düşmesine neden olacaktır.

¹⁹ TSPAKB, Ana Sayfa, 25 Eylül 2005.
http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/tahvil_bono_piyasa_temel.pdf

²⁰ TSPAKB, Ana Sayfa, 25 Eylül 2005.
http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/tahvil_bono_piyasa_temel.pdf

- Faizlerin düşmesi; dışarıya sermaye çıkışlarının artmasına ya da sermaye girişlerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durum yerli paranın değer kaybetmesine neden olacaktır.
- Yerli paranın değer kaybetmesi de ihracatın yabancı para cinsi olması nedeniyle ihracattan elde edilen gelirlerin yerli para cinsinden artmasına neden olacağından, ihracatın artmasına yol açarken; yerli paranın değer kaybetmesi, ithalatın maliyetini artırması nedeniyle ithal ürünlere olan talebi azaltacaktır. Böylece ülkenin net dış ticaret gelirleri artacaktır.
- Böylece, yerli ürünler için hem yurt dışı talep, hem de yurt içi talep artacağından, toplam talep artacak, bu da yine yukarıda açıklanan nedenlerle fiyatların artmasına neden olacaktır.
- Kurlardaki artış, fiyatlar üzerindeki talep üzerinden dolaylı etkisinin yanında, bir de ithal ara mallarının ve tüketim mallarının fiyatlarını doğrudan etkilemesi nedeniyle de fiyatlarda artışa neden olacaktır.

Dışa açık ekonomilerde kurlar enflasyon üzerinde önemli bir belirleyiciliğe sahiptir.

Enflasyon beklentilerinin düşük olması, uzun dönemli faizlerin de düşük olmasına neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklik ve enflasyon beklentileri kurlar üzerinde de belirleyici olacaktır. Kısa dönemde faizlerin yüksek, gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerinin düşük olması, yerli paraya talebi artırarak kurların düşmesine yol açacaktır.

Kurlarla enflasyon arasında hem istikrarlı hem de güçlü bir ilişki olmasına karşın, özellikle spekülasyon nitelikli sermaye hareketlerinin çok arttığı günümüzde, kurların her zaman merkez bankalarınca kontrol edilmesinin zor olduğu görülmektedir.

Para politikası, para arzı, kısa vadeli faizler ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan değişkenlerin kontrolüne dayanır. Ancak, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda, merkez bankaları;

- Para arzı,
- Faiz oranı,
- Kurlar

seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilir. Bu üç değişkenden ikisi ya da üçü aynı anda doğrudan kontrol edilemez. Buna literatürde *imkansız üçlü* de denilmektedir. Örnek olarak, kurların kontrol edilmeye çalışıldığı bir programda, faiz oranları mevcut kur düzeyi ile tutarlı değilse ve bu nedenle dövize talep olursa, piyasadaki likidite daralacağı için merkez bankası, faizlerdeki yükselişe göz yummak zorunda kalır. Çünkü, eğer faizlerin yükselmesini engellemek için piyasaya likidite verirse, döviz talebi devam edeceğinden, merkez bankası rezerv kaybetmeye başlar ve rezervlerin azalması ilave döviz talebini tetikler. İlave döviz talebi tekrar likidite ihtiyacı ortaya çıkartarak faizler üzerinde baskı yaratır. Bu durumda, döviz rezervleri sınırlı olduğundan, merkez bankası, sonuçta ya kurları kontrol etmekten vazgeçmek ya da faizlerin yükselmesine izin vermek seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalır.²¹

Merkez bankalarının para politikasının temel araçlarından biri olan APİ, merkez bankasının piyasada tahvil alım-satımı yapmasını ifade etmektedir. Merkez bankası para karşılığında tahvil alıp para stokunu artırır; ya da tahvil alıcılarının ödediği para karşılığında tahvil satıp para stokunu azaltır.²²

²¹ TSPA KB, Ana Sayfa, 25 Eylül 2005.
http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/tahvil_bono_piyasa_temel.pdf

²² Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer, **Makroekonomi** (Çev: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım). Akademi Yayınevi, İstanbul, Mart, 1998,s:124.

Kısacası, merkez bankaları, politika araçlarıyla, kısa vadeli faizleri ve para arzını kontrol etmekte, para arzı ve kısa vadeli faizler; hem talebi, hem kurları, hem de enflasyon beklentilerini birden fazla kanal aracılığı ile etkileyerek fiyatlar, dolayısıyla enflasyon üzerinde belirleyici olmaktadır.

Tüm bu açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, merkez bankası politikaları ve aksiyonları faiz ve döviz gibi ekonomi açısından hayati parametreleri etkilemektedir. Söz konusu parametreler ise, daha geniş anlamda tüm ekonomik ajanları ve genel olarak ekonomik sistemi etkilemektedir.

Bu noktada ekonominin parasal ve reel kesimi ile ilgili göstergelerin birbirleriyle etkileşim içinde oldukları ve bu etkileşimin hem birbirlerini, hem de finansal piyasalar ile yatırım araçlarını ilgilendirdiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

4.2 ANALİZLER

Bir ülkenin sermaye piyasaları ile ekonomisi arasında güçlü bir ilişki vardır. Sermaye piyasaları ile ekonomiyi birbirinden bağımsız düşünmemiz mümkün değildir.

Ülkemizde 1980’li yıllarda temeli atılan sermaye piyasası, 2000’li yıllara kadar hızlı bir gelişim süreci göstermiştir. Ancak, 2000 yılında, özellikle makroekonomik alandaki olumsuz gelişmeler sebebiyle, sermaye piyasaları bir daralma süreci yaşamıştır. Ancak, 2001 yılından itibaren uygulanmaya başlanan makroekonomik istikrar programları ve ekonomide alınan yapısal tedbirlerle beraber yeni bir ortam yaratılmıştır. Bu yeni ortam ile birlikte TL’ ye olan güven artmış, enflasyon oranları önemli bir ölçüde düşmüş, ve bütün bu olumlu gelişmelerin sonucunda reel faizler gerilemiştir.

TSPAKB’ nin ‘Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Etkileri, Türkiye İçin Öneriler’ isimli raporunun sonuçları da makroekonomik

göstergeler ile sermaye piyasaları arasında ki güçlü ilişkiyi göstermektedir. Bu rapora göre enflasyondaki düşüş ve makroekonomik istikrar sayesinde sermaye piyasasında özel sektör borçlanma piyasası oluşmakta veya canlanmaktadır. Şirketlerin borçlanma vadeleri uzamaktadır. Genel olarak, piyasa düzenleyicilerinin şirketlerin sermaye piyasası üzerinden uzun vadeli finansmanını kolaylaştıracak düzenlemeler yaptığı da gözlenmektedir. İstikrar ortamının oluşmasının ardından, incelenen bazı gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli yatırım araçlarına olan talebin arttığı gözlenmiştir. Bu durum, uzun vadeli kamu borçlanma senetlerine olduğu kadar özel sektör borçlanma senetlerinin ihracına da olumlu yansımıştır.

Bu noktada, ekonomi ile tahvil piyasası arasındaki ilişkiyi görebilmek için, bazı temel makroekonomik göstergeler ile İMKB Tahvil/Bono piyasası işlem hacimleri arasındaki ilişkiye bakılmıştır.

4.2.1 YÖNTEM ve VERİLER

Makroekonomide ve para politikalarının uygulanmasında en temel parametrelerin, faiz oranları ve döviz kurları olduğunu söyleyebiliriz. Enflasyon da bu parametrelerin hem sebebi hem de sonucu durumundadır. Bu yüzden, bu temel göstergelerin, sermaye piyasalarının önemli araçlarından biri olan tahvil ile ilişkisinin ne olduğunu görmek amacıyla, istatistik paket programı aracılığıyla, İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacmi ile bu üç makroekonomik gösterge arasındaki korelasyon analizine bakılmıştır. Bunun için İMKB Tahvil/Bono piyasasının faaliyete geçmiş olduğu yıl olan 1991 yılı itibari ile veriler analiz edilmiştir.

Ayrıca, bu üç temel makroekonomik göstergenin haricinde, 1991 – 2004 yılları arasında yıllık bazda Kamu İç Borç Stoku/GSMH oranları ile İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacimleri arasında korelasyon analizi yapılmıştır. Bu analizin amacı ise, kamunun borçlanma gereğinin tahvil piyasalarına ne yönde etki ettiğini

görebilmektir. Ancak diğer analizlerden farklı olarak, bu analizde 14 veri kullanılmıştır. GSMH verileri aylık açıklanmadığından, yıllık veriler kullanılmıştır.

Bu korelasyon analizinin sonucunda, borsadaki tahvil işlem hacmi ile bu ekonomik değişkenler arasında nasıl bir ilişki olduğu anlaşılmaya çalışılmıştır.

Bu ekonomik değişkenler ile tahvil piyasası işlem hacmi arasındaki ilişkiye bakmak için korelasyon analizi seçilmiştir. Çünkü, iki değişken arasındaki ilişkinin kuvveti korelasyon analizi ile incelenir. İki değişken arasındaki ilişkinin derecesini veren ölçüte ise korelasyon katsayısı adı verilir. Korelasyon katsayısı p ile gösterilir. Daima;

$$-1 \leq p \leq +1 \text{ dir.}$$

Ayrıca, eğer p değeri (+) ise; iki değişken arasında pozitif bir ilişki vardır.

Eğer p değeri (-) ise; iki değişken arasında negatif bir ilişki vardır.

Eğer $p = 0$ ise; iki değişken arasında hiçbir ilişki yok demektir.

Yapılan korelasyon analizi için;

- 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacimleri,
- 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda enflasyon oranları (TÜFE ve ÜFE ayrı ayrı alınmıştır)
- 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda döviz kurları,
- 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda faiz oranları,
- 1991 – 2004 yılları arasındaki yıllık bazda Kamu İç Borç Stoku/GSMH

- 1991 – 2004 yılları arasındaki yıllık bazda İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacimleri,

bilgilerine ulaşıp, sırasıyla 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacimleri ile 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda enflasyon oranları, 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda döviz kurları ve 1991 – 2004 yılları arasındaki aylık bazda faiz oranları arasındaki korelasyon analizleri yapılmıştır. Son olarak ise, 1991 – 2004 yılları arasındaki yıllık bazda İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacimleri ile aynı yıllar arasındaki yıllık bazda Kamu İç Borç Stoku/GSMH oranları arasındaki korelasyon analizi yapılmıştır.

Özellikle bu temel makroekonomik göstergelerin borsadaki tahvil işlem hacmine etkisini ayrı ayrı görebilmek için çoklu korelasyon analizi yerine ikili korelasyon analizi tercih edilmiştir. Yukarıda korelasyon analizi ile ilgili bilgi verilmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda, korelasyon analizi iki değişken arasında ne gibi bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu yüzden diğer analizler yerine korelasyon analizi tercih edilmiştir. Aşağıda daha da net görülebilmesi için korelasyon analiz sonuç tabloları verilmiştir. Bu korelasyon sonuç tablolarının altında analizlerin yorumları yer almaktadır.

Yapılan korelasyon analizi çalışması, faiz oranları, enflasyon oranları ve döviz kurları için de önce yıllık bazda yapılmıştır. Ancak yıllık bazdaki bilgiler neticesinde Korelasyonun Seviyesi anlamlı çıkmadığından, sonradan aylık bazda bilgiler doğrultusunda korelasyon analizi yapılmıştır.

Normalde, korelasyon analizinde Anlamlılık Seviyesi $\leq 0,05$ olmalıdır. Bu değer üzerinde olması durumunda ise analiz anlamlı değildir. Böylesi bir sonuç elde etmenin en temel sebebi ise verilerin yetersiz olmasıdır. Bu yüzden 1991 – 2004 yılları arasındaki yıllık veriler yerine aylık veriler kullanılmıştır. Ancak Kamu İç Borç Stoku/GSMH oranları ile İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacimleri

arasındaki korelasyon analizinde yıllık bazdaki veriler sonucunda analiz anlamlı çıkmıştır.

Her bir değişken için toplam 165 veri kullanılmıştır. Veriler içinde, 1997 yılı Nisan ayı, 1999 yılı Aralık ayı ve 2000 yılı Aralık ayı faiz oranları verileri eksiktir. Bu tarihlerdeki faiz oranları bilgisine ulaşamadığından, diğer değişkenlerin de bu tarihlerdeki verileri göz ardı edilmiştir. Veri sayısı, korelasyon tablolarında 'N' harfi ile gösterilmektedir.

Bu korelasyon analizi için kullanılmış veriler, çalışmanın sonundaki ekler bölümünde yer almaktadır. (EK 3)

4.3 ANALİZLERİN SONUÇ ve YORUMLARI

4.3.1 FAİZ ORANLARI-DÖVİZ KURLARI-ENFLASYON ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.3.1.1 Faiz Oranı İle Döviz Kuru

Bu bölümün teori kısmında değinildiği üzere faiz oranları ile döviz kurları arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Kısa dönemde faizlerin yüksek, gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerinin düşük olması, yerli paraya talebi artırarak kurların düşmesine yol açacaktır. Aşağıdaki SPSS bilgisayar paket programı çıktı tablosundaki sonuçlar da bunu doğrulamaktadır.

TABLO 4.1 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE DÖVİZ KURLARI ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Faiz O.	Döviz K.
Faiz Oranları	Pearson Correlation	1	-,559(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
Döviz Kurları	Pearson Correlation	-,559(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

SPSS programında 165 faiz oranı verisi ile 165 döviz kuru verisi arasındaki korelasyon analizi yapılmıştır. Faiz oranları ile döviz kurları arasındaki korelasyon analizi sonucuna göre; bu iki makroekonomik değişken arasındaki korelasyon katsayısı – 0,559 çıkmıştır. Diğer bir deyişle, bu iki değişkenin arasındaki ilişkinin oranı % 55,9 dur. Bunun anlamı, döviz kurları ile faiz oranları arasında negatif ve güçlü bir ilişkinin olduğudur. Yukarıda açıklandığı üzere korelasyon katsayısı eğer 0,5 ten büyük ise bu değişkenler arasında güçlü bir ilişki olduğu anlamına gelmektedir. Ayrıca korelasyon katsayısının negatif çıkmış olması, değişkenler arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Söz konusu yıllar arasında faiz oranlarının arttığı dönemlerde döviz kurlarında bir düşüş eğilimi görülürken, faiz oranlarının azaldığı dönemlerde ise döviz kurlarında artış eğilimi görülmüştür.

4.3.1.2 Faiz Oranı İle Enflasyon Oranı

Daha önce de tesbit edildiği üzere, teorik olarak faiz oranları ile enflasyon oranları arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiyi ampirik olarak teyit edebilmek için, 165 faiz oranı verisi ile 165 enflasyon verisi arasındaki korelasyon analizine bakılmıştır. Faiz oranları ile ÜFE arasındaki korelasyon analizi sonucu da bu iki değişken arasında pozitif ilişki olduğunu doğrulamaktadır.

TABLO 4.2 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE ÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Faiz O.	ÜFE
Faiz Oranları	Pearson Correlation	1	,682(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
ÜFE	Pearson Correlation	,682(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Yukarıda da görüldüğü üzere bu iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,682 çıkmıştır. Bu iki değişkenin arasındaki ilişkinin oranı % 68,2 dir. Bunun anlamı, bu iki değişken arasında pozitif ve güçlü bir ilişki olduğudur. Öte yandan, bu parametrelerden hangisinin diğerini etkilediğinin araştırılması çalışmamızın amacını aşmaktadır.

Buna çok benzer bir diğer analiz de faiz oranları ile, diğer enflasyon göstergesi olan TÜFE arasındaki ilişkinin araştırılması olacaktır.

TABLO 4.3: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE TÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Faiz O.	TÜFE
Faiz Oranları	Pearson Correlation	1	,720(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
TÜFE	Pearson Correlation	,720(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Yukarıda ki korelasyon analizi sonuç tablosunda görüldüğü üzere, beklenen bir biçimde TÜFE ile faiz oranları arasındaki korelasyon katsayısı 0,720 çıkmıştır. Diğer bir deyişle, bu iki değişkenin arasındaki ilişkinin oranının % 72 olduğudur. Bu

analiz sonucu da enflasyon ile faiz oranları arasında pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Bu sonuca göre, TÜFE ile faiz oranları arasındaki ilişkinin ÜFE ye nispeten daha kuvvetli olduğunu söyleyebiliriz.

Bu aşamada TCMB'nin enflasyon hedeflemesi ve takiplerinde, TÜFE'yi ön planda tuttuğunu ve izlediğini de hatırlatmakta yarar görmekteyiz.

4.3.1.3 Döviz Kuru İle Enflasyon Oranı

Yapılan korelasyon analizi sonucunda döviz kurları ile TÜFE arasında negatif ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere; bu iki değişkenin korelasyon katsayısı $-0,767$ çıkmıştır.

TABLO 4.4: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI İLE TÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Döviz K.	TÜFE
Döviz Kurları	Pearson Correlation	1	-,767(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
TÜFE	Pearson Correlation	-,767(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Bunun anlamı, bu iki değişkenin arasındaki ilişkinin oranının % 76,7 olduğudur. Bu korelasyon katsayısına göre, döviz kurları ile TÜFE arasında oldukça güçlü bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür.

Ancak; bu iki değişken arasında negatif bir ilişkinin çıkmış olması şaşırtıcı bir sonuçtur. Çünkü, çalışmamızda da değinildiği üzere, döviz kurları ile enflasyon arasında pozitif bir ilişki olması gerekmektedir. Korelasyon analiz sonuçlarının beklenenin dışında çıkmış olmasının sebebinin analizlerin incelendiği dönemde sabit

ve değişken kur politikaları arasında geçişler ve yaşanan iki finansal kriz olduğu dűşünülmektedir.

Bunu korelasyon analizinde de görebilmek amacıyla öncelikle 1991 – 1999 yılları arasındaki döviz kurları ve enflasyon oranları verileri incelenmiş ardından 2000 – 2001 yılları arasındaki veriler ve son olarak da 2002 – 2004 yıllarındaki verilerin korelasyon analizi yapılmıştır. Ancak, bu analizlerden anlamlı bir sonuç çıkmamıştır.

TABLO 4.5: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI İLE ÜFE ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Döviz K.	ÜFE
Döviz Kurları	Pearson	1	-,567(**)
	Correlation		
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
ÜFE	Pearson	-,567(**)	1
	Correlation		
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Döviz kurları ile ÜFE arasındaki korelasyon katsayısı da beklenenin aksine negatif çıkmıştır. Dolayısıyla, TÜFE için yapılan tüm açıklamalar, aynı zamanda ÜFE içinde geçerlidir. Bunun yanında, yukarıda ki tabloda da görüldüğü üzere, bu iki değişken arasındaki ilişkinin oranı % 56,7 dir. Dolayısıyla, TÜFE ye nispeten ÜFE ile döviz kurları arasındaki ilişkinin daha düşük olduğunu söylemek mümkündür.

4.3.2 MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER İLE İMKB TAHVİL/BONO İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.3.2.1 Enflasyon Oranı İle İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmi

TÜFE ile İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi arasındaki korelasyon analizi sonucuna göre; bu iki değişken arasında güçlü bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz.

Çünkü bu analizin korelasyon katsayısı $-0,857$ çıkmıştır. Bunun anlamı, bu iki değişken arasındaki ilişkinin oranının % 85,7 olduğudur.

TABLO 4.6: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ TÜFE İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		TÜFE	Tahvil
TÜFE	Pearson Correlation	1	-,859(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
Tahvil	Pearson Correlation	-,859(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Ayrıca bu sonuca göre TÜFE ile İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi arasında negatif bir ilişki sözkonusudur. Diğer bir deyişle, TÜFE artar iken borsadaki tahvil/bono işlem hacimleri düşmekte, TÜFE azalır iken borsadaki tahvil/bono işlem hacimleri artmaktadır. Yukarıda korelasyon analizinin çıktısı yer almaktadır.

TABLO 4.7: 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ ÜFE İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		ÜFE	Tahvil
ÜFE	Pearson Correlation	1	-,700(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
Tahvil	Pearson Correlation	-,700(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

ÜFE ile yapılan analizlerin de benzer sonuç verdiği dikkate alındığında, İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacmi ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğu söylenebilir. Yani, enflasyon artarken, borsadaki tahvil işlem hacmi düşmekte, enflasyon azalır iken ise borsadaki tahvil işlem hacmi artmaktadır. Ayrıca, yapılan analize göre, İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacmi ile ÜFE arasında güçlü bir ilişki vardır. Çünkü, aralarındaki korelasyon katsayısı $-0,699$ çıkmıştır. Bu iki

değişken arasındaki ilişkinin oranı %69,9 dur. Bu sonuca göre ÜFE' deki değişimlerin, borsadaki tahvil işlem hacimlerini etkilediğini söyleyebiliriz.

Ayrıca çalışmamızda daha önce değinildiği üzere, yoğun kamu açıkları faizleri arttırmakta dolayısıyla enflasyonun yükselmesine sebep olmaktadır. Bunun neticesinde ise tahvil işlem hacimlere azalmakta çünkü özel kesim dışlanmaktadır. Ayrıca, kamunun yoğun borçlanma gereğinin bu etkisini daha net görebilmek için, İMKB tahvil/bono işlem hacmi ile kamu iç borç stoğu/GSMH oranları arasındaki korelasyon analizde çalışmamızın ilerleyen sayfalarında yer almaktadır.

TÜFE ve ÜFE için ayrı ayrı değerlendirecek olursak, borsadaki tahvil işlem hacmi ile TÜFE arasında, ÜFE ye nispeten daha güçlü bir ilişki olduğu yapılan korelasyon sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yani TÜFE deki değişimler, borsadaki tahvil işlem hacmini ÜFE den daha çok etkilemektedir diyebiliriz.

4.3.2.2 Döviz Kuru İle İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmi

Aşağıdaki korelasyon analizi tablosunda görüldüğü üzere, İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacmi ile döviz kurları arasında pozitif bir ilişki vardır. Çünkü korelasyon katsayısı 0,873 çıkmıştır. Döviz kurlarındaki artışa karşın borsadaki tahvil işlem hacimleri de artmıştır. Aynı şekilde döviz kurlarındaki herhangi bir azalmaya karşın borsadaki tahvil işlem hacminde düşüş gözlenmiştir.

TABLO 4.8 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMI ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Döviz K.	Tahvil
Döviz Kurları	Pearson Correlation	1	,873(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
Tahvil	Pearson Correlation	,873(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Üstelik korelasyon katsayısından anlaşıldığı üzere döviz kurları ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasında güçlü bir ilişki vardır. Çünkü; bu iki değişken arasındaki ilişkinin oranı % 87,3 çıkmıştır.

Ayrıca korelasyon katsayılarından yararlanarak, döviz kurları ile borsadaki tahvil işlemleri arasında, enflasyon ile borsadaki tahvil işlem hacmine nazaran; daha güçlü bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz. Diğer bir deyişle, döviz kurları İMKB Tahvil/Bono işlem hacmini enflasyondan daha fazla etkilemektedir.

4.3.2.3 Faiz Oranı İle İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmi

Yapılan korelasyon analizi sonucuna göre, İMKB Tahvil/Bono Piyasası işlem hacmi ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir deyişle; faiz oranları artar iken, borsadaki tahvil işlem hacimleri düşüş göstermiştir. Faiz oranları düştüğünde ise borsadaki tahvil işlem hacimlerinde yükselme eğilimi gözlemlenmiştir.

TABLO 4.9 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ FAİZ ORANLARI İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Faiz O.	Tahvil
Faiz Oranları	Pearson Correlation	1	-,644(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	165	165
Tahvil	Pearson Correlation	-,644(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	165	165

Öte yandan, faiz oranları ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasında pozitif bir ilişkinin olması beklenebilir. Çünkü, çalışmamızdaki faiz oranları devletin kağıtlarına ödediği faiz oranlardır. 1994 yılından günümüze kadar özel sektör tahvil ihraçlarının da yapılmadığını göz önünde bulundurursak, borsadaki tahvil ihracının tamamı kamu tahvilleridir. Dolayısıyla, devletin ödediği faiz oranları düşer iken tahvil ihraç hacimlerinde düşmüş olması gerekirdi. Halbuki, analiz sonucunda bunun aksi bir tablo ile karşılaşılmıştır.

Borsadaki tahvil/bono işlem hacimlerinin sürekli artış göstermesinin temel sebebinin, ülkemizdeki sermaye piyasasının son birkaç yılda derinliğinin artması olduğunu söylemek mümkündür.

Ülkemizdeki sermaye piyasalarının derinlik kazanmasının en temel sebebi de gene ülkemiz ekonomisinin son birkaç yılda, daha önceki yıllara nispeten daha istikrarlı olmasıdır. Bunun en önemli belirtisi enflasyon oranlarıdır. Son birkaç yılda, ülkemizdeki enflasyon oranlarında çok ciddi oranlarda düşüş gözlemlenmiştir.

Ekonomide temel göstergeler olan bu üç göstergelerin etkilerini kıyaslayacak olursak; borsadaki tahvil işlem hacmini en fazla döviz kurları etkilerken, en az etkiye sahip gösterge ise faiz oranlarıdır. Ayrıca, TÜFE de neredeyse döviz kurları kadar borsadaki tahvil işlem hacmini etkilemektedir. Ancak, TÜFE ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasında negatif bir ilişki varken, döviz kurları ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasında pozitif bir ilişki vardır. Diğer bir deyişle, borsadaki işlem

hacmi ile döviz kurlarındaki değişim aynı yönlü iken, enflasyon ile borsadaki işlem hacmindeki değişim ters yönlüdür.

4.3.2.4 Kamu İç Borç Stoku/GSMH İle İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmi

1991 – 2004 yılları arasında yıllık bazda Kamu İç Borç Stoku/GSMH İle İMKB Tahvil/Bono Piyasası İşlem Hacmi arasındaki korelasyon analizi yapılmıştır. Bu analiz için toplam 14 veri kullanılmıştır.

Yapılan korelasyon analizi sonucunda, korelasyon katsayısı 0,826 çıkmıştır. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin oranı % 82,6 dır. Bu sonuca göre, bu iki değişken arasında pozitif yönlü oldukça güçlü bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Diğer bir deyişle, ülkemizde kamunun borçlanma gereğinin yüksek olduğu dönemlerde, borsadaki tahvil/bono işlem hacimleri de yüksek olmakta, ülkemizde kamunun borçlanma gereğinin düşük olduğu dönemlerde ise borsadaki tahvil/bono işlem hacimleri de düşük olmaktadır.

TABLO 4.11 : 1991-2004 DÖNEMİNDEKİ KAMU İÇ BORÇ STOK/GSMH İLE İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZİ

		Tahvil	Kamu İç Borç Stoku/GSMH
İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmi	Pearson Correlation	1	,826(**)
	Sig. (2-tailed)	.	,000
	N	14	14
Kamu İç Borç Stoku/GSMH	Pearson Correlation	,826(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	.
	N	14	14

Günümüzde, İMKB' de tümüyle DİBS' ler el değiştirdiğinden, kamu borçlanması arttıkça, DİBS' lerin ikincil piyasa hacimlerinin de artması oldukça doğal karşılanmalıdır. Ülkemizde özel sektör borçlanma senetlerinin bulunmadığı da

dikkate alındığında, kamu borçlanması ile DİBS ikincil piyasası işlem hacmi arasındaki yüksek ve pozitif korelasyon çıkmış olması şaşırtıcı bir sonuç değildir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

5.1 SONUÇ

Ülkemizdeki tahvil piyasasının gelişimine baktığımızda, borsanın kurulmasından önceki döneme ilişkin en önemli sorunun organize bir piyasanın olmayışı olduğunu söylemek mümkündür. Ülkemizde borsanın kurulmasından sonraki dönemde ise tahvil piyasasının en önemli sorunu özel sektör tahvil ihraçlarının yapılmıyor olmasıdır.

Özel sektör tahvilleri, bir ülkenin gerek sermaye piyasası gerekse kalkınması ile yakından ilişkilidir. Çünkü özel sektör tahvillerinin eksikliği, sermaye piyasalarında önemli bir aracın yokluğunu temsil ettiği gibi, sermaye piyasalarının gelişmesinin önünde önemli bir engel olmaktadır.

Ülkemizde özel sektör tahvil ihraçlarının yapılmamasının en önemli nedeninin, kamunun yoğun borçlanma gereği ve bunun sonucunda uygulanan özel sektör tahvillerinin ihracını engelleyecek yapıda düzenlemeler olduğunu söylemek mümkündür.

Ayrıca bir ülkenin sermaye piyasaları o ülkenin ekonomisi ile yakından ilişkilidir. Nitekim, bu konu hakkında yapılan tüm araştırmalar bu olguyu doğrulamaktadır. Türk sermaye piyasalarının ekonomi ile ilişkisine bakıldığında, genelde ekonomik göstergelerin iyi olduğu dönemlerde sermaye piyasalarında da olumlu gelişmeler yaşanmaktadır.

Bu çalışmamızda, ekonomi ile sermaye piyasaları arasındaki ilişkiyi görebilmek için, bazı temel makroekonomik göstergeler ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu analiz sürecinde, öncelikle para politikasının ve

makroekonominin temel göstergelerinden olan faiz oranları, enflasyon oranları ve döviz kurları verilerinin, her biri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu ilişkinin incelenmesi için İMKB Tahvil/Bono Piyasasının faaliyete geçmiş olduğu 1991 yılından 2004 yılının sonuna kadar olan dönem seçilmiştir. Daha sonra, bu üç temel gösterge ve kamunun borçlanma gereğinin göstergesi olan kamu iç borç stoğu/GSMH oranlarının borsadaki tahvil işlem hacmi ile ilişkisinin ne olduğuna bakılmıştır.

Bu analizlerin sonucunda, faiz oranları ile döviz kurları arasında negatif yönlü bir ilişki var iken, faiz oranları ile enflasyon oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Yapılan korelasyon analizi sonucunda, döviz kurları ile enflasyon oranları arasında, beklenenin aksine negatif yönlü bir ilişki çıkmıştır. Bunun temel nedeninin analizlerin incelendiği dönemde sabit ve değişken kur politikaları arasında geçişler ve yaşanan iki finansal kriz olduğu düşünülmektedir.

Enflasyon oranları ve faiz oranları ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasında negatif yönlü bir ilişki var iken, döviz kurları ve kamunun borçlanma ihtiyacı oranı ile borsadaki tahvil işlem hacmi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Sermaye piyasalarımızın geliştirilmesi amacıyla, özel sektör tahvil ihraçlarına yönelik bazı yeni uygulamaların yapılması gerektiği düşünülmektedir. Ancak, bu yeni uygulamaların da başarılı olabilmesi için her şeyden önce istikrarlı bir ekonomik ortam temel koşuldur. Çünkü ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte, ülkemiz özel sektör tahvil piyasasının en belirgin sorunu olan kamunun yoğun borçlanma ihtiyacı azalmış olacaktır.

Ülkemizde uygulanan bir çok düzenleme, özel sektör tahvil ihracının aleyhine yöneliktir. Bu yüzden, DİBS' ler ile özel sektör tahvil senetlerinin vergi ve

uygulanan prosedür açısından eşit koşullara sahip olması gerektiği düşünülmektedir. Ancak bu şekilde özel sektör tahvil ihraçlarının önü açılacak ve sermaye piyasamızın gelişmesi sağlanacaktır.

Sonuç olarak, çalışmamızın sonucunda ekonomi ile tahvil piyasası arasında güçlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Bu yüzden, ülkemizdeki tahvil piyasasının gelişiminin sağlanabilmesi için en temel koşul, sağlıklı bir ekonominin varlığıdır. Yukarıda sayılan diğer gerekli koşullar da zaten sağlıklı bir ekonomik ortam ile kendiliğinden oluşacaktır.

EKLER

EK 1

HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLERE İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ

HDT'lerin Vadesi ve Değiştirmenin Başlangıcı

MADDE 4- HDT'nin vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz. HDT'lerin hisse senetleriyle değiştirilmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir. HDT'lerin faiz ödemeleri yılda bir defa kuponlara bağlı olarak yapılabilir.

Değiştirme Fiyatı ve Oranı

MADDE 5- Değiştirme fiyatı, HDT sahiplerinin tahvillerini hisse senetleri ile değiştirmeleri halinde bu hisse senetlerine uygulanacak fiyattır.

Değiştirme oranı, hisse senedi ile değiştirme sırasında HDT'nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir.

Değiştirme Oranının Düzeltilmesi

MADDE 6- İhraç edilen HDT'lerin vadesi içerisinde nakit sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkının piyasa fiyatının altında kullanılması ve/veya bedelsiz sermaye artırımı nedeniyle hisse senedi fiyatlarının düşmesi halinde, değiştirme oranının düzeltilme esasları HDT ihracına ilişkin izahname ve sirkülerde belirtilir.

Değiştirme oranı HDT'nin vadesi içerisinde yapılacak bütün sermaye artırımlarında hesaplanarak, yeni değiştirme oranı bu Tebliğ'in 9. maddesinde belirtilen şekilde duyurulur.

İtfa Planına Bağlı Değiştirme

MADDE 7- HDT'ler, vade bitiminde bir defada hisse senetleri ile değiştirilebilir. HDT'ler, ilk taksidi vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonuna, son taksidi ise HDT vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle de hisse senetleri ile değiştirilebilir. İtfa planı uyarınca yıllık eşit taksitlerle değiştirilecek HDT'ler noter huzurunda çekilecek kurayla belirlenir ve bu Tebliğ'in 9'uncu maddesinde belirtilen şekilde HDT sahiplerine duyurulur.

Vade bitiminde bir defada veya ikinci yıl sonundan itibaren vade sonuna kadar yıllık eşit taksitle hisse senedi ile değiştirilecek itfa edilecek HDT'lerde itfa planının, HDT'lerin arka yüzünde ve ayrıca izahname ve sirkülerde yer alması zorunludur.

Ortaklık değiştirilecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, hisse senetlerini, değiştirmek üzere HDT sahiplerine arzeder. İtfa edilecek HDT'lerin sahipleri değiştirme süresi içinde bu haklarını, HDT'lerini hisse senetleriyle değiştirmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak üzere kullanırlar.

Değiştirme süresinin sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT'lerin nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri, Kurul'un Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğ'ine uygun olarak halka arz edilir.

Ortaklığın Talebine Bağlı Değiştirme

MADDE 8- İzahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihlerinde ortaklığın talebine bağli olarak HDT'ler hisse senetleriyle değiştirilebilir.

EK 2

TAHVİLLERİN ŞEKİL ŞARTLARINA İLİŞKİN TEBLİĒ

Kağıdın Niteliği

MADDE 3- Tahvil basımında kullanılacak kağıdın en az 100 gr/m2 ağırlığında ve birinci hamur olması zorunludur.

(Seri II, No:14 Tebliğ ile değişik ikinci fıkrada) Tahvil basımında, tahvillerin taklit edilmesini önlemek ve tahrifata karşı güvenli bir kontrol mekanizması oluşturmak amacıyla biri gözle görülebilir nitelikte olmak üzere aşağıda sayılan özelliklerden en az ikisini ihtiva eden hassas kağıt kullanılabilir.

Hassas kağıtlar, filigranı (watermark) olan, kağıt zemininden farklı renk tonlarında gözle görülebilen renkli elyaf ve benekleri veya ultraviyole hassaslığını haiz gözle görülmeyen elyafları içeren ve çeşitli kimyasal etkilere karşı renk değiştirebilme özelliği bulunan ve fluoresan olmayan (non-fluorescent) kağıtlardır.

Baskıda Kullanılacak Renk ve Desenler

MADDE 4- Tahvil basımının, desenli bir zemin üzerine, tahvillerde bu Tebliğle yer alması zorunlu tutulan bilgi ve ifadelerin net bir Şekilde görölmesini sağlamak

amacıyla siyah renk kullanılarak yapılması zorunludur.Desenli zemin, siyah dışındaki beyaz dahil, renk veya renklerin kullanılmasıyla oluşturulur.

Tahvilin metin ve kupon bölümlerinde, süsleme amacıyla ayrıca desenli çerçeve kullanılamaz.

Basım İşlemleri

MADDE 10- Baskıyı yapacak kuruluşların, desen çizimi, film hazırlama, dizgi, kalıp, baskı ve numaralama gibi baskının bütün aşamaları bünyelerinde gerçekleştirmeleri zorunludur.

Bu kuruluşlar 4'üncü maddede öngörülen şekilde tahvillerde zemin oluşturmak üzere çizilen harelî desenleri (gıoş), her ortaklık için ayrı ayrı çizmek ve farklı renkler kullanarak mümkün olduğu ölçüde birbirinden farklı özellikte basmak zorundadırlar.

Fotoğraf ile yapılabilecek taklitlere karşı önlem olmak üzere; desen renklerinin seçiminde, fotoğraftan renk ayrılmasında zor çıkacak renkler tercih edilmelidir.

Tahvil basımında kullanılacak hassas kağıdın; ortaklık ve baskıyı üstlenecek kuruluş arasında, kağıdın miktarını gösteren ve müştereken imza edilecek belgeler karşılığında teslimi gereklidir.

Desen çizim ve filmleri veya plakaları, baskı sonrasında, tahvillerle birlikte, bir tutanak ekinde ilgili ortaklığa teslim edilir.

EK 3**KORELASYON ANALİZİ VERİLERİ**

1991 – 2004 DÖNEMİNDEKİ ÜRETİCİ FİYAT ENDEKSİ (ÜFE-12 AYLIK YÜZDE DEĞİŞİM)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1991	48,83	49,74	50,72	55,11	57,20	57,04	57,90	58,34	56,28	54,63	56,25	59,22
1992	69,02	68,95	68,09	63,01	59,50	57,76	57,13	57,29	60,13	63,27	62,70	61,40
1993	52,70	52,70	53,34	53,98	57,31	60,59	65,18	63,48	60,01	57,01	61,35	60,26
1994	60,60	68,00	74,00	125,30	138,60	137,60	128,80	126,50	129,60	136,90	137,00	149,60
1995	139,90	138,38	135,01	92,37	80,60	78,08	77,75	76,20	76,51	72,37	68,88	65,63
1996	64,85	62,96	65,26	69,90	73,68	76,15	76,36	78,98	79,81	82,86	85,64	84,89
1997	78,02	78,62	76,96	-	74,56	75,73	80,71	83,38	85,39	87,50	88,36	90,96
1998	92,54	89,59	86,00	83,30	79,92	76,70	72,10	67,36	65,92	61,98	58,60	54,26
1999	49,99	48,28	48,23	50,05	49,96	50,33	52,44	53,72	54,45	55,22	56,25	-
2000	66,38	67,51	66,07	61,51	59,16	56,79	52,35	48,93	43,95	41,38	39,11	-
2001	28,31	26,54	35,08	50,87	57,71	61,76	65,39	69,64	74,68	81,37	84,52	88,56
2002	91,92	91,81	77,53	58,05	49,27	46,79	45,91	43,92	40,87	36,10	32,76	30,84
2003	32,65	33,38	35,15	35,07	33,70	29,61	25,57	22,69	19,10	16,10	16,18	13,90
2004	10,80	9,10	8,00	8,90	9,60	10,50	9,40	10,50	12,50	15,48	14,40	13,84

1991 – 2004 DÖNEMİNDEKİ TÜKETİCİ FİYAT ENDEKSİ (TÜFE - 12 AYLIK YÜZDE DEĞİŞİM)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1991	61,99	63,54	62,27	62,15	62,45	64,88	68,60	70,96	66,85	66,47	66,85	71,14
1992	78,50	77,84	78,69	73,99	69,86	65,79	65,80	65,54	67,67	69,18	68,59	65,97
1993	59,77	58,16	58,01	58,97	65,03	67,24	73,12	71,20	68,25	67,20	69,62	71,08
1994	69,65	73,00	73,60	107,40	117,80	115,80	109,30	108,00	111,10	116,30	119,70	125,50
1995	125,89	122,42	119,67	88,41	79,81	80,91	80,80	83,43	86,01	84,36	81,53	76,05
1996	78,11	77,49	79,34	80,83	82,93	82,86	81,20	81,93	79,32	79,59	80,38	79,76
1997	75,72	77,65	77,30	-	77,46	78,05	85,23	87,79	89,86	93,16	95,82	99,09
1998	101,62	99,25	97,18	93,57	91,37	90,55	85,35	81,43	80,43	76,64	72,77	69,73
1999	65,90	63,93	63,54	63,85	62,97	64,27	65,00	65,40	64,27	64,70	64,55	-
2000	68,88	69,75	67,90	63,82	62,67	58,62	56,21	53,17	48,96	44,44	43,76	-
2001	35,92	33,42	37,51	48,27	52,39	56,10	56,33	57,50	61,80	66,47	67,29	68,53
2002	73,15	73,09	65,09	52,72	46,21	42,62	41,27	40,22	37,05	33,46	31,78	29,76
2003	26,39	27,01	29,41	29,47	30,75	29,76	27,42	24,91	23,00	20,80	19,25	18,40
2004	16,20	14,30	11,80	10,20	8,90	8,90	9,60	10,00	9,00	9,90	9,79	9,32

1991 – 2004 DÖNEMİNDEKİ HAZİNE İSKONTOLU İHALELERİ YILLIK BİLEŞİK FAİZ ORANLARI (YÜZDE)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Ocak	66,0	79,4	95,5	103,5	168,1	201,2	107,8
Şubat	73,2	75,9	85,3	122,1	138,1	146,6	106,5
Mart	76,6	75,1	83,2	128,3	119,3	126,7	110,4
Nisan	82,3	79,8	77,7	126,0	96,8	126,6	-
Mayıs	84,2	85,6	85,9	327,0	110,4	114,2	112,6
Haziran	80,3	93,7	87,1	303,5	99,6	125,9	119,4
Temmuz	78,9	87,6	87,7	148,8	94,7	128,9	123,3
Ağustos	78,8	90,8	89,0	135,6	91,3	126,7	137,8
Eylül	83,0	90,8	86,5	127,0	116,6	124,8	137,5
Ekim	87,0	92,3	85,9	110,3	127,6	127,4	130,7
Kasım	87,3	94,1	87,9	126,6	133,5	133,1	135,6
Aralık	81,7	92,8	89,2	137,9	182,2	128,2	147,9

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ocak	120,0	130,2	38,2	64,9	71,4	56,8	25,5
Şubat	126,6	124,8	42,1	124,2	69,9	55,3	24,0
Mart	113,5	103,8	39,2	193,7	68,4	59,9	24,4
Nisan	104,0	100,6	34,4	130,4	58,7	57,4	23,1
Mayıs	92,6	100,5	40,5	82,2	55,3	51,1	28,8
Haziran	91,3	111,5	41,8	88,4	72,3	46,0	27,5
Temmuz	77,3	102,9	35,6	95,0	72,5	46,1	26,3
Ağustos	92,3	115,2	33,4	92,6	64,2	38,7	24,8
Eylül	137,3	112,1	36,0	87,4	62,2	32,2	25,4
Ekim	141,3	109,2	38,0	86,4	64,4	29,3	22,8
Kasım	145,2	94,6	41,0	79,3	52,9	28,6	22,9
Aralık	145,2	-	-	74,1	49,8	27,9	23,1

1991 – 2004 DÖNEMİNDEKİ DÖVİZ KURLARI

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Ocak	0,00299	0,00531	0,0087	0,0152	0,04016	0,06029	0,11182
Şubat	0,00314	0,00566	0,009	0,0177	0,04098	0,06389	0,11891
Mart	0,00354	0,00609	0,0094	0,0206	0,04166	0,06811	0,12456
Nisan	0,00379	0,00642	0,0095	0,0322	0,0422	0,07236	-
Mayıs	0,00398	0,0067	0,01	0,0338	0,04296	0,07653	0,13677
Haziran	0,00421	0,00688	0,0105	0,0317	0,04308	0,07948	0,14373
Temmuz	0,00437	0,00694	0,0112	0,031	0,04435	0,0825	0,15283
Ağustos	0,0045	0,00709	0,0116	0,0317	0,0465	0,0847	0,16299
Eylül	0,00464	0,00727	0,0119	0,0339	0,04765	0,08862	0,16974
Ekim	0,00484	0,00755	0,0125	0,0349	0,04987	0,09349	0,17748
Kasım	0,00494	0,00811	0,0134	0,0363	0,05225	0,09823	0,18657
Aralık	0,00505	0,00834	0,014	0,0374	0,05659	0,10444	0,19905

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ocak	0,21114	0,32051	0,5439	0,6706	1,36589	1,65584	1,34342
Şubat	0,22269	0,34034	0,5624	0,7381	1,34673	1,62323	1,32383
Mart	0,2348	0,35913	0,5794	0,966	1,35373	1,65539	1,31586
Nisan	0,2449	0,37845	0,5944	1,207	1,31457	1,6272	1,35137
Mayıs	0,25131	0,39409	0,6161	1,1298	1,38621	1,49038	1,50134
Haziran	0,26006	0,41151	0,6151	1,2127	1,52027	1,4191	1,48875
Temmuz	0,26763	0,42557	0,6264	1,3173	1,64912	1,39711	1,44824
Ağustos	0,27326	0,43397	0,6443	1,3976	1,6355	1,3971	1,46737
Eylül	0,27463	0,45231	0,6631	1,4663	1,64301	1,37235	1,49834
Ekim	0,27795	0,46556	0,6758	1,5963	1,6469	1,42127	1,48478
Kasım	0,29354	0,4945	0,6829	1,5176	1,60389	1,47245	1,44542
Aralık	0,30617	-	-	1,4487	1,58361	1,42912	1,39334

1991-2004 YILLARINDAKİ KAMU İÇ BORÇ STOKU/GSMH

YILLAR	KAMU İÇ BORÇ STOKU/GSMH (%)
1991	15,4
1992	17,6
1993	17,9
1994	20,6
1995	17,3
1996	21
1997	21,4
1998	21,7
1999	29,3
2000	43,1
2001	71,1
2002	56,3
2003	56,4
2004	54,5

1991-2004 DÖNEMİNDEKİ İMKB TAHVİL/BONO PİYASASI İŞLEM HACİMLERİ(Milyon YTL)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
OCAK	0	0	6	27	217	1078	3791
ŞUBAT	0	0	6	27	256	895	3179
MART	0	0	8	45	381	1361	3393
NİSAN	0	0	8	58	491	1441	-
MAYIS	0	1	8	32	441	1754	4355
HAZİRAN	0	0	7	51	560	1516	4503
TEMMUZ	0	1	13	66	519	1844	5355
AĞUSTOS	0	2	16	99	644	1611	5027
EYLÜL	0	2	24	127	572	1655	6268
EKİM	0	2	28	138	769	2192	7419
KASIM	0	4	25	170	829	2530	7650
ARALIK	0	5	34	186	845	3175	9521

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
OCAK	6356	10381	37431	73887	47050	114724	125497
ŞUBAT	7662	15587	50542	67952	37422	74920	118567
MART	8489	18213	49859	61733	42502	100356	159340
NİSAN	6895	20198	50773	58273	47939	94671	156616
MAYIS	8263	24137	63814	67068	64605	83077	169739
HAZİRAN	10375	25565	66623	67298	69812	77220	159704
TEMMUZ	10691	26064	62846	76845	88643	105105	159262
AĞUSTOS	12303	24233	67910	62077	76324	94457	166697
EYLÜL	11826	26689	75891	54501	91275	109472	180644
EKİM	9664	25621	76937	54216	85521	146784	152797
KASIM	10351	32557	76623	51595	99050	106571	179299
ARALIK	12400	-	-	40671	88373	146274	195916

KAYNAKÇA

Akyüz, Abdullah, **İkinci El Piyasalar ve İkinci El piyasalarının Yeniden Düzenlenmesi**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, Haziran, 1989.

Akyüz, Abdullah, **Türkiye' de Tahvil ve Hisse Senedi İkincil Pazarları**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, Ağustos, 1988.

Aydın, Oktay, **Ülkemizdeki Tahvil Piyasası, İşleyişi, Mevcut Sorunlar İle Bu Bağlamda Aracılık Faaliyetlerine Yönelik Öneriler**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1988.

Brealey, Richard ve diğerleri, **İşletme Finansının Temelleri** (Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı). Literatür Yayıncılık, İstanbul, Ekim, 2001.

Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer, **Makroekonomi** (Çev: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım). Akademi Yayınevi, İstanbul, Mart, 1998.

Ersoy, Nuri ve Semra Oral Erbaş, **Olasılık ve İstatistiğe Giriş**. Özkan Matbaacılık, Ankara, 1996.

Garanti Eğitim Yayınları, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Ekim, 2004.

İMKB, **Sabit Getirili Menkul Kıymetler**. Nisan, 2000.

Karan, Mehmet Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**. Gazi Kitabevi ,Ankara, 2001.

Kazıcı, Tülay, **A.B.D’ de Hisse Senedi ve Tahvil İhraçlarında Aracılık Yüklenimi**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, Eylül, 1985.

Kılıç, M.Berra, **Derecelendirme (Rating) İşlemi ve A.B.D.’ de Tahvil Derecelendirme Süreci**. SPK Araştırma Raporu, Ankara, Ocak, 1989.

Küçüksozen, Cemal, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**. Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Mayıs, 1999.

Moody’ s Investor Service, Moody’ s Rating Process. A Publication of Moody’ s Corporate Department, Litho in USA, 1989.

Özerol, Hakan, **Eyvah Param Var**. Academyplus Yayınevi, Ankara, Nisan, 2003.

Özerol, Hakan, **Finansçı Olmayanlar İçin Finans**. Academyplus Yayınevi, Ankara, Ağustos, 2002.

Sarı, Gökhan Uğur, **Türkiye’ de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme (Rating)**. SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı, Ankara, Ocak, 1994.

SPK, **OECD Ülkelerinde Menkul Kıymet Piyasaları**. Ankara, Eylül, 1996.

Tecer, Meral, **Tahvil Yatırımlarının Yönetimi**. Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, No:233, Ankara, 1989.

TSPAKB, **Türkiye Sermaye Piyasası 2003**. Yayın No: 16, İstanbul, Temmuz,2004.

TSPAKB, **Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü**. Yayın no: 7, İstanbul, Aralık, 2002.

TSPAKB, **Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu, Mevcut Durum ve Öneriler**. Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu, İstanbul, Haziran, 2005

Türkay, Orhan ve Erdoğan Alkin, **İktisada Giriş**. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, Mayıs, 2001.

http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/tahvil_bono_piyasa_temel.pdf/ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, **Tahvil ve Bono Piyasaları, Temmuz 2005**.

<http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/>

<http://www.spk.gov.tr/#> /Sermaye Piyasası Kurulu. **Sermaye Piyasası Mevzuatı**.

<http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>

<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

<http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/>

<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>