



T. C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme

(Doktora Tezi)

Araş. Gör. Rıza AŞIKOĞLU

Anadolu Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Kütahya İdari Bilimler Yüksek Okulu

1983

İ Ç İ N D E K İ L E R

SUNUŞ	1
-------------	---

B İ R İ N C İ B Ö L Ü M

SERMAYE PİYASASININ YAPISI VE ÖNEMİ

I. SERMAYE PİYASASININ YAPISI	6
1. Sermaye Piyasasının Tanımı	6
2. Sermaye Piyasasının Türleri	8
A. Birincil Piyasa	9
B. İkincil Piyasa	10
II. SERMAYE PİYASASININ ÖNEMİ	13
1. Sermaye Piyasasının Fon Sunanlar Açısından Öne- mi	14
A. Kişiler	14
B. İşletmeler	15
a) Mal Üreten İşletmeler	16
b) Hizmet Üreten İşletmeler	16
aa) Bankalar	16
bb) Sigorta İşletmeleri	18

6. Devletin Sosyal Güvenlik Kurumları	19
a) Sosyal Sigortalar Kurumu	20
b) T.C. Emekli Sandığı	21
c) Bağ-Kur.....	22
d) Ordu Yardımlaşma Kurumu	22

2. Sermaye Piyasasının Fon Kullananlar Açısından Önemi	23
A. İşletmeler	23
B. Devlet	24
C. Kamu Kurumları	26
3. Ekonomik Kalkınma Açısından Sermaye Piyasasının Önemi	26

III. SERMAYE PİYASASINDA TASARRUF SAHİPLERİNİ YATIRIMA YÖNELTEN ETKENLER	29
1. Kişisel Etkenler	31
A. Yatırımcının Bilgisi ve Zamanı	31
B. Yatırımcının Yaşı ve Sağlık Durumu	32
2. Finansal Etkenler	33
A. Sermayeyi Koruma İsteği	33
B. Değer Artışı Sağlama İsteği	34
C. Devamlı Gelir Elde Etme İsteği	35

İ K İ N C İ B Ö L Ü M

SERMAYE PİYASASININ ARAÇLARI

I. SERMAYE PİYASASININ TEMEL ARAÇLARI OLARAK MENKUL KİYMETLER	37
1. Hisse Senetleri	38
A. Hisse Senetlerinin Türleri	39
a) Ada Yazılı Hisse Senetleri, Hamiline Yazılı Hisse Senetleri	39
aa) Ada Yazılı Hisse Senetleri	39
bb) Hamiline Yazılı Hisse Senetleri	40
B. Hisse Senetlerinin Sağladıkları Hakların Nitelik Derecelerine Göre Sınıflandırılmaları	41
a) Adi Hisse Senetleri	41
b) İmtiyazlı Hisse Senetleri	41
2. Tahviller	42
A. Tahvillerin Tanımı ve Önemi	42
B. Tahvillerin Yarar ve Sakıncaları	44
a) Tahvillerin Yararları	44
b) Tahvillerin Sakıncaları	47
C. Tahvil Türleri	49
a) Özel Sektör Tahvilleri	49

aa) Aktarma Biçimlerine Göre Tahvil Türleri	50
aaa) Ada Yazılı Tahviller	50
bbb) Taşıyana Yazılı Tahviller	50
bb) Güvence Durumlarına Göre Tahvil Türleri	51
aaa) Teminatlı Tahviller	51
bbb) Teminatsız Tahviller	52
cc) Temin Ettikleri Haklar Bakımından Tahvil Türleri	53
aaa) Sadece Faiz Getiren Tahviller	53
bbb) Primli Tahviller	54
ccc) İkramiyeli Tahviller	55
ddd) Kâra Katılma Hakkı Veren Tahviller	56
eee) Hisse Senedine Çevrilebilir Tahviller	57
fff) Hisse Senedi Satın Alma Hakkı Veren Tahviller	60
ggg) Vergi Bağışıklığı Sağlayan Tahviller	61
jjj) İndeksli Tahviller	62
b) Devlet Tahvilleri	63
3. Kâr Ortaklığı Belgesi	65
II. SERMAYE PİYASASININ DİĞER ARAÇLARI	69
1. Mevduat Sertifikası	69
2. İşletme Bonoları	72
3. Katılma Belgesi	72

III. TÜRKİYE'DE TAHVİL PİYASASI (1971-1982)	74
1. Türkiye'de Özel Sektör Tahvil Piyasasının Ge- lişimi	76
2. Türkiye'de Kamu Sektörü Tahvil Piyasasının Ge- lişimi	86

Ü Ç Ü N C Ü B Ö L Ü M

ENFLASYONUN ETKİLERİ VE TAHVİLLERİN DEĞERLEMESİ

I. ENFLASYON KAVRAMI VE ETKİSİ	91
1. Enflasyon Kavramı	91
A. Enflasyonun Nedenleri	92
2. Enflasyonun Etkileri	93
A. Enflasyonun Olumlu Etkileri	93
B. Enflasyonun Olumsuz Etkileri	95
3. Enflasyonun Ölçülmesi	97
4. Türkiye'de Enflasyonun Gelişimi	100
II. ENFLASYON KOŞULLARINDA FAİZ ORANLARI	108
1. Faiz Oranının Tanımı ve Faizi Oluşturan Unsur- lar	108
2. Enflasyonun Faiz Oranına Etkisi	110
3. Enflasyon Koşullarında Reel Faiz Oranının He- saplanması	112

III. ENFLASYON KOŞULLARINDA TAHVİLLERİN REEL GELİRLERİNİN VE DEĞERLERİNİN SAPTANMASI	115
1. Reel Gelirin Saptanması	115
2. Reel Değerin Saptanması	121
IV. TAHVİLLERE YATIRIMDA RISK UNSURU	122
1. Tahvillerde Risk Unsurlarını Etkileyen Etkenler	122
2. Riskin Kaynakları	125
A. Riskin SistematiK Kaynakları	127
a) Faiz Oranı Riski	127
b) Satın Alma Gücü Riski	132
c) Pazar Riski	132
d) Vade Riski	134
B. Riskin SistematiK Olmayan Kaynakları	135
a) Finansal Risk	136
aa) Finansal Risk Oranları	139
aaa) Faizi Karşılama Oranı	139
bbb) Borç/Özsermaye Oranı	140
ccc) Toplam Borç/Toplam Varlıklar Oranı	141
bb) Varlıkların Paraya Çevrilebilme Durumu	142
b) Yönetim Riski	144
c) Faaliyet Riski	145
d) Endüstri Riski	146
C. Değişik Risklerin Birbiri Üzerine Etkisi	147

3. Tahvillerde Riskin Hesaplanması	147
A. Yalın Yaklaşım	148
B. Cebirsel Yaklaşım	149
4. Riskin Tahvil Gelirine ve Değerine Etkisi.....	150
5. Tahvilin Kalitesinin Saptanması	152
6. Tahvillerin Değerlenip Sınıflaması.....	154

D Ö R D Ü N C Ü B Ö L Ü M

TAHVİLLERİ DEĞERLEME İŞLEMLERİNE ÖRNEK BİR UYGULAMA

TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.TAHVİLLERİNİN DEĞERLEMESİ

I. GENEL AÇIKLAMA.....	158
II. CAM SANAYİİNDE GENEL DURUM.....	159
III. TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.TANITIMI	160
1. Genel Bilgiler	160
2. Türkiye Şişe Cam Fabrikaları A.Ş.'nin 1981 Yılı Toplu Sonuçları	161
A. Üretim	161
B. İşgücü	163
C. Yatırımlar	163
D. Satışlar	165
E. Öz Sermaye ve Sermaye İştirakleri	167
F. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. 31 Aralık 1981 Bilançosu	168

IV. TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş. TAHVİLLERİNİN DEĞERLEMESİ	170
1. Sistematiik Olmayan Riskin Araştırılması	170
A. Finansal Riskin Belirlenmesi	170
a) Finansal Risk Oranları	171
aa) Faizi Karşılama Oranı	171
bb) Borç/Özsermaye Oranı	172
cc) Toplam Borç/Toplam Varlıklar Oranı	173
dd) Varlıkların Paraya Çevrilebilme Durumu	174
B. Yönetim Riski	175
C. Faaliyet Riski	176
D. Endüstri Riski	176
2. Sistematiik Riskin Araştırılması	177
A. Faiz Oranı Riski	177
B. Satınalma Gücü Riski	178
C. Pazar Riski	178
D. Vade Riski	179
3. Sistematiik ve Sistematiik Olmayan Risklerin Genel Değerlendirilmesi	179
4. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. Tahvillerinin Gelirinin Saptanması ve Değerinin Belirlenmesi	180
SONUÇ VE ÖNERİLER	183
YARARLANILAN KAYNAKLAR	191

K I S A L T M A L A R

Bağ-Kur	: Esnaf ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu.
B.İ.T.İ.A.	: Bursa İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
bkz.	: Bakınız.
C.	: Cilt
Çev.	: Çeviren.
DPT.	: Devlet Planlama Teşkilatı
DİE.	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DYB.	: Devlet Yatırım Bankası
E.İ.T.İ.A.	: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
ESADER.	: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi
E.Ü.	: Ege Üniversitesi
İ.Ü.	: İstanbul Üniversitesi
İ.T.İ.A.	: İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
İYSE.	: İşletmecilik ve Yönetim Sistemleri Enstitüsü
KİT.	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOB.	: Kâr Ortaklığı Belgesi
No.	: Numara

ODTÜ. : Orta Doğu Teknik Üniversitesi
OECD. : Bölgesel Kalkınma İşbirliği Teşkilatı
OYAK. : Ordu Yardımlaşma Kurumu
S. : Sayı
s. : Sayfa
S.P.K. : Sermaye Piyasası Kanunu
SSK. : Sosyal Sigortalar Kurumu
T.C. : Türkiye Cumhuriyeti
T.M.U.D. : Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği
T.S.K.B. : Türkiye Sanayii Kalkınma Bankası
T.T.K. : Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD : Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği
vb. : Ve Benzerleri, ve Benzeri
vd. : Ve Diğerleri, ve Diğerleri
Y. : Yıl.

SUNUŞ

Sermaye piyasası, kişi veya kurumların fon sunumuyla fon gereksinmelerini karşı karşıya getiren, böylece fon gereksinimi duyanların fon fazlasına sahip kişi ve kurumlardan sağlanmasını olanaklı kılan finansal piyasanın bir bölümünü oluşturmaktadır. Serbest piyasa ekonomisine dayalı gelişmiş ülkelerde, uzun süreli yatırım ve çalışma sermayesi fonlarına duyulan gereksinme, ellerinde fon fazlası bulunan kişi veya kurumların bu fonları menkul kıymet satınalmada kullanmaları, sermaye piyasasını ekonominin bir organı durumuna getirmiştir.

Bir ekonomide, daha fazla tasarruf, daha fazla yatırım, daha fazla üretim sonuç olarak daha hızlı bir ekonomik kalkınmaya ve hızlı sermaye birikimi hedeflerine ulaşabilmek için mutlaka etkin biçimde çalışan ve ekonomik gelişmeye paralel olarak yapısal değişme ve gelişme gösterebilen sermaye piyasasına gerek vardır.

Ülkemizde, son yıllardaki güncel konulardan biri de sermaye piyasası olmuştur. Sermaye piyasasının kendisinden beklenen işlevlerini yerine getirebilmesi için, bu piyasada işlem gören menkul kıymetlerin değer ve niteliğinin yatırımcılar tarafından bilinmesi gereklidir.

Sermaye piyasasının temel aracı olan hisse senetlerinin değeriemesi konusunda araştırmalar yapılmış ve bir hisse senedinin nasıl değerienebileceğı ortaya konmuştur. Ancak sermaye piyasasının diğeri önemli bir aracı olan tahvillerin değeriemesi üzerine bir araştırma yapılmamıştır.

Sermaye piyasasında işlem gören bir menkul kıymetin değeriemesinin nasıl yapılacağıının bilinmemesi, tasarruf sahiplerini olumsuz yönde etkileyecek ve sermaye piyasasının sağlıklı gelişmesini engelleyecektir. Dolayısıyla, doğabilecek olumsuz gelişmeleri önlemek ve bu boşluğu doldurmak için, çalışmamız tahvillerin değeriemesi konusunu içermektedir.

Enflasyon, tahvillere yatırımdan beklenen nakit akışlarının miktarları ve reel değerielerinin şimdiye indirgenmesinde kullanılan iskonto oranlarını etkilemektedir. Bu bakımdan çalışmamızda evrensel bir sorun olan enflasyon faktörü de göz önüne alınmıştır.

"Sermaye piyasası aracı olarak tahvillerin değeriemesi" konusu, dört bölüm halinde incelenmiştir.

Çalışmamızın birinci bölümünde, genel olarak sermaye piyasasının yapısı ve önemi üzerinde durulmuş, sermaye piyasası, birincil ve ikincil piyasa ayırımına tabi tutularak bu piyasaların özellikleri belirtilmiştir. Aynı bölümde, sermaye piyasasının fon sunanlar ve kullananlar açısından önemi üzerinde durularak, ekonomik kalkınmaya olan etkisi belirtilmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, sermaye piyasasının araçları üzerinde durulmuş ve bu piyasanın araçları, menkul kıymetler ve diğer araçlar olmak üzere iki ana grupta ele alınmıştır. Menkul kıymetlerin nitelikleri ve türleri belirtilerek, daha sonra sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetler dışındaki diğer araçlar üzerinde durulmuş ve bunların Türk Sermaye Piyasasındaki yeri ve önemine değinilmiştir. Çalışmamızın yine bu bölümünde, tahvillerin türleri üzerinde durularak Türkiye'de sermaye piyasasında işlem gören tahvil türleri belirtilmiştir. Türk sermaye piyasasında tahvillerin önemine değinilmiş ve tahvil ihraçlarının gelişimi 1971-1972 dönemi arasında rakamsal olarak izlenerek analiz edilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde ise sermaye piyasasının temel araçlarından biri olan tahvillerin değerlemesine geçilmiştir. Değerleme yaparken enflasyon faktörü de gözönüne alınmıştır. Türkiye'de enflasyonu gelişimi 1971-1982 dönemi itibarıyla belirtilip enflasyon ve faiz oranları arasında ilişki kurulmuş ve böylece enflasyonist bir ortamda tahvillerin reel gelirleri ve değerlerinin ne olabileceğini saptanmıştır. Aynı bölümde, tahvillere yatırımda etkili olan risk faktörü iki ana grupta incelenmiştir. Saptanan risklere ve tahvillerin gelirlerine göre tahvillerin sınıflaması konu edilmiş ve bir tahvilin nasıl değerlendirilebileceği ortaya konmuştur.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde, uygulama yer almıştır. Uygulamaya konu olan işletme, Türkiye Şişe Cam Fabrikaları A.Ş. dir. Bu işletmenin tahvili değerlendirirken, ülkenin konumuz ile

ilgili koşulları gözönüne alınarak, bir tahvilin nasıl de-
ğerlenebileceğı konusuna, uygulamalı olarak açıklık geti-
rilmeye çalışılmıştır.

Sonuç bölümünde ise, daha önceki bölümlerde değinilen
sorunlara ilişkin bazı önerilerle, konunun genel bir değer-
lendirilmesi yapılarak çalışmamız tamamlanmıştır.

B İ R İ N C İ B Ö L Ü M

SERMAYE PİYASASININ YAPISI VE ÖNEMİ

I. SERMAYE PİYASASININ TANIMI VE YAPISI

1. Sermaye Piyasasının Tanımı

Sermaye piyasası, fon kullanıcıların fon gereksinmelerini karşılayabilmeleri, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını yatırıma dönüştürerek en uygun geliri temin edebilmeleri için gereklidir. Gelişmiş ülkelerde işletmeler için uzun vadeli fon kaynağı sermaye piyasasıdır. Gelişmiş ülkelerde kişilerin gelir düzeyleri yüksek ve buna bağlı olarak tasarrufları fazla olduğundan sermaye piyasası kişilerin yatırım kararlarında önemli rol oynamaktadır (1).

Gelişmekte olan ülkelere kalkınma hızını belirleyen temel unsur, genellikle üretim kapasitesidir. Üretim kapasitesinin, başka bir deyişle yatırımların arttırılması, yurt içi tasarrufların hedef alınan kalkınma hızını gerçekleştirecek bir düzeye yükselmesiyle mümkün görülmektedir (2). Tasarrufların arttırılarak üretken yatırımlara kanallize edilmesi ise, ekonomik gelişmenin bir sonucu olarak, verimi

(1) Richard WEST, Seha M. TINIÇ, Investing in Securities: An Efficient Markets Approach, (Addison-Wesley Publishing Company, California, 1978), s. 3.

(2) Özcan ERTUNA, GÜNTAÇ ÖZLER, Sermaye Piyasasının Banka Sistemi Üzerine Etkileri, (İstanbul Bankası, T.A.Ş. Yardım Cemiyeti Yayınları, İstanbul, 1975), s. 17.

yüksek yatırım olanaklarını değerlendirmek üzere güçlü bir sermaye talebinin yaratılmasına bağlı kalmaktadır (3). Güçlü bir talebin yaratılması ise; etkin bir sermaye piyasasının geliştirilmesiyle mümkündür.

Etkin sermaye piyasası, bir yandan tasarrufları verimli yatırımlara dönüştürmek suretiyle ekonomik kalkınma hedeflerinin gerçekleştirilmesini sağlarken, diğer yandan tasarruf sahiplerine en kârlı yatırım olanakları sunmaktadır (4).

Sermaye piyasası kavramı genellikle birden fazla anlamda kullanılmaktadır.

Dar anlamı ile sermaye piyasası, hisse senetleri ve tahvillerin alınıp satıldığı bir pazar olarak nitelendirilmektedir (5).

Diğer bir tanım, sermaye piyasasını "şirketlere sermaye olarak konulan ve tahvillere yatırılan fonlar ile diğer şekillerdeki uzun vadeli kredilerin arz ve talepleri ile,

(3) Pınar BAKIR, "Sermaye Piyasası Analizleri Uygulaması". Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, (2.Baskı, ODTU, İYSE-TUSİAD, Ankara, 1979), s. 4.

(4) Celâl KEPEKÇİ, Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü, (Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayını, Eskişehir, 1983), s. 157.

(5) KEPEKÇİ, s.10'dan, İbrahim ÖNGÜT, "Financial Intermediaries, and Capital Market In Turkey" CENTO, Symposium on the Developments of Capital Markets, Tehran, Iran, (May, 1965), s. 141.

bu arz ve taleplerin karşılamaşmasını sağlayan kurumlar, vasıtalar ve mahaller" (6) şeklinde ifade etmektedir.

Sermaye piyasasıyla ilgili yaptığımız tanımlara göre en geniş anlamıyla, sermaye piyasası, işletmelerin uzun süreli veya devamlı fon ihtiyaçlarının giderilmesi araçlarını oluşturan menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil, kâr ortaklığı belgesi) el değıştirildiği bir piyasadır(7).

2b Sermaye Piyasasının Türleri

Sermaye piyasalarını kendi içlerinde çeşitli kıstaslara göre sınıflandırmak olanaklıdır (8). Sermaye piyasası kurumları açısından bir sınıflamaya tabi tutulacak olursa, örgütlennmiş sermaye piyasaları, örgütlenmemiş sermaye piyasaları olmak üzere iki bölümde sınıflandırılır (9). Sermaye piyasalarının, sermaye piyasasındaki alıcılar ile menkul kıymetleri çıkaran kurumlar açısından bir sınıflaması yapıldığında, birincil piyasalar (primary markets) ve ikincil piyasalar (secondary markets) olmak üzere iki ana bölüme ayrılabilir (10).

-
- (6) Suat MİRZA, Sermaye Piyasası. (E.İ.T.İ.A.Yayını, İstanbul, 1965), s.3.
- (7) Doğan BAYAR, Semih BÜKER, İşletmelerde Finansal Yönetim, (E.İ.T.İ.A. Ders Notları, 1977), s. 206.
- (8) Cevat SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, (İstanbul Üniversitesi Yayını, İstanbul, 1980), s.7.
- (9) Ali Sait YÜKSEL, Gültekin RODOPLU, Sermaye Piyasası, (İstanbul, 1980), s.3.
- (10) Robinson ROLAND, Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth, (Mc Graw-Hill, 1974), s.9; TINIÇ, WEST, s. 29.

Menkul kıymetlerin doğrudan halka arzı birincil piyasayı, menkul kıymetlerin el değiştirmesi ise ikincil piyasanın esasını teşkil eder. Piyasanın temel kurumları ise, menkul kıymetler borsası ve aracı kuruluşlardır (11). Piyasasının örgüt yapısından ziyade piyasada işlem gören menkul kıymetlerin türleri ve nasıl işlem gördüğü, özellikle tahvil gelirlerinin ne olabileceğini saptamamız açısından birincil ve ikincil piyasa ayrımı çalışmamıza temel alınmıştır.

A. Birincil Piyasa

Birincil piyasalar, işletmelerin, gereksinim duydukları fonları doğrudan doğruya fon sunuculardan karşılamak amacıyla oluşturdukları piyasadır (12). Birincil piyasada, fon kullanıcıların gereksinim duydukları fonları sağlamak için fon sunucularına ilk kez olarak, yeni sundukları menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil, kâr ortaklığı belgesi) satışı gerçekleşir (13). İşletmelerin ve kişilerin fonlarının bu şekilde sermaye piyasasına girmesi birincil sermaye piyasasını oluşturur.

(11) GÜNGÖR URAS, "Sermaye Piyasasız Bir Ekonomik Gelişme Mümkün mü?" Para Dergisi, (Şubat 1982), s. 13.

(12) Paul F. SMITH, Money and Financial Intermediation: The Theory and Structure of Financial Systems. (Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1978), s. 3.

(13) Mustafa SAATÇI, "Türkiye'de Sermaye Piyasası" Atatürk Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, C.3, S. 3-4, Y. 1978, s.143.; Davut AYDIN, Finansal Aracılar Açısından Finans Piyasaları Üzerine Bir Araştırma (E.İ. T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1980), s. 11.; Özcan ERTUNA, Finansal Kurumlar, (9 Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayını, İzmir, 1982), s. 35.

Ülkemizde son yıllarda ihraç edilen kamu ve özel sektör tahvillerinde ~~ve halka açık~~ anonim şirketlerin çıkardığı hisse senetlerinin sayısında önemli artışlar meydana gelmiş bulunmaktadır (14). Hisse senetleri ile birlikte özel sektör tahvilleri, hazine iç istikraz tahvilleri ile Devlet Yatırım Bankası, İktisadi Devlet Teşekkülleri ve belediyeler tarafından çıkarılan tahvillerin de sayısında son yıllarda bir artış meydana gelmesi ve bunları çoğunlukla doğrudan fon sunucu kişilerin talep etmeleri, ülkemizde birincil sermaye piyasasının hacminin gelişmesini sağlamıştır. Bununla birlikte özel şirket tahvillerinin büyük bir kısmı halka doğrudan arzedildiği gibi bir kısmı ikincil piyasada işlem görerek arzedilebilmektedir. Bazı anonim şirketlerin tahvilleri de halka arzedilmeyip ortakları tarafından satın alınmış olabilir (15). Ancak bunların tutarına ilişkin güvenilir bilgiler bulunmamaktadır. Doğrudan satış söz konusu olduğunda bu işlemleri birincil piyasa işlemleri olarak düşünmek yerinde olur.

B. İkincil Piyasa.

İkincil sermaye piyasası daha önce fon kullanıcıların piyasaya sürdükleri, piyasada mevcut menkul kıymetlerin alınıp satımına yönelik işlemlerin yapıldığı yer olmakla birlikte, işletmelerin menkul kıymetlerinin aracı kurumlar kanalıyla

(14) KEPEKÇİ, s. 135.

(15) KEPEKÇİ, s. 141.

da işlem görerek, piyasaya sürülmesi olarak da tanımlanabilir (16). Ülkemizde ikincil piyasanın fonksiyonlarını menkul kıymetler borsası ile borsa dışı kurumlar yüklenmekte-

Menkul kıymetler borsası, uzun vadeli yatırımlara konu olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı düzenli örgütlenmiş pazardır (17). Türkiye'de ikincil sermaye piyasasının fonksiyonunun 1447 sayılı kanuna göre İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsası tarafından yerine getirilmesi gerekirken, bu gün işlemler borsa dışındaki aracı kurumlara kaymış bulunmaktadır. Menkul kıymetler borsasına 1970 yılından itibaren 280 şirketin ihraç ettiği tahvil kaydedilmesine karşılık, 1977 yılında sadece 10 şirketin tahvili borsa-da işlem görmüştür (18). Ancak 1932 yılında yapılan düzenlemeye göre bundan böyle ihraç edilecek menkul kıymetlerin borsaya kaydedilmesi öngörülmüştür.

Ülkemizde özellikle 1978 yılından bu yana Menkul Kıymetler Borsası dışındaki, banker ve banker sayılan kuruluşların tasarruf sahiplerinin ana parasına güvence olarak tahvil ve mevduat sertifikası vermek suretiyle para topladıkları, Merkez Bankası ve Menkul Kıymetler Borsasınca düzenlenmeyen ikincil piyasada, tasarruf sahiplerine verdikleri

(16) AYDIN, s. 11: ERTUNA, s. 37.

(17) Erhan KOTAR, Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi, (E.I.T.I.A.Yayını, Eskişehir, 1971), s.6.

(18) Borsa Gazetesi, (16 Kasım 1977).

tahvilleri istenildiği anda paraya çevrilme ve tahvil çıkartan şirketlerden aldıkları peşin faizin bir kısmını yasal faizin üstüne ekleyerek ilan ettikleri ve çeşitli seçenekler ile kendi düzenledikleri garanti belgelerine ana parayı da içerecek biçimde taahhüt ettikleri, toplanan paraları ise kredi gereksinimi içinde bulunan şirketlere verdikleri gözlenmiştir (19). Ancak 30 Temmuz 1981 tarihinde yayımlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa (S.P.K.) göre; Menkul Kıymetlerin halka arzı, bunları çıkaran anonim ortaklıklar ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kuruluşların faaliyetleri S.P.K. kapsamına alınarak yasal sınırlamalar getirilmiştir. Aracı olarak faaliyet gösteren bankerlerin yapacağı işlemlerde yeni bir düzenlemeye gidilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle, ikincil piyasada hüküm süren bu kargaşanın bir süre içinde sona ereceği ve tasarruf sahibinin şiddetle ihtiyacı olan istikrar ve güven ortamının yerleşeceği bir ortama girilmiştir (20).

Bundan sonra ikincil piyasada faaliyet gösteren ve aracılık rolü oynayanların, anonim ortaklık statüsünde kurulmaları, maliye bakanlığınca saptanacak asgari sermayeye sahip

(19) Uluer ARAL, "Bankerler ile ilgili Son Düzenleme". İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXVIII, S.10, (Ocak 1982), s. 428.

(20) Azmi FERTEKGİL, "Sermaye Piyasası ve Hukuki Düzenlemeler" Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Y.19, S.3 (Mart 1982), s. 63.

bulunmaları (21), sermaye piyasası kamunundaki koşulları yerine getirmeleri halinde "Borsa Bankerliği" belgesini almaları, faaliyet olarak sadece Menkul Kıymet alım ve satımıyla uğraşmalarını gerektirmektedir. Bu gelişme ikinci piyasaya yeni bir düzen ve güven duygusunun gelmesine yardım edecek bir uygulamanın başlangıcı olmaktadır.

II. SERMAYE PİYASASININ ÖNEMİ

Bir ekonomide, daha fazla tasarruf, daha fazla yatırım, daha fazla üretim ve sonuç olarak, daha hızlı ekonomik kalkınmaya ve hızlı sermaye birikimi hedeflerine ulaşabilmek için mutlaka etkin biçimde çalışan ve ekonomik gelişmeye paralel olarak yapısal değişme ve gelişme gösterebilen, sermaye piyasalarının kurulup geliştirilmesine gerek vardır. Bir ülkede iyi kurulup geliştirilmiş sermaye piyasası tasarrufları yatırımlara, yatırımları daha üretken alanlara kanallize ederek kaynakların daha verimli kullanılmasında önemli bir fonksiyonu yerine getirir (22).

Sermaye piyasasının varlığı, fon gereksinimi duyan kişilere uygun şartlarda ve miktarda fon temininde önemli rol oynadığı gibi aynı zamanda tasarruf sahiplerinin tasarruflarını iyi olanaklarla değerlendirmesinde önemli bir unsur

(21) 31 Aralık 1981 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanan 4 sayılı tebliğde 200 milyon lira olarak belirlenmiş bulunuyor.

(22) İsmail ÜZGÖREN, "Sermaye Piyasası ile Ekonomik Kalkınma Arasındaki İlişki" Adana İ.T.İ.A. Dergisi, S.4 (Mart 1975), s. 216.

olmaktadır.

Tasarruf yapanlar, kişiler ya da kurumlar olabilir. Kişi ve kurumlar tasarruflarının işletilmesini başkalarına bırakmak amacıyla menkul kıymet satın alırlar. Ancak kişilerin ve kurumların fon sunma ve kullanma amaçları birbirinden farklıdır. Daha doğrusu, kurumların yatırım amaçlarında finansal etkenler önemli rol oynar, kişiler için ise hem kişisel hem de finansal etkenler söz konusudur (23).

1. Sermaye Piyasasının Fon Sunanlar Açısından Önemi

A. Kişiler

Kişilerin tasarruflarının yatırıma dönüştürülmesi ve yatırım gelirlerinin arttırılmasında sermaye piyasası önemli rol oynamaktadır (24). Kişilerin tasarrufları, toplam tasarruflar arasında sermaye piyasasına kaynak teşkil etmesi bakımından en geniş fonları oluşturmaktadır. Türkiye'de son zamanlarda sermaye piyasasında girişilen çeşitli teşebbüslerle halkın menkul kıymetlere oldukça fazla ilgi göstermesi sağlanmıştır (25). İhraç edilen menkul kıymet-

(23) Semih BÜKER, Hisse Senetlerini Değerlendirme Yöntemleri, (E.İ.T.İ.A. Yayını, 1976), s. 3.

(24) TINIÇ, WEST, s. 3.

(25) Faruk ALPASLAN, "Sermaye Piyasasının Önemi ve Türkiye'de Durumu" Atatürk Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, C.3, S.3-4, Y.1978, s. 109.

lerin tasarruf sahibi kişiler tarafından alınması, sermaye piyasasına kişilerin fon sunması anlamına gelmektedir. Kişiler bu yönüyle, sermaye piyasasına fon sunmaları açısından bir kaynak niteliğini taşımaktadır. Ülkemizde tasarruf sahibi kişiler tasarruflarını, sahip oldukları kültür seviyesine ve alışkanlıklarına göre çeşitli şekillerde, elde tutmakta, bankaya yatırmakta ve bir kısmını da menkul kıymetlere aktarmaktadır (26).

B. İşletmeler

İşletmelerin ellerinde bulundurdukları atıl fonları yatırıma dönüştürebilmeleri açısından sermaye piyasasının varlığı önem arz etmektedir. İşletmelerin atıl fonları, dağıtılmayan kârlardan, amortisman ve benzeri karşılıklardan oluşmaktadır. İşletmeler bu atıl fonları genellikle kendi yatırımlarında kullanmakta ise de bazı durumlarda işletmeler bu fonlarının değerlendirilmesi amacıyla geçici yatırımlara veya iştirak amacıyla diğer işletmelerin menkul kıymetlerine yatırarak fon kaynağı yaratma açısından etkili olmaktadır.

Ancak her ülkede çok çeşitli işletmeler faaliyette bulunurlar. Tek bir yönden sınıflamakla bütün işletmeleri tanıma olanağı yoktur (27). İşletmeler ürettikleri mal ve

(26) Cüneyt BİNATLI, Türkiye'de Devlet Tahvillerinin Faiz Rejimi, (E.İ.T.İ.A. Yayını, 1974), s. 53.

(27) İlhan CEMALCILAR ve Diğerleri, İşletmecilik Bilgisi, (E.İ.T.İ.A. Yayını, Ankara, 1976), s. 3.

hizmet türüne göre sınıflanabileceği gibi mülkiyetlerine göre de sınıflanabilmektedir.

a) Mal Üreten İşletmeler

Mal üreten işletmeler, dağıtılmamış kârlarını, amortisman için ayrılan fonlarını, yedek akçelerini ve sermaye fazlalıklarını değerlendirebilmek amacıyla sermaye piyasasının fon kaynağı olabilmektedirler.

Günümüzde işletmeler büyüme ve gelişme eğilimleri içerisindelerdir. İşletmelerin büyümelerini gerçekleştirebilmeleri için yeni yatırımlar yapmaları gerekmektedir (28). İşletmelerin bu yeni yatırımları yeni bir tesisin kurulması olabileceği gibi mevcut işletmelere de iştirak yoluyla olabilmektedir. Büyüme yolunda olan bu işletmeler fon yaratarak sermaye piyasasının fon kaynağı durumuna gelmektedirler.

b) Hizmet İşletmeleri

Hizmet işletmeleri, belirli bir hizmetin sağlanması amacıyla kurulmuş işletmelerdir. Bankalar, sigorta kurumları, çalışmamızda hizmet işletmeleri olarak incelenmiştir.

aa) Bankalar

Bankalar, vadeli ve vadesiz mevduat hesapları karşılığında topladıkları fonları kısmen de olsa hisse senet-

(28) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim, (Sermet Matbaası, Ankara, 1979), s. 655.

leri ve tahvillere yatırarak fonlarını sermaye piyasasına sunmaktadırlar (29).

Bankalar, klasik fonksiyonları olarak fon gereksinimi duyan kişilerin ve kurumların fon gereksinmelerini karşılarlar. Bankalar iştirak amacıyla işletmelerin hisse senetlerini alabileceği gibi tahvillere de yatırım yapmaktadırlar. Bu gün ülkemizde devlet tahvillerinin 2/3 sinin bankaların elinde olduğu saptanmıştır (30).

Ticaret bankaları kısa vadeli fon sunma yanında tahvil ve hisse senetlerine yatırım yapma, orta ve uzun vadeli kredi sağlama fonksiyonları ile tasarruf-yatırım sürecinin fon kaynağı durumuna gelmiştir. Ticaret bankaları kısa vadeli fon toplayan ve sunan bir kurum oldukları için belirli istisnalar dışında hisse senetlerine sınırlı olarak yatırım yapabilmektedir. Ticaret bankalarının işletmeler üzerinde kontrol kurmasını engellemek, mevduat sahiplerinin çıkarlarını korumak, nakit sıkıntısına düşmesini önlemek amacıyla sınırlayıcı tedbirler alınmıştır. Kamuni zorluklar nedeniyle bankaların portföyünde tahviller, özellikle hemen paraya çevrilmesi özelliğinden dolayı devlet tahvilleri daha çok yer tutmaktadır (31).

(29) AYDIN, s. 28.

(30) KEPEKÇİ, s. 140.

(31) OECD. Capital Markets Study: General Report. (OECD, Paris, 1967) s. 152: KEPEKÇİ, s. 10.

bb) Sigorta İşletmeleri

Sigorta işletmeleri temel görevleri olarak, çeşitli riskleri dağıtmak ya da azaltmak amacı ile üyelerinin sigortacılık hizmetlerini yerine getirmektir. Ancak, bu işletmeler sundukları hizmetlerin karşılığı olan primleri peşin olarak tahsil etmeleri nedeniyle riskin neden olacağı hasarlar meydana gelinceye kadar prim şeklindeki fonları, sermaye piyasasına gelir elde etmek amacıyla aktararak fon kullanıcılarının gereksinimlerini karşılarlar (32). Sigorta işletmeleri ellerindeki atıl fonları değerlendirmek amacıyla hisse senetleri ve tahvillere yatırım yaparlar, böylece sermaye piyasasının fon kaynağı durumuna gelirler.

Sigorta işletmeleri mülkiyetlerine göre iki ana bölüme ayrılıp incelenebilir. Bunlar mülkiyeti özel kişilere ait olan özel sigorta işletmeleri, mülkiyeti devlete ait olan Sosyal Güvenlik Kurumlarıdır (33).

Belirli bir süre içerisinde tahsil edilen primler ödenen tazminatları aştığı takdirde sigorta işletmelerinin ellerinde büyük miktarlarda fon birikimi ortaya çıkacaktır (34). Sigorta işletmeleri biriken fonlarının çoğunu menkul

(32) AYDIN, s. 30.

(33) Mülkiyeti Devlete Ait Olan Sigorta Kurumları, Devletin Sosyal Güvenlik Kurumları başlığı altında ilerki bölümde açıklanmıştır.

(34) Sergei DOBROYOLSKY. E. The Economics of Corporation Finance, (Mc. Graw Hill Co. New Delhi, 1976), s. 3.

kıymetlere (tahvil, hisse senedi) yatırırlar. Çünkü sigorta işletmelerinin oluşturduğu fonlar uzun süreli sözleşmelere dayanır. Riskleri kolay tahmin edilir ve fon miktarında bir istikrar mevcuttur (35). Sigorta işletmelerinin yükümlülüklerinin önemli bir bölümü uzun vadeli olduğundan, bu işletmelerin ellerinde biriken tasarrufları sermaye piyasasında değerlendirmeleri doğaldır (36). Sigorta işletmelerinin diğer işletmelerden farklılığı belirli yatırım amaçları için kaynak sağlamayı amaçlayıp, mevcut biriken fonları ek gelir elde etme düşüncesiyle yatırım alanlarına aktararak kaynak teşkil etmesidir. Sigorta işletmeleri açısından yukarıdaki belirtilen faktörler göz önünde tutulduğunda en uygun yatırım araçları, kaliteli, riski az tahvillerle ipotek karşılığı uzun vadeli krediler teşkil etmektedir. Sigorta işletmelerinin hisse senetlerine yaptıkları yatırımları ise daha ziyade yükümlülüklerini karşıladıktan sonra ^{/uzun} vadeli gelirlerini arttırmak amacına yönelik bulunmaktadır.

C. Devletin Sosyal Güvenlik Kurumları

Ülkemizde kamu kurumlarının ve devletin sermaye

(35) COMMISSION AN MONEY AND CREDIT. Life Insurance Companies as Financial Institutions, (Prentice-Hall Inc. Englewood Cliff, 1961), s. 20.

(36) Öztin AKGÜÇ, "Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları". Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, (2.Baskı, ODTU, İYSE-TUSIAD, Ankara, 1979), s. 18.

piyajasına fon sunumu sosyal güvenlik kurumlarının ellerindeki atıl fonların menkul kıymetlere yatırılması suretiyle gerçekleşmektedir. Ülkemizde sosyal güvenlik fonlarının özellikle SSK ve Bağkur kaynaklarının kullanımı yasalarla sınırlandırılmış olduğundan bunların sermaye piyasasına katkıları dolaylı ve sınırlıdır. Kamusal birikimlerin bir bölümü, Emekli Sandığı ve özellikle SSK fonları, Devlet Yatırım Bankası (D.Y.B.) tahvillerine yatırılarak Kamu İktisadi Teşebbüslerinin finansmanında kullanılmaktadır (37).

a) Sosyal Sigortalar Kurumu (S.S.K.)

S.S.K. yasal düzenlemesine göre fonlarının belirli bir bölümünü taşınmaz mallara yatırma yetkisine sahiptir (38). S.S.K. 1963-1975 döneminde biriken fazla fonların ortalama % 53,9'unu tahviller, % 17,2 sini krediler ve % 10,9 unu mevduat araçları ile sermaye piyasasına sunarak, değerlendirmiştir (39). Kurumun bankalardaki mevduatını çekebilmesi bile uygulamada sorun yaratabilmektedir. Aslında mevduatın geliri de % 6 dolayında kalmaktadır (40). S.S.K. satın aldığı tahvillerin % 96 kadarı D.Y.B.'nin sattığı tahviller, % 2,5 hazine tahvili, % 0,7 si ise Türkiye Emlak Kredi Ban-

(37) YÜKSEL, RODOPLU, s. 36.

(38) 4792 Sayılı İşçi Sigortaları Kurumu Kanununun (R.G. 16 Temmuz 1945, S.6058) 1.Md'.de Kurulması Öngörülen Kurumun adı 506 sayılı Kanunun (R.G. 29,30,31 Temmuz ve 1 Ağustos 1964. S.11766-11769) 136.Md'ince Sosyal Sigortalar Kurumu⁸ Olarak Değiştirilmiştir.

(39) AYDIN, s. 96.

(40) BAŞBAKANLIK D.P.T. Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu (Ankara 1977), s. 79.

kası tahvillerinden oluşmaktadır (41). S.S.K. Finansal yatırım gelirlerinin 2/3'sinin tahvil gelirlerinden oluşması bir anlamda birikilmiş fonların hangi araçlar kullanılarak değerlendirildiğini açık olarak göstermektedir. S.S.K.hane halkından sağladığı fonları, D.Y.B. Ticaret Bankaları, şirketler ve resmi finans kesimi gibi fon gereksinmesi duyan kullanıcılara aktararak sermaye piyasasına fon sunmaktadır (42).

b) Türkiye Cumhuriyeti Emekli Sandığı

T.C. Emekli Sandığının fon biriktirme potansiyeli 1976 1981 döneminde önemli ölçüde artmıştır. Emekli Sandığı biriken bu fonları doğal olarak sermaye piyasasına aktarmaktadır. Sandıkta biriken fonların ortalama olarak % 45,9'unu tahvillere, % 17,5 ini mevduata %8,6 sını hisse senetlerine % 27,7 si de sair aktiflere yatırılmak suretiyle sermaye piyasasına fon sunumunu gerçekleştirmektedir. Finansal yatırımın en büyük bölümünü oluşturan tahvillerin % 65'i Devlet tahvillerine % 35'i D.Y.B.'sı tahvillerine yatırılmıştır (43). Toplam tahviller içerisinde D.Y.B. tahvillerinde çok önemli değişimler olmakla birlikte Devlet tahvillerinin payı azalma gösterirken mevduatlarda bir yükselme eğilimi görülmektedir.

(41) YÜKSEL, RODOPLU, s. 40.

(42) AYDIN, s. 99..

(43) AYDIN, s. 106..

c) Bağ-Kur

"Esnaf ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız alışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu" 1971 yılında 1479 sayılı yasa ile kurulmuştur. Bağ-Kur, esnaf ve sanatkarlar ile diğer bağımsız çalışanları malullük, yaşlılık ve ölüm rizikolarına karşı sigorta eden en yeni sosyal güvenlik kurumudur.

Bağ-Kur elinde biriken fonların ortalama % 65'ini mevduat, % 18,2'sini krediler % 14'ünü Devlet tahvilleri karşılığında sermaye piyasasına sunmuştur (44). Bağ-Kur doğrudan doğruya sermaye piyasasına Devlet tahvilleri yoluyla fon sunmaktadır..

d) Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK)

Ordu yardımlaşma kurumu, üyelerine bir defaya mahsus olmak üzere emeklilik, malüllük ve ölüm toplu yardımlarında bulunan ek sosyal sigorta ve yardımlaşma kurumudur (45). OYAK, öteki sosyal güvenlik kurumlarının sağladığı yardımlara ek olarak yardım yapma amacıyla kurulmuş ise de, esas olarak emekli sandığına bağlı ordu mensuplarını üye kaydedip ve bu kişilere hizmet sağlayan bir kurum niteliğindedir. OYAK önemli ölçüde sanayi kesimine fon sunmuş, bu fon sunumunu daha ziyade işletmelere sahip olma amacıyla gerçekleştirmiştir. Bu bakımdan sosyal güvenlik kurumlarıierisinde yatırım geliri en yüksek olan kurum OYAK olmakta-

(44) AYDIN, s. 113.

(45) 657 Sayılı Devlet Personel Kanunu Md. 190.

dir.

OYAK'da prim gelirleri ile fon çıkışlarının karşılanamaması durumunda, aradaki fark büyük ölçüde yatırım gelirleri ile kapatılması olanağı bulunduğundan menkul kıymetlerin paraya çevrilmesine gereksinme duyulmamaktadır (46). OYAK'ın yatırım gelirlerinin yüksek düzeyde bulunması, elinde biriken fonlarını menkul kıymetlere özellikle hisse senetlerine yatırarak sermaye piyasasına sunması, diğer sosyal güvenlik kurumlarından ayrı bir politika izlediğini ortaya koymaktadır.

OYAK'ın tahvil portföyü ise genellikle iştirak ettiği şirketlerin tahvillerinden oluşmakta, portföyünde devlet tahvilleri yer almamaktadır. Diğer sosyal güvenlik kurumlarının aksine, OYAK'ın anonim şirketlere iştirakleri önemli ölçüde bulunmaktadır (47).

Türkiye'de sosyal güvenlik kurumlarının niteliği itibariyle uzun vadeli olan prim gelirleri fazlalıklarını diğer bir deyişle ellerindeki atıl fonları menkul kıymetlere özellikle hisse senetlerine yatırarak yüksek gelir sağlamanın en doğru yol olduğunu OYAK örneği göstermektedir.

2. Sermaye Piyasasının Fon Kullananlar Açısından Önemi

A. İşletmeler

Her yıl ülkemizde kurulan anonim şirketlerin sayısında

(46) AYDIN, s. 120.

(47) Derya ŞENSÖZ, Sermaye Piyasası ve Türkiye'deki Gelişimi (D.Y.B. Yayını Ankara, 1973), s. 181.

önemli gelişmeler olmaktadır (48). Anonim şirketlerin sayısının artması bir yandan da mevcut işletmelerin büyümesi dolayısıyla bu işletmelerin finansman sorunlarının büyük boyutlar kazanarak sermaye piyasasına yönelme eğiliminde oldukları bir gerçektir (49). Ülkemizde özellikle 1970'lerden sonra işletmeler sermaye piyasasına başvurarak uzun vadeli fon gereksinimlerini karşılamaya yönelmişlerdir (50). İşletmeler uzun vadeli fon sağlamak amacıyla menkul kıymet ihraçında bulunmaktadır, bu da sermaye piyasasındaki fon talebinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Ülkemizde işletmeler hisse senedi, tahvil ve kâr ortaklığı belgesi olmak üzere üç tür menkul kıymet ihraç ederek fon talebinde bulunabilmektedir (51). Toplanan bu fonlar işletmelerin daha önce saptanan amaçlar doğrultusunda kullanılmaktadır.

B. Devlet (Kamu Kesimi)

Ülkemizde 1933 yılından bu yana kamu kesimi fon kullanmak amacıyla iç borçlanma yoluna başvurmaktadır (52).

(48) ŞENSÖZ, s. 158.

(49) Erol TÜMER, "İşletmelerin ve Sermaye Piyasasının Gelişiminde Karşılıklı İlişkiler" Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, (2. Baskı ODTÜ, İYSE-TUSİAD, Ankara, 1979), s. 4.

(50) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, ... s. 637.

(51) Menkul kıymetler ile ilgili olarak ayrıntılı bilgi çalışmamızın "sermaye piyasasının temel araçları" bölümünde verilmiştir.

(52) BİNATLI, s. 3.

Kamu kesiminin fon talebinin belirleyen kamu borçları, devletin bir takım nedenlerle çeşitli kişi ve kurumlara borçlanmasını ifade etmektedir. Uzun vadeli kamu borçları, başlangıçta sadece savaş giderleri ve büyük yatırım harcamaları gibi, vergi gelirleri ile finansmanı olanaksız giderlerin karşılanması amacıyla bir finansman yöntemi olarak kullanılmışsa da, günümüzde kamu gelirlerinin sürekli ve önemli bir bölümünü oluşturmaktadır (53).

Tasarruflarına yatırım alanı arayan kişi ve kurumlar sermaye piyasasında bulunduğu için, devlet tahvilleri sermaye piyasasına arz edilmekte ve bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetler arasında yer almaktadır. Kamu kesiminin, bu güne kadar başarılı biçimde yararlandığı sermaye piyasasının yasal ve yönetsel çerçevesinin yaratılmasında kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesi ve fon kullanım olanaklarını sürdürecekt düzenlemelere gitmesi doğaldır (54). Kamu kesimi sermaye piyasasının en büyük fon talep eden kesimi durumundadır. İster bugün mevcut yasal çerçevede olsun, ister daha iyi ve geçerli yasal düzenlemeler bulunsun, kamu kesiminin sermaye piyasasından büyük fon talep eden ve bu fonu kullanan kesim olması kaçınılmaz bir durumdur.

(53) KEPEKÇİ, s. 12.

(54) Yılmaz KARAKOYUNLU, "Kamu kesiminin Sermaye Piyasasından Bekleyişleri"; Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, (2. Baskı, ODTU, İYSE-TUSIAD, Ankara, 1979), s. 10.

C. Kamı Kurumları

Kamu kurumları olarak sermayesi devlete ait olan Kamu İktisadi Teşebbüsü (K.İ.T.) lerinin gereksinimleri, ilke olarak sosyal sigortalar kurumu ve emekli sandığından karşılamakla birlikte devlet bütçesinden de bir ölçüde karşılanabilmektedir (55). Kamu kesiminin ihraç edeceği tahvillerin tek elden yönetimi amacıyla K.İ.T.'lerin tahvil ihracına anlayış gösterilmemektedir. Ancak önceki yıllarda T.C. Emlak Kredi Bankasının tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir (56). T.C. Emlak Kredi Bankasının tahvil ihracı 1983 yılında da devam etmektedir.

Yakın bir gelecekte, K.İ.T.'lerin tahvil ihracına gitmeleri beklenebilir. Bu yaklaşım, tahvil yoluyla aktarılan tasarrufların kamu tüketim harcamalarında kullanılması yerine, doğrudan doğruya yatırıma yönlendirilmesi gibi çok daha sağlıklı bir uygulama getirecektir (57).

3. Ekonomik Kalkınma Açısından Sermaye Piyasasının Önemi

Sermaye Piyasası ile ekonomik kalkınma arasında sıkı bir ilişki vardır (58). Sermaye piyasası olmadan ekonomik kalkınmaya sağlamak oldukça güçtür. Tasarrufların hisse

(55) YÜKSEL, RODOPLU, s. 63; Zeyyat HATİPOĞLU, "Sermaye Piyasası ve Ekonomik Kalkınma" T.M.U.D.Semineri, İstanbul, 1975. s. 75.

(56) "KİT'lerin Gerçek Yönü", Görüş C.10, S.3 (Mart 1982) s. 5.

(57) KARAKOYUNLU, s. 16.

(58) ÜZGÖREN, s. 224.

senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlere yatırılarak halkın ekonomik kalkınma hareketlerine etkin ve yaygın bir şekilde katılması sermaye piyasasının gelişmesine bağlıdır (59). Sermaye piyasasının kurulup gelişmesi, tasarrufların uzun vadeli menkul kıymetlere yatırılarak değerlendirilmesine olanak sağladığı için, ülkede iç tasarruf düzeyinin yükselmesine de katkıda bulunur (60). Artan tasarrufların da üretken yatırımlara, özellikle, sanayi yatırımlarına dönüştürülmesinde, sermaye piyasası etkili rol oynamaktadır. Çünkü bir ülkenin kalkınabilmesi için tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi gerekmektedir (61). Ancak kişiler tasarruflarını yatırıma dönüştürmeden önce iyi bir araştırma yapmalıdır. Yatırım kararları araştırma yapmadan, geliş güzel veya iyi düşünülmeden verilirse bu tutum ekonomiyi, kararın verildiği zaman etkiliyebileceği gibi, gelecekte de etkileyecektir (62). Çünkü bugünkü yatırım kararları, ekonominin gelecekteki gelişmesinin sınırlarını ve olanaklarını da belirler (63).

Kişiler gelirlerinin bir kısmını tüketim harcamala-

(59) URAS, s. 13.

(60) Öztin AKGÜÇ, "Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler". T.M.U.D. Semineri. İstanbul 1975, s. 34.

(61) Ali NİZAMOĞLU, "Sermaye Piyasası" Para Dergisi, (Ekim 1981), s. 27.

(62) W.J. BAUMOL, The Stock Market and Economic Efficiency. (Fordham University Press. New York, 1965), s. 2.

(63) Doğan BAYAR, Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası, (E.İ.T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1973). s. 23.

rında kullanırlar, bir kısmını da tasarruf ederler. Kişiler tasarruflarını gelecekteki belirsizlikten korunmak amacıyla likid olarak muhafaza edilebildikleri gibi, bazen de menkul kıymetlere de yatırarak daha fazla gelir elde etme amacını güderler.

Kişiler tasarruflarını yatırarak elde ettikleri ek gelirlerini tekrar tüketim için kullandıklarında daha yüksek hayat seviyesinde yaşamlarını sürdürürler. Diğer yandan da yapılan yatırımlar ülkenin gelişmesini ve ekonomik kalkınmanın gerçekleşmesini sağlar (64).

Ülkemizde kişisel tasarrufların, toplam tasarruflar arasında sermaye piyasasına kaynak teşkil etmesi bakımından önemli bir yeri vardır (65). Kişisel tasarrufların sermaye piyasasına aktarılmasında, bankalar ile birlikte bankerlerde etkili olmaktadır.

Sermaye piyasasının kurulup geliştirilmesi, saklanmış fonları ekonomide kullanılmak üzere meydana çıkarır. Dolayısıyla ekonomide daha yüksek seviyede sermaye oluşumunu mümkün kılar (66). Küçük tasarruf sahiplerini tasarruflarını toplayarak yatırıma dönüştüren etkin bir sermaye piyasası varsa, ekonomik kalkınma daha hızlı olacaktır. Sermaye piyasasının gelişmesi, fonların yönetiminin mülkiyet-

(64) TINİÇ, WEST, s. 21.

(65) TÜMER, s. 10.

(66) ÜZGÖREN, s. 225.

ten ayrılmasına ve daha yüksek toplam tasarruf ve toplam yatırım yapılmasına ortam hazırlar.

Sermaye piyasası sayesinde, bir taraftan uzun süreli ve büyük yatırım projeleri, ekonominin diğer sektörlerinden oluşturulan tasarruflar ile gerçekleşme olanağı bulurken, diğer taraftan fonların sahipleri menkul kıymetlere yatırım yaparak gelir elde etme olanağına kavuşurlar (67). Mülkiyet ile yönetimin ayrılması ekonomide fonların daha verimli bir şekilde dağılımını sağlar. Menkul kıymetler için devamlı bir piyasanın varlığı ve yatırım alanlarının seçim hakkının uzmanlaşmış kurumlara bırakılması ile fonlar daha iyi değerlendirilir. Bu suretle etkin bir sermaye piyasasının kurulup işletilmesi ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasında önemli rol oynayacaktır.

III. SERMAYE PİYASASINDA TASARRUF SAHİPLERİNİ YATIRIMA YÖNELTEN ETKENLER

Tasarruf, bireyin parasal gelirinin tüketim için sarf edilmemiş bölümü olarak tanımlanabilir (68). Bir ülkede bir dönemde oluşan tasarrufların kaynağı bireysel ve kurumsal gelirlerdir. Özel kişiler kadar tüzel kişilerin de tasarrufta bulundukları gerçeği gözönünden uzak bulundurulmamalıdır(69).

(67) ÜZGÖREN, s. 225.

(68) Frederick, AMILING. Investments: An Introduction To Analysis and Management. (Prentice-Hall Inc., 1970), s.36.

(69) SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları. s. 14.

Bireysel tasarruflar, kişilerin tasarruf yeteneğine ve tasarruf etme arzusuna bağlıdır (70). Tasarruf yeteneği ise kişinin gelir düzeyi ile yakından ilgilidir. Tüketim harcamalarına ancak yetecek kadar gelir elde eden bireyin, tasarruf etme arzusu dahi olsa tasarruf yeteneğinin bulunmayacağı bir gerçektir.

Bir ekonomide kişilerin yatırım amaçları, gelecekteki gelirlerini arttırmak için mali olanaklarını yatırımlara yöneltmek olarak algılanabilir (71). Ancak, enflasyon hızının yüksek olduğu ve aynı zamanda gelir düzeyinin düşük olduğu gelişen ekonomilerde, tasarruf sahiplerinin yatırım amaçları farklılık göstermektedir (72). Kişilerin yatırım amaçları içinde bulundukları durumlara göre değişmektedir. Bunun için de öncelikle tasarruf sahiplerinin içinde bulundukları durumları incelemek gereklidir.

1. Tasarruflarının miktarı, az, orta veya oldukça fazla olanlar,
2. Tasarruf sahibinin mesleği ve gelir çeşidi,
3. Tasarruf sahibinin likidite durumu,

(70) Ralph E. BADGER, Torgerson W. HAROLD, Guthmann. G. HARRY, Investment Principles and Practices. (Prentice-Hall Inc. New Jersey 6. Baskı, 1969), s. 4.

(71) George W. DOWRIE, Douglas R. FULLER, Francis J. CALKINS, Investments. (John Willey and sons. Inc., New York, 1960), s. 15.

(72) Akın, İLKİN, "Farklı Yapılardaki Tasarruf Sahiplerinin Seçecekleri Yollar Farklıdır." Milliyet, (31 Ağustos 1980), s. 6.

4. Tasarrufun getireceği gelirin aile bütçesindeki yeri
5. Tasarruf sahibinin parasını enflasyona karşı korumak isteyip istemediği,
6. Tasarruf sahibinin yaş durumu,
7. Tasarruf sahibinin gelirinin kendine, normal bir yaşam düzeyi sağlayıp sağlamadığı,
8. Tasarruf sahibinin gelecekteki gelir durumu hakkındaki düşünceleri,
9. Tasarruf sahibinin gelir vergisi mükellefi olarak durumu,
10. Tasarruf sahibinin eğitim durumu,
11. Tasarruf sahibinin ekonominin gidişi hakkındaki fikirleri,
12. Tasarruf sahibinin sosyal konulardaki düşünceleri,
13. Tasarruf sahibinin yerleşim yeri.

Yukarıda görüldüğü gibi her tasarruf sahibinin farklı nitelikler taşıması, ve farklı durumlarda bulunması, tasarruf sahiplerinin yatırım amaçlarındaki etkenlerin farklılaşmasını ortaya çıkarmaktadır.

1. Kişisel Etkenler

A. Yatırımcının Bilgisi ve Zamanı

Kişilerin yatırım amaçlarını belirleyen önemli etkenlerden birisi de, kişilerin ticari ve finansal konular-

daki bilgisi ve araştırma için ayırabileceği zamandır (73). Kişilerin ekonomik konulardaki düşünce ve davranışları, eğitim düzeyine ve bilgisine bağlıdır. Finansal konularda yeterince bilgisi olmayan bir kişi menkul kıymetlerle ilgili bir araştırma yapıp bunları değerlendiremeyecektir. Bu suretle menkul kıymetlere yatırım yapmaktan çekinecek veya bilgisi dışında bir yatırım yapma yoluna gidecektir. Bazı kişiler finansal konularda yeterince bilgili olsalar bile zamanları sınırlı olduğundan bir araştırmaya girişemeyeceklerdir. Bir iş adamı bile kendi işletmesinin sorunları ile ilgilenirken menkul kıymetini satın alacağı şirkete ilişkin araştırmaya zaman ayıramaz (74).

B. Yatırımcının Yaşı ve Sağlık Durumu

Kişinin yaşı ve sağlık durumu yatırım amacını etkilemektedir. Genç bir tasarruf sahibi geleceğini garanti altına almak ve sahip olduğu varlıkları artırmak amacıyla yatırım yapabilir. Sağlığı pek iyi olmayan ve üstelik yaşlı bir tasarruf sahibi ise elindeki parayı nakit veya hemen nakte çevrilebilir halde tutmak isteyebilir. Bazı kişilerde yaşları ilerlediği için aşırı heyecan altında yaşamak istemezler, bunlar da riski az olan menkul kıymetlere yatırım yaparlar.

(73) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s.4.

(74) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s.4.
Edward E. WILLIAMS. M. Chapmon FINDLAY. III. Investment Analysis, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1974), s. 45.

2. Finansal Etkenler

Tasarruf sahipleri büyük fedakarlıklar ile elde ettikleri mali olanaklarını yatırımlara yönlendirirken üç hususa önem vermektedir. Bunlardan birincisi var olan sermayelerini korumak, ikincisi sermayelerinde bir değer artışı sağlamak, üçüncüsü ise sermayelerinden tatminkar bir gelir elde etmektir.

A. Sermayeyi Koruma İsteği

Yatırılan sermayeyi, bütün dünya ülkelerinde olduğu gibi ülkemizde de olumsuz yönde etkileyebilecek etmen, sürekli enflasyon olayıdır (75). Günümüzde hızlı enflasyon nedeniyle para gün geçtikçe değerini yitirmektedir. Diğer taraftan tasarruf edilen miktarlar karşılığında elde edilen faiz gelirleri çoğu zaman enflasyon artış hızının üstüne çıkmadığından tasarruf sahipleri devamlı gelir kaybına uğramaktadır. Bu olay da satın alma gücünün kaybolmasına yol açmaktadır.

Tasarruf sahipleri sermayelerini korumak için enflasyon hızının üstünde gelir getiren gayrimenkul ve menkullere yatırım yapma amacını güderler. Ancak ülkemizde enflasyon oranı yüksektir. Bu nedenle enflasyon oranının üzerinde gelir getiren menkul kıymetler sınırlıdır. Enflasyon döneminde sermayenin korunması amacıyla gayrimenkullere de ya-

(75) AKGÜÇ, "Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları", s. 29.

zırım yapılabilir. Genellikle enflasyon dönemlerinde gayrimenkuller gerçek değerlerini koruyabilmektedir (76). Ancak bu günün özel koşulları Türkiye'de bu olanağı **azaltmak**ta hatta ortadan kaldırmaktadır.

Tasarruf sahipleri sermayelerini koruma isteği ile yatırımlarını seçerken kendi durumlarına göre bazı faktörleri de gözönünde bulunduracaklardır. Bu faktörlerden güvence, maksimum gelir, likidite yüksekliği, menkul kıymetin alım satım kolaylığı ve menkul kıymeti saklama kolaylığı, tasarruf sahibinin durumuna göre ağırlık kazanacaktır (77).

B. Değer Artışı Sağlama İsteği

Yatırımcılar sermayelerini artırma amacını güttüklerinde değer artışı sağlayan yatırımlara yöneleceklerdir. Değer artışı sağlama riskli bir amaçtır. Değer artışını sağlamak için enflasyon oranının üzerinde değer artışı veya gelir getiren menkul ve gayrimenkullere yatırım yapmak gereklidir.

Gelirden çok yatırılan sermaye miktarında artış isteniyorsa değer artışı gösteren hisse senetleri seçilir (78). Ancak tahvillere yapılan yatırımlarda bir değer artışının gerçekleşmesi söz konusu değildir.

(76) "Enflasyonun Hızı, Net Faizin Altına Düşmediği Sürece Tasarruf Gerçek Değerinden Kaybeder". Milliyet Gazetesi. (24 Ağustos 1980), s. 6.

(77) İLKİN, s. 6.

(78) BÜKER, Hisse Senetlerine Değerleme Yöntemleri, s.5.

Bununla birlikte gayrimenkullere yatırım yapılarak da değer artışı sağlanabilir. Toprak değeri artışı sağlayabilecek alanlara, örneğin yeni iskan alanı olabilecek, turizme açılacak yerler, arsalar aranıp bulunduğu ve bunlara yatırım yapıldığında değer artışı sağlamak mümkündür (79).

C. Devamlı Gelir Elde Etme İsteği

Yatırım amaçlarını etkileyen önemli bir etken, yatırımcının yatırımlarından devamlı ve belirli bir yatırım geliri sağlama isteğidir(80). Artan hayat pahalılığı karşısında aile bütçesini denk getirme olanağını yitiren tasarruf sahibi aile bütçesini denkleştirmek için belirli bir miktar gelire gereksinme duyacaktır. Bu durumda tasarrufu ile bir ek gelir temin etme yolunu arayacaktır. Yeni maksimum gelir ve güvence etkenleri ağırlık kazanacaktır. Aile bütçesindeki açık miktarına göre hisse senedi, tahvil, mevduat sertifikası alımına yönelecektir. Ek gelir elde etme isteğinde enflasyona karşı korunma etkeni geri planda kalmış, ailenin geçim sorunu herşeyin önüne geçmiştir.

(79) "Enflasyon Hızı, Net Faizin Altına Düşmediği Sürece Tasarruf Gerçek Değerinden Kaybeder". Milliyet Gazetesi. (24 Ağustos 1980), s. 6.

(80) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s. 5.

İ K İ N C İ B Ö L Ü M

SERMayE PİYASASININ ARAÇLARI

I. SERMAYE PİYASASININ TEMEL ARAÇLARI OLARAK MENKUL KİYMETLER

Sermaye piyasasında arzla talebin karşılaştırılmasında yararlanılan temel belgeler, menkul kıymetlerdir (1). Menkul kıymetler, devlet ya da özel sektör tüzel kişileri tarafından çıkarılan ve sahiplerine, bunları çıkartan müessesenin mal varlığına katılma veya alacak hakkı veren ve devri mümkün olan senetlerdir (2).

2499 nolu sermaye piyasası kanununun 3 üncü maddesine göre "menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayarak, belli bir mablağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetler" olarak tanımlanmıştır.

Ancak bir senetin menkul kıymet olabilmesi için bazı şartları taşıması gerekmektedir (3).

1. Bir senetin menkul kıymet olabilmesi için, parayla ifade edilebilir ve değişimde kullanılabılır bir değeri olması gerekir.

(1) YÜKSEL, RODOPLU, s. 83.

(2) KOTAR, s. 5.

(3) Ünal TEKİNALP; "Yeni Sermaye Piyasası Yasası Konulu Seminer", E.İ.T.İ.A. Eskişehir. (9 Nisan 1982).

2. Gelir getirmesi; Belirli bir dönem içinde yatırılan sermaye için, kâr payı, faiz gibi gelir getirmesi gerekmektedir.

3. Para piyasası aracı olmayıp sermaye piyasası aracı olması gerekmektedir; Çek, bono, poliçe, gibi ödeme aracı olmamasıdır.

4. Uzun dönemi kapsamaması, bir yatırım amacıyla alınması ve satılması gerekmektedir.

İşletmelerin, devletin veya bireylerin başka ekonomik bireyler üzerindeki alacak veya ortaklık haklarının kanıtlayıcısı durumunda bulunan menkul kıymetler, fon gereksinmesi duyan işletmelerce belirli kurallara uygun olarak çıkarılarak fon sahiplerine satılır. Menkul kıymetleri elinde tutanlar için menkul kıymetler finansal aktifleri, piyasaya sürenler için ise finansal borçları gösterir (4).

İşletmeler, gelişmiş ekonomilerde bile, yalnızca ortaklarının yatırdığı sermaye ve dağıtılmayan kârlardan oluşan öz kaynaklarla, hızlı bir büyümeyi çoğu kez gerçekleştirememektedir. Bu durumda yeniden hisse senedi çıkarma yoluna baş vurmakta ya da tahvil çıkarma yoluyla işletme dışı tasarraf kaynaklarına başvurma zorunda kalmaktadırlar.

1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri sermaye piyasasının en önemli araçlarından-
dandır. Günümüzde anonim şirketlerin sayısı gittikçe artmak-

(4) James VAN HORN, Function and Analysis of Capital Market Rates, Foundations of Finance Stress, (Prentice Hall Inc., New Jersey, 1970), s. 2.

tadır. Ayrıca işletmelerin öz sermayelerinde de büyük çoğalma görülmektedir. Bununla orantılı olarak da, tedavüle çıkarılan hisse senetlerinin sayısında önemli artmalar kaydedilmektedir (5). Hisse senetlerine modern finansman aracı gözüyle bakılmaktadır. Hisse senetleri, sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, genellikle banka konsorsiyumu aracılığı ile çıkarılmaktadır. Her hisse senedi sahibi işletmenin paydaşı olmakta ve kârdan pay almaktadır. Bu nitelikleriyle hisse senetleri, sermaye şirketlerinde pay sahiplerinin, sermaye payları üzerindeki tasarruf hakkını temsil eden belgeler niteliğindedir (6).

"Hisse senetleri, anonim ve hisseli komandit şirketlerde payları temsil etmek üzere şirketçe düzenlenen şekil şartına tabi, kıymetli evrak niteliğinde belgeler" olarak tarif edilebilir (7). Hisse senetleri hamiline veya ada yazılı olur (8).

A. Hisse Senetlerinin Türleri

a) Ada Yazılı Hisse Senetleri, Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

aa) Ada Yazılı Hisse Senetleri

(5) Fırat ÖZTAN, Kıymetli Evrak Hukuku, (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976), s. 838.

(6) YÜKSEL, RODOPLU, s. 82.

(7) Hayri DOMANIÇ, Kıymetli Evrak Hukuku, (İstanbul, 1975), s. 520.

(8) 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, (R.G. 9 Temmuz 1956, S. 9353), Md. 409.

Hisse senetleri hamiline veya ada yazılıdır. Ana sözleşmede tersine hüküm bulunmadıkça hisse senetlerinin ada yazılı olması gerekir (9). Bedellerinin hepsi ödenmemiş paylar için hamiline yazılı hisse senetleri veya belgeler çıkarılamaz (10).

Mal karşılığı çıkarılan hisse senetlerinin başkalarına aktarılmalari yasağının gerçekleşmesi için, bu çeşit hisse senetlerinin de ada yazılı olması gerekir. Kanuni süre dolduktan sonra, sözleşmede açıkca belirtilmiş olmak kaydıyla ada yazılı hisse senetlerinin hamiline yazılı hisse senetlerine çevrilmesi mümkündür (11).

7 bb) Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

T.T.K.'nın 409 uncu maddesinin hükmü, payların tedavül kabiliyetini kolaylaştırmak için "hamiline muharrer" hisse senedi çıkarılabileceği esasını kabul etmiş bulunmaktadır.

Hamiline yazılı hisse senetleri, ortakların yatırımlarını akışkan hale getirilmesine imkan verdiğiinden hisse senetleri piyasasının ve buna bağımlı olarak sermaye piyasasının gelişmesinde çok önemli rol oynarlar.

(9) BAYAR, BÜKER, s. 157.

(10) T.T.K. Md. 409.

(11) BAYAR, BÜKER, s. 158.

B. Hisse Senetlerinin Sağladıkları Hakların Nitelik ve Derecelerine Göre Sınıflandırılmaları

Hisse senetlerini, şirketin yönetim ve denetimi, şirketin varlıkları ve kâr üzerine ortaklara sağladığı hakların nitelik ve derecelerine göre de sınıflandırılabilir (12).

a) Adi Hisse Senetleri

Anonim şirket statüsündeki kuruluşlarda, kâr payının dağıtılmasında ve tasfiyeye gidildiği hallerde varlıkların dağıtılmasında ve benzer hususlarda ortaklar arasında farklı bir durum yaratmayan hisse senetlerine adi hisse senedi adı verilir. Adi hisse senetleri anonim şirket statüsündeki kuruluşlarda öz sermayeyi temsil ettiklerinden bu kuruluşlar için zorunlu finansman aracıdır (13).

b) İmtiyazlı Hisse Senetleri

Ana sözleşme ile kâr payı ve tasfiye halindeki şirket varlığının dağıtılmasında, gerek başka hususlarda, öteki hisselerden farklı bir durum yaratan hisse senetlerine imtiyazlı hisse senedi denir.

İmtiyazlı hisse senetleri tasfiye varlıklarında imtiyazlı ve kâr payı dağıtımında imtiyazlı olmak üzere genellikle iki özellik gösterir.

(12) BAYAR, BÜKER, s. 159.

(13) Meral TECER, İşletmelerde Sermaye Maliyeti, (Ankara, 1980), s. 31.

2. Tahviller

A. Tahvillerin Tanımı ve Önemi

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde işletmelerin uzun vadeli yabancı kaynak sağlamak için başvurdukları başlıca yollardan biri tahvil çıkartmaktır. Ülkemizde de özellikle 1970'ten itibaren büyük işletmeler, bu olanaktan yararlanmaya başlamıştır (14).

Tahvil, Ticaret Kanunumuzda "Anonim Şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri" olarak tanımlanmıştır (15).

Ülkemizde tahvil çıkartarak sermaye piyasasından fon sağlama olanağı, tanımdan da anlaşıldığı üzere yalnız anonim şirketlere tanınmıştır. Ayrıca bazı iktisadi devlet teşekkülleri, anonim şirket statüsünde olmasalar dahi özel kanunların vermiş oldukları yetkiye dayanarak tahvil ihraç edebilmektedir.

Tahviller esas itibariyle sahiplerine belirli bir faiz geliri sağlar. Hem kamu hem de özel sektör kuruluşları bu finansman aracından yararlanır.

Bir işletmenin, çıkardığı tahvilleri satın olarak işletmeye fon sağlayan kimselere karşı işletmelerin sorumluluğu,

(14) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 572.

(15) T.T.K. Md. 420.

genellikle borç almış bir kimsenin sorumluluğunun aynıdır. Bu sorumluluk, öngörülen tarihte borcun ana parası ve borcun varlığı süresince paranın kullanılması karşılığı olan faizi ödemek zorunluluğudur (16). Ana para ve faiz ödemeleri, işletmenin faaliyet sonuçları ne olursa olsun işletme için her dönem ödennesi gereken bir değişmez yazılı nominal değer, yine tahvilin üzerinde yazılı vade tarihinde, ya da önceden belirlenen koşullarla altı aylık ya da yıllık taksitler halinde geri ödeneceği taahhüt edilmektedir. Faiz oranları da tahvilin üzerinde yazılı bulunmakta, faiz gelirleri üç, altı aylık olarak ödenmektedir (17).

Tahvillerin vadelerinin uzunluğu bakımından bir ekonomiden diğerine ve belli bir ekonomideki sanayii dalları arasında farklılıklar bulunmaktadır. Tahviller genellikle beş yıl ve daha uzun vadeli olarak çıkarılmaktadır. Ancak ülkemizde son yıllarda çıkarılan özel sektör tahvillerinde satıştan itibaren iki yıl geçmiş olma koşuluyla istenildiğinde paraya çevrilme garantisinin giderek yaygınlaştığı görülmektedir. Devlet tahvillerin de ise belirli bir sürenin geçmesi söz konusu olmayıp istenildiğinde paraya çevrilmesi olanağı mevcuttur.

(16) YÜKSEL, RODOPLU, s. 91.

(17) TECER, s. 13.

B. Tahvillerin Yarar ve Sakıncaları

a) Tahvillerin Yararları

Bir kredi aracı olan tahvilin ülke ekonomisine, sosyal adalete, borç para alan ve veren taraflara önemli yararları vardır (18).

1. Tahvilin ülkenin kalkınmasında en önemli rolü sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmesi ve bu yoldan bir araya gelen küçük sermaye birikimlerinin sanayi, ticaret ve ziraata kanallize edilmesidir.

2. Tahvil çıkarma yoluyla fon temin etmede, tahvilin alıcıları genellikle küçük tasarruf gruplarıdır. Kişiler genellikle tek başlarına yeterli bir sermayeye sahip olamazlar ve birbirini tanımazlar. Bu bakımdan geniş halk kitlesinin elinde bulunan küçük tasarrufların bir araya getirilmesi ve yeterli bir güç halinde işletmelerin kullanımına sunulması tahviller aracılığıyla önemli ölçüde gerçekleşmektedir.

3. Tek başına bir sermaye gücünü oluşturamayan küçük sermaye parçalarının tahvil yoluyla bir araya gelmesi sermaye yetersizliği sebebiyle gelişemeyen, sanayi, ziraat iç ve dış ticaretin büyümesine dolayısıyla ülke ekonomisinin gelişmesine hizmet eder.

(18) DOMANIÇ, s. 645.

4. Tahvil masrafları ile faizleri, kurumların yıllık kârının vergi matrahından gider olarak düşüldüğünden, tahvil faizleri kurumlar vergisi matrahını azaltıcı nitelikteki giderlerden sayılmaktadır. Diğer yandan masraf yazılabilen tahvil faizleri ile, maliyetler de nispeten düşük olmakta, hayat pahalılığının etkisi azalmakta ve bütün neticeler ülke yararına olmaktadır.

5. Tahvil yoluyla finanslamada, kurumlar daha az faiz ödemekte ödedikleri faizleri gider yazabilmekte ve dolayısıyla açıktan ödedikleri tefeci faizin giderilmesi için zorunlu olarak başvurulmuş vergi kaçakçılığından kurtulunmakta, kanunsuz kazanç yolu olan tefecilik azalmakta ve vergi kaynakları artmaktadır (19).

6. Tahviller borç para veren kişilere, sağladıkları faizler yolu ile, memur, işçi ve köylü gibi kişilerin de, daha iyi kazançlı bir meslek dalı olan sanayi ve ticaretten gelir sağlamasını, dolayısıyla sosyal adaleti temin eder.

7. Tahvil çıkarma yoluyla temin edilen fonlar genellikle beş on senelik vadelere bağlı bulunduğundan bu yöntemle fon temin etme işletmeler için yararlıdır. Tahvil yoluyla fon sağlayan işletme, her üç beş ayda bir vadesi gelen bonoları karşılama külfetinden ve pul masraflarından kurtulmuş, banka kredilerine nazaran daha ucuz ve daha rahat fon temin etmiş olur.

8. İşletmelerin toplam sermayesi üzerinden gerçekleştirildiği kârlılık oranı tahvil faiz oranından yüksek olduğu sürece tahvil sermayesi tıpkı bir kaldıraç etkisiyle öz sermayeye düşen kârları arttırmış olur. Eğer ortaklar yeni borçlanmanın işletmenin finansman riskini yükselttiği kanısında değillerse pay senetlerinin piyasa fiyatlarının, dolayısıyla işletmenin piyasa değerinin yükselmesi sağlanabilecektir (20).

9. Tahvil yoluyla fon sağlama işletmeye yeni ortakların katılmasını ve yönetimin yeni ortaklarla paylaşılmasını gerektirmez. Ayrıca ülkemizde tahvil sermayesi öz sermaye gibi işlem görmekte ve yatırım indirimi istisnalarından yararlandırılmaktadır (21).

10. Tahviller genellikle taşıyana yazılı olduklarından, ülkemizde bazı aile şirketleri tahvil çıkararak bunları satılmış gibi gösterip gerçekte ortaklarına dağıtmakta ve böylece vergisi ödenmeyen gelirler işletmede alıkona-bilmektedir (22).

11. Enflasyon hızının yüksek olduğu ülkelerde genellikle nominal para birimleriyle yapılan geri ödeme bağlantıları tahvillerin işletmelere olan gerçek maliyetlerini yok

(20) TECER, s. 16.

(21) 5422 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, (R.G. 10 Haziran 1949, S.7229) Md.8. Ancak Bu Kanun 192 Sayılı Kanunla 30.12.1960 1999 Sayılı Kanunla 18.2.1963, 903 sayılı kanunla 13.7.1967, 2362 sayılı kanunla 24.12.1980, 2573 Sayılı Kanunla 31.12.1981 tarihlerinde değişikliğe uğramıştır.

(22) TECER, s.16; YÜKSEL, RODOPLU, s. 91.

denecek düzeye indirmekte ve işletmeler ucuz maliyetle fon temin etmektedirler.

b) Tahvillerin Sakıncaları

Yukarıda görüldüğü gibi tahviller, işletmeler, kamu ve tasarruf sahipleri açısından bir çok yararlar sağlarsa da, devletin olumlu müdahalesi bulunmadığı takdirde, bu yararların bir kısmı kaybolduğu gibi, önemli sakıncaları da ortaya çıkmaktadır.

1. Enflasyonist dönemlerde, enflasyonist şartlar tasarruf sahiplerini zarara sokmakta, tahvil çıkarma yoluyla fon sağlayan işletmeler menkul ve gayrimenkuller satın almakta haklı kazançlarına ilaveten sosyal adalet yönünden haksız kazançlarda sağlamaktadır.

2. Türkiye gibi para değerinin devamlı olarak düştüğü enflasyonist ortamlarda tahvil sahipleri büyük sermaye kaybıyla karşı karşıyadır. Beş on sene gibi uzun vadelerle çıkarılan tahviller her yıl iyi bir faiz sağlamalarına rağmen ana para zamanla değerini kaybetmekte, vadenin sonunda tahvil sahibinin eline geçecek sermaye satın alma gücünün çoğunu yitirmiş olmaktadır. Ancak enflasyon dönemlerinde tahvilin küçük tasarruf sahiplerine sağladığı yararlar bir nebze de olsa vardır. Zira tasarruf sahibi tahvil almamış olsaydı elindeki tasarrufunu bankada muhafaza edecek ve enflasyondan daha fazla etkilenecekti.

3. Tasarruflar sahipleri tahvil almakla iyi bir yatırım veya çok iyi bir yatırım yapmamış, fakat enflasyonun getirdiği kötü şartlardan bir ölçüde korunmuştur.

4. Tahvil çıkarımına ilişkin işlemler ve bu işlemlerin aldığı zaman, ve giderlerin fazla oluşu tahvil çıkarılmasını güçleştirmektedir. Küçük işletmelerin bu finansman aracından yararlanmaları büyük ölçüde zorlaşmaktadır.

5. Ekonomik koşullarda önceden tahmin edilemeyen olumsuz bir takım gelişmeler sonucu işletmenin kârlılık ve likidite durumu sarsılabilir. Tahvil ana para ve fon ödemelerinin bu dönemlere rastlaması işletmenin mali yükünü ağırlaştırır (23).

6. Tahvil çıkarılmasıyla sağlanan sermaye borç niteliğinde olduğundan işletmenin borç/özsermaye oranını yükseltici yönde etki yapmakta, işletmenin öz sermaye miktarı artmadığı sürece işletmenin başka kaynaklardan borçlanma olanağı kısıtlanmaktadır (24).

7. İşletmenin toplam kârlılığının tahvil faiz oranlarının altında kaldığı dönemlerde kaldıraç etkisi tersine işleyecek öz sermayenin kârlılığı azalacak buna bağlı olarak işletmenin piyasa değeri düşecektir (25).

(23) J. Fred WESTON and Eugene F. BRIGHAM, Managerial Finance, (A Holt International Edition From The Dryden Press, Fifth Edition, London, 1976), s. 321.

(24) WESTON, BRIGHAM, s. 329.

(25) WESTON, BRIGHAM, s. 324.

Sermaye piyasasının kurulup gelişmesini, ülke ekonomisinin kalkınmasını, sağlamak gibi önemli rolü olan tahvillerin, güvenceli olarak daha geniş tasarruflu kitlesine sunulması gerekmektedir. Bunun için çıkarılacak tahvillerin ipotek, rehin, banka ve holdinglerin kefaletine bağlanması ve böylece iflas, konkordato ve diğer temerrüt hallerinin doğurabileceği sakıncaların önlenmesi gerekmektedir (26).

C. Tahvil Türleri

Çıkarılış kaynağı bakımından tahviller, özel sektör tahvili ve devlet (hazine) tahvili olmak üzere ikiye ayrılır.

a) Özel Sektör Tahvilleri

Özellikle sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde uygulamada tahviller çeşitli şekiller almışlardır (27). Anonim şirketler, halkın ilgisini çekebilmek, tahvil ihracında başarılı olabilmek için tahvil sahiplerine alacak hakkına ve faiz gelirlerine ek olarak ilave haklar, olanaklar ve güvenceler sağlamaktadır. Bu nedenle, primli tahviller, ikramiyeli tahviller, teminatlı tahviller, indeksli tahviller, hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller, hisse senedine çevrilebilir, tahviller, kâra katılma hakkı veren tahviller, gibi çeşitli tahvil türleri geliştirilmiştir.

(26) DOMANIÇ, s. 648.

(27) YÜKSEL, RODOPLU, s. 95; TECER, s. 17.

aa) Aktarma Biçimlerine Göre Tahvil Türleri

Aktarma biçimlerine göre tahvil türleri ada yazılı ve taşıyana yazılı olmak üzere ikiye ayrılır (28).

aaa) Ada Yazılı Tahviller

Ada yazılı tahvillerin üzerinde hakiki şahısların ad ve soyadı ile tüzel kişilerin ticaret ünvanlarını taşıyan ifadeler bulunur. Ada yazılı tahvillerin aktarılması için yazılı bir aktarma bildirisine ihtiyaç vardır. Bu bildiri, senedin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir kağıt üzerine de yazılabilir. Aktarmanın tahvil defterine de işlenmesi gerekir (29).

Tahvillerin ada yazılı olarak çıkarılması işletmeler açısından tahvil sahiplerinin kimliğinin dolayısıyla işletmenin borçlu olduğu şahısların bilinmesini olanaklı kılar. Tahvilleri elinde bulunduranlar açısından ise de ada yazılı bir belge yararını sağlamaktadır. Tahvillerin ada yazılı olması, kaybolmasında sorunlar çıkarmamaktadır. Bu bakımdan kişilerin tahvillerini kaybolmasında tahvil sahibi olduğunu kanıtlaması kolaylaşmaktadır.

bbb) Taşıyana Yazılı Tahviller

Taşıyana yazılı tahviller, alacaklısı belli olmayan senetlerdir. Bu nevi tahviller için asli zilyetliğin nakli

(28) T.T.K. Md. 425.

(29) Mehmet OLUÇ, İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, (İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1978), s. 545.

gerekli ve yeterlidir (30).

Taşıyana yvzılı tahviller el değıştirmekle sahip değıştirilebilen tahvillerdir. Bu tahvillerin aktarma ve başkası üstüne çevrilebilme kolaylığına karşılık, kaybolma ve çalınma hallerinde, kaybeden ve kaldırmanın bunu kanıtlama zorunluluğı vardır (31).

Taşıyana yazılı bir tahvilin ada yazılı, ada yazılı tahvilin taşıyana yazılı hale getirilebilmesi için tahvil sahipleri genel kurulu ve şirket yönetim kurulu arasında bir anlaşmaya varılması gerekmektedir.

bb) Güvence Durumlarına Göre Tahvil Türleri

Güvence durumlarına göre tahviller teminatlı ve teminatsız olmak üzere iki gruba ayrılabilirler (32).

aaa) Teminatlı Tahviller

Anonim şirketler, özel teminata sahip tahviller çıkarabilmektedirler (33). Bu tür tahvillerde, işletmenin sahip olduğu arazi, binalar, makine ve donanım gibi duran varlıkların bir kısmını ya da tümünü ödeme yükümlülükleri karşılığında teminat olarak göstermektedirler (34). İşlet-

(30) T.T.K. Md. 559..

(31) BAYAR, BÜKER, s. 187.

(32) DOMANIÇ, s. 674.

(33) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 573.

(34) TECER, s. 18.

me faiz ve ana para borcunu ödemez, veya ödeyemez hale gelirse, tahvil sahipleri güvence olarak gösterilen rehin veya ipotekli malı satarak alacaklarını tahsil ederler. Eğer bunlar borcun ödenmesine yetmezse, şirketin öbür mallarına veya ileride elde edeceği gelirden alacaklıların alacakları ödenir (35).

Öte yandan uygulamada sık sık görüldüğü gibi bankalar, holdingler ve bazen devlet, ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde, asıl borçlu şirketin yanı sıra garantör sıfatıyla teminat vermektedirler (36). Bu tür tahvillerin çıkarılması, tasarruf sahiplerine tasarruflarının değerlendirilmesinde daha yüksek güvence sağlar. İşletmeler de bu tür tahvil çıkararak tahvillerini satmada kolaylık sağlar. Özellikle ülkemizde banka teminatlı tahviller uygulama alanı bulmuştur (37). En fazla tahvile teminat veren banka Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankası (TSKB) ve İş Bankası olmuştur. TSKB'nin teminat verdiği tahvil tutarının halka arz edilen özel şirket tahvillerine oranı % 14 İş Bankasının % 13,5 olmuştur (38).

bbb) Teminatsız Tahviller

Ana para ve faiz ödemeleri için herhangi bir teminat

(35) BAYAR, BÜKER, s. 190.

(36) TECER, s. 18.

(37) AKGÜÇ. Finansal Yönetim, s. 573.

(38) Bülent ATUK, "Türkiye'de Tahvil-Piyasası", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, (Temmuz 1974), s. 34.

gösterilmeksizin, tamamen işletmelerin piyasadaki itibarına dayanarak çıkarılan tahvillerdir (39). Bu tür tahviller her ne kadar teminat gösterilmeden çıkarılmış ise de aslında şirketin tüm gayrimenkul ve menkul malları bu tür tahviller için genel bir güvence niteliğindedir.

Teminatsız tahvillerin, teminatlı tahvillere nazaran daha güç satılabileceği sanılırsa da, Avrupa ülkelerinde ve Amerika 'da bir çok şirketin teminatsız tahvilleri kolaylıkla ve yüksek pazar değerleri ile sattıkları gözlenmiştir (40). Ülkemizde de son yıllarda teminatsız çıkarılan tahvil miktarında bir artma gözlenmektedir.

cc) Temin Ettikleri Haklar Bakımından Tahvil Türleri

Temin ettikleri haklar bakımından tahvilleri, sadece faiz getiren, primli, ikramiyeli, kâra katılma hakkı veren, hisse senedine çevrilebilir, hisse senedi satın alma hakkı veren, vergi bağışıklığı sağlayan ve indeksli olmak üzere birçok türlere ayırıp incelemek olanaklıdır.

aaa) Sadece Faiz Getiren Tahviller

Tasarruf sahiplerinin amaçlarından biri de parasını iyi bir faiz karşılığında işleterek, sürekli bir gelir elde etmektir. Tasarruf sahipleri çoğunlukla bu yüzden ya-

(39) J.Fred WESTON and Eugene F.BRIGHAM, Essentials of Managerial Finance, (The Dryden Press, 1977), s. 323.

(40) BAYAR, BÜKER, s. 190.

tırım yaparlar. Tahvil çıkaran işletmenin amacı ise, uygun faizle uzun süreli fon temin etmektir. İlk tahviller tarafların bu amacına uygun olarak sadece faiz karşılığı kredi senetleri olarak ortaya çıkmıştır (41).

Sadece faiz karşılığı çıkarılan tahvillerden alacaklı belirli sürelerde faiz alır ve sürelerin sonunda da ana parasını tahsil eder, alacaklının başka mali yararı ve ayrıcalığı yoktur.

bbb) Primli Tahviller

Kredi hacminin daralması ve tahvil çıkaran işletmelerin çoğalması sonucu, tahvil piyasasında rekabet başlamıştır. İşletmeler çıkaracakları tahvilleri satabilmek için çeşitli teşvikler aramışlardır. Bu teşviklerin sonuçlarından biri olarak da primli tahviller ortaya çıkmıştır.

Primli tahvil çıkaran şirket, tahvillerine yatırım yapan kişilere satış anında veya geri ödeme tarihinde faize ek olarak bir prim ödemeyi öngörmüştür (42). Tahvilin nominal değerinin altında satışa sunulması ve nominal değerle geri ödeneceğinin belirtilmesi halinde "ihraç primi" sözkonusudur (43). Geri ödeme tarihinde tahvilin, nominal değerinin üzerinde ve satışa sunulduğu tarihte belirlenen

(41) DOMANIÇ, s. 676,

(42) SAKIRAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 49.

(43) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 573.

bir bedelle geri ödeneceğinin belirtilmesi halinde ise "itfa primi" sözkonusudur.

İtfa primli tahvil genellikle, vade tarihinden önce tahvilin geri ödeme hakkını şirkete vermek amacına dönük olarak çıkarılır. Gelecekte faiz oranlarında düşme olacağını bu günden hesaplayan şirketler, itfa primi saptayarak tahvil çıkarır. Şirket vade tarihinden önce geri ödemeye gitmesi halinde bu primle tahvili ödeyeceğini ilan eder (44).

Türk hukukunda nominal değerden aşağı bir bedelle tahvil çıkarma yolu ile primli tahvil ihracı, 15 Ekim 1982 tarih 17829 sayılı Resmi Gazetede ki Merkez Bankasının Tebliği ile 1 Ekim 1982 tarihinden itibaren serbest bırakılmıştır. Ancak bu tür tahvil ihracı, ihraç primi ile yapılabilmekte bu da tahvillerin nominal değerine göre en çok % 5 olabilmektedir.

ccc) İkramiyeli Tahviller

Tasarruf sahiplerinin tahvillere karşı talebini arttırmak için, bazen tahvil sahiplerine faiz yanında ikramiyede verilebilir (45). Önceden saptanan bu ikramiyeler kura çekilmesi yoluyla kazanan tahvil sahiplerine dağıtılır (46).

(44) SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 50.

(45) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 573.

(46) DOMANIÇ, s. 677.

Ancak T.T.K. 421 inci maddesinden anlaşıldığı üzere, Türk hukukunda prensip olarak kabul edilen ikramiyeler 7.12.1974 tarihli Merkez Bankası tamiminin birinci maddesiyle sınırlandırılmıştır. Ayrıca ülkemizde ikramiyeli tahvil çıkartılmasına da rastlanmamıştır (47).

ddd) Kâra Katılma Hakkı Veren Tahviller

Anonim şirketler, satışta kolaylık sağlamak amacıyla şirket kârına iştirak etme olanağını sağlayan tahviller çıkartabilirler (48). Kâra Katılmalı tahvillerin verimi sabit bir gelir niteliğinde olmayıp kâr edilme koşuluna bağlı olarak, kârdan da belirli bir pay alan tahvillerdir (49). Batı ülkelerinde kâr paylı tahvil çıkarımı genellikle kullanılan bir yoldur. Kâr paylı tahvil çıkaran işletmeye yeni ortakların girmesini önlerler ve çıkardıkları tahvilleri de kolaylıkla satarlar (50).

Batı uygulamasında oldukça sık görülen kâra iştirakli tahvil, Türk hukuk sisteminde de düzenlenmiştir (51).

"Tasarruf sahiplerinin iktisadi faaliyetlerden daha geniş bir şekilde yararlanmasını sağlamak, gelir dağılımında olumlu değişmelere olanak hazırlamak, tasarruf eğilimini

(47) DOMANIÇ, s. 677.

(48) AKGÜÇ. Finansal Yönetim, s. 574.

(49) WESTON; BRIGHAM, Essentials of Managerial Finance, s. 321.

(50) Jack Clark FRANCIS, Investments; Analysis and Management, (Mc Graw-Hill Book Company, New York, 1972), s.15.

(51) DOMANIÇ, s. 685.

arttırarak sermaye birikimini teşvik etmek, artan tasarrufları yatırıma ve üretime yöneltmek ve bu yönde faaliyet gösteren bankalara ve yatırımcı kuruluşlara yeni olanaklar sağlamak amaçları ile kâra iştirakli tahviller" çıkarılmasına izin verilmiş ve bu karara ek 22 sayılı kararla da kâra iştirakli tahvillerin şekil ve şartlarını tespit etmiştir.

Ancak 1974 yılında şekil şartları tesbit edilmiş olan kâra katılma hakkı veren tahvil türü, taşıdığı sakıncalardan dolayı 1982 yılına kadar uygulama alanına girememiştir (52). Şirketler bu tür tahvil çıkarma yoluna başvurmamıştır ve ülkemizde bu tür tahvil çıkaran işletmelere rastlanmamıştır (53).

eee) Hisse Senedine Çevrilebilir Tahviller

Tahvilleri daha özendirici duruma getirmek, dolayısıyla tasarruf sahiplerini tahvil almaya yöneltmek için düzenlenen bir tahvil türü de hisse senedine çevrilebilir tahvillerdir.

2499 sayılı S.P.K.'nın 14 üncü maddesine göre Anonim Şirketlerin hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkarabileceği hükme bağlanmıştır. Bu tür tahviller, sahiplerine önceden saptanmış belirli şartlarla tahvillerin hisse senedine dönüştürülmesi hususunda seçim hakkı sağlamaktadır (54).

(52) DOMANIÇ, s. 684.

(53) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 574.

(54) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 577.

Seçim hakkı kullanıp, tahviller hisse senedine çevrildikten sonra hisse senetlerinin tekrar tahvile çevrilme olanağı yoktur.

isise senedine çevrilebilir tahvilin tasarruf sahipleri açısından sağladığı yarar, para değerinin düşmesine karşı tahvil değerini koruma yeteneğidir (55). Ancak tahvil sahiplerinin bu yararı elde edebilmeleri için tahvilin hisse senedine çevrilebilme şartları ve özellikleri, hangi değer üzerinden hisse senedine çevrilebileceği bu tür tahviller çıkarılırken saptanması gerekmektedir. Değiştirme fiyatı veya çevrilme oranı tahvilin vadesi boyunca sabit olabileceği gibi, belirli zaman süreleri için kademeli olarak da tesbit edilebilir (56).

Sermaye piyasası kurulundan izin alınması koşuluyla tahvillerle değiştirilecek hisse senetleri primli olarak ta çıkarılabilir. Primli hisse senedi fatı, tahvilin çıkarıldığı tarih ve değiştirmenin yapılacağı tarih arasında, ekonomik koşullardaki ve ortaklık hisse senetlerinin fiyatındaki gelişmeler gözönünde bulundurularak belirlenir (57).

Hisse senedine çevrilebilir tahvilin tasarruf sahiplerine sağladığı diğer yararlar da vardır. Kazançlı bir şirketin

(55) DOMANIÇ, s. 686.

(56) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 577.

(57) "Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar". Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği. Seri II, No. 3, (R.G. 28 Kasım 1981, S.17528), s. 12.

hisse senedini almak isteyen, fakat piyasadan uygun koşullarda bu hisse senedini bulamayan tasarruf sahipleri bu şirketin hisse senedine çevrilebilir tahvillerini alacaklar ve belirli sürenin sonunda da bunları hisse senetleriyle değiştirerek o şirketin ortağı durumuna geleceklerdir. Bu tür tahvil çıkaran şirketler ise başlangıçta daha düşük faizle fon temin etmiş olacaklardır.

Hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkaran şirketin nihai amacı ise belirli bir süre içinde tahvillerin hisse senedine çevrilmesidir. Böylece hisse senedine çevrilebilir tahvil ihracı gerçekte öz sermaye ile finansmanın ertelenmiş şeklidir. Hukuki açıdan hisse senedine çevrilebilir tahviller şirket ile tahvil sahipleri arasında bir borç ilişkisini temsil etmekle beraber bu tür tahvillere ertelenmiş hisse senetleri olarak da bakılır. Gerçekten hisse senedine çevrilebilir tahvil sahipleri, seçim hakkını kullanarak hisse senedi aldıkları zaman şirketin borç ve sermaye kalemleri arasında bir değişme olmakta, şirketin borcu azalırken öz sermayesi artmaktadır.

Türk Ticaret Kanunu (T.T.K.) hükümlerine göre, hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkarabileceği belirtilmiştir. Daha sonra sermaye piyasası kurulu tebliği ile hisse senedine çevrilebilir tahvillere ilişkin esaslar düzenlenmiştir (58). Bu esaslarla hisse senedine çevrilebilir tahvilin niteliği belirlenmiştir.

(58) Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği; Seri II. No. 3.

Bu yasal düzenlemeler ile hisse senedine çevrilebilir tahvil Türk Hukuk sistemi içerisinde girmiş ve şekli belirlenmiştir. Gelecekte ülkemizdeki işletmeler bu tür tahvil çıkarabilecekler ve piyasaya sürebileceklerdir.

Ancak hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkarmada etkili yol tahvil çıkaran şirket ile birlikte bu şirket ortaklarının da tahvil sahiplerine teminat vermesidir (59).

fff) Hisse Senedi Satın Alma Hakkı Veren Tahviller

Hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller, önceden saptanmış belirli fiyat üzerinden belirli adette hisse senedi satın alma hakkına sahiptir. Burada bir seçim hakkı söz konusudur, bu finansal literatürde warrant (seçim hakkı) olarak isimlendirilmektedir (60). Bu tür tahvil sahipleri, isterlerse seçim hakkını kullanarak önceden saptanmış belirli fiyatta belirli adette hisse senedi satın alacak veya bu hakkı kullanmayacaklardır. Seçim hakkının süresi belirli bir tarihle sınırlı olabileceği gibi, bu süre sınırsız da olabilir.

Seçim hakkı genellikle küçük fakat süratle 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.

(59) DOMANIÇ, s. 689.

(60) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, s. 574.

Hisse Senedi satın alma hakkı veren seçim hakkı tahvil öz sermaye ile borç arasında melez bir karakter gösterir. Bazı özellikleri öz sermayeyi bazı özellikleri ile de borcu andırır. Seçim hakkı tahvil satın alan kişilere işletmenin gelecekteki ortakları gözüyle bakılır (61).

Seçim hakkı tahvilden ayrılarak da satılabilir. Seçim hakkı tahvil sahibi bu hakkı tahvilden ayırarak satabilir ve kendisi işletmeden alacaklı olmaya devam edebilir. Söz konusu yasal hakkı satın alan üçüncü kişiler, işletmenin pay senedini alarak ortak olurlar.

ggg) Vergi Bağışıklığı Sağlayan Tahviller

Kamu kurumları gereksinme duydukları fonları karşılamak amacıyla tahvil çıkarmaktadır. Kamu kurumları tarafından çıkarılan tahvillerin önemli bir kısmına, çekici hale getirip tasarruf sahiplerini özendirmek amacı ile vergi bağışıklığı tanınmıştır (62) Yatırımcılar, bu tahvillerin getirdiği faizleri gelir beyannamesinde göstermezler ve faiz gelirlerinin vergisinden bağışık tutulurlar.

Bazı imtiyazlı anonim şirketlerin tahvilleri, devletle yaptıkları imtiyaz sözleşmesi şartlarına dayanarak ve kamu kurumları tarafından çıkarılan tahviller, aslında çıkarılmalarına yetki veren kurumla her türlü vergi ve resimden bağ-

(61) Robert COATES, Investment Strategy, (Mc Graw-Hill Book Company, New.York, 1978), s. 94.

(62) OLUÇ, s. 554.

çık tutulabilirler (63).

jjj) İndeksli Tahviller

Enflasyonist ortamda uzun süreli borç verilmiş sermayeler, geri ödeme tarihinde satın alma gücünün büyük bir bölümünü kaybetmektedir. Bu kayıplar borç süresince alınmış faiz tutarını da etkilemektedir (64). Sermaye sahiplerini para değerinin düşüşlerinden korumak ve dolayısıyla tahvil alıcılarını bu korku ve endişeden kurtarmak amacıyla indeksli tahviller düzenlenmiştir (65).

Enflasyon ortamındaki fiyat artışlarından tahvil sahiplerini korumak için ana para ile birlikte faiz, seçilmiş bir değişkene(döviz kuru, fiyatlar genel indeksi, altın, petrol veya enerji gibi özel indekse) bağlanır (66). Bu değişkenlerdeki artış bu tür tahvillerin değerlerine ve faizlerine yansıtılarak tasarruf sahiplerine geri ödeme zamanında ödeme yapılır.

28.8.1953 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan 1.4.1953 tarih ve 9/4 sayılı ceza içtihadı birleştirme kararına göre altın para, tedavül kabiliyetini ve birliğini koruduğundan altın para ile tahvil çıkarma mümkün kılınmıştır (67).Kağıt

(63) BAYAR, BÜKER, s. 193.

(64) YÜKSEL, RODOPLU, s. 164.

(65) DOMANIÇ, s. 691.

(66) AKGÜÇ, Finansal.Yönetim, s. 574.

(67) DOMANIÇ, s. 691.

para ile tahvil çıkarılıp altın para ile iade veya ödeme zamanındaki altın paritesi yeni altın para üzerinden kağıt para ile ödeme vadi de mümkündür (68).

Türk parası ile çıkarılıp 6224 sayılı Yabancı Sermaye Teşvik Kanununa göre yabancılar tarafından taahhüt edilen tahvillerin ödenmesi de yabancı para ile yapılır. Kanunun 1,2,3,4,5, ve 6 ıncı maddelerinden anlaşılacağı üzere, bu tür tahviller için gerek yabancılar gerekse borçlu tarafından ödenecek paralar ödeme zamanında döviz paritesine göre yerli para ile hesap edilir.

Enflasyon ortamında bu tür tahviller, kişi ve kurumların tasarruflarını değerlendirmelerinde önemli bir araç niteliğindedir. Bu tür tahvillere yatırım yapıldığında sermaye enflasyondan etkilenmez ve reel değeri ile geri döner. Ancak işletmeler açısından bu tür tahviller ile fon sağlamanın maliyeti oldukça yüksektir. Bu bakımdan dünyada olduğu gibi ülkemizde de bu tür tahviller yaygın olarak çıkarılmamaktadır.

b) Devlet Tahvilleri

Devlet ve kamu kurumları, yatırımlar ve savaş için gerekli fonları, sağlama amacıyla iç borçlanmaya giderek tahvil çıkarırlar (69). Devletin çıkarmış olduğu bu tahviller ge-

(68) 818 Sayılı Borçlar Kanunu Md.19 (R.G. 8 Mayıs 1926 S. 366).

(69) DOWIRE, FULLER, CALKINS, s. 31.

nellikle risksiz kabul edilir ve vergiden muaf tutulur (70).

Amerika Birleşik Devletlerinde ilk defa 1935 yılında II. Dünya Savaşının finansmanında kullanılmak amacıyla bu tür tahviller çıkartılmıştır. Daha sonra sürekli olarak iç borçlanmaya gidilmiştir. A.B.D.'lerinde bu tür tahvilleri devlet çıkardığı gibi eyaletlerde çıkarmaya yetkili kılınmıştır. 1974 yılı rakamlarına göre A.B.D.'lerinde 500 milyar dolarlık iç borçlanma tahvili çıkarıldığı gözlenmiştir (71).

Cumhuriyet tarihinde ülkemizde, 1933 yılından bu yana kamu kesiminin finansmanı için tahvil çıkartılmaktadır (72). 1933 yılında çıkartılmaya başlanan demir yolu tahvilleri II. Dünya Savaşına dek devam etmiştir. Ülkemizde II, Dünya Savaşının giderlerini karşılamak üzere "tasarruf bonoları" adı altında tahviller çıkartılmıştır. Daha sonraki yıllarda ise kalkınma ve devletin sanayi finansmanı için yine bu yola başvurulmuştur. Ancak bütçe açıklarını kapatmak için de tahvil çıkarıldığı gözlenmiştir (73).

Ülkemizde 1976 yılında Devletin tahvil çıkarmasına yeni bir anlayış getirilmiş, devlet istenildiğinde işlemiş faizi ile birlikte paraya çevrilebilen tahvil çıkarmaya yönel-

(70) FRANCIS, s. 25.

(71) COATES, s..63.

(72) BİNATLI, s. 3.

(73) BİNATLI, s. 8.

miş ve tahvillerinin faiz geliri vergiden muaf tutulmuştur.

Ancak ülkemizdeki devlet tahvillerine kişilerle birlikte kurumlar (bankalar, işletmeler) yatırım yapmaktadır ve tahvillerin çoğu da bu kurumların ellerinde bulunmaktadır.

3. Kâr Ortaklığı Belgesi (KOB)

Kâr ortaklığı belgesi, anonim şirketlerce faizsiz olarak kredi verenler için ihraç olunacak menkul değerler olarak tanımlanabilir (74). Her ne kadar ismi kâr ortaklığı belgesi ise de, bu belge sahiplerinin kâr ve zarara ortak olacakları 15 Ocak 1982 günü T.C. Merkez Bankasının 1 No. lu tebliğinde açıklanmıştır.

Öte yandan Türk Parası'nın kıymetini koruma hakkında 22 sayılı ek karar ile 1974 yılındaki karar metninin 3 üncü maddesinin B fıkrası yeniden düzenlenmiş, kâra iştirakli tahvillerin "kâr ortaklığı belgesi" olarak sayılacağı belirtilmiştir. Ancak kâra iştirakli tahvilin taşıdığı sakıncalardan dolayı ihracı yapılmamış ve sermaye piyasasında işlem görmemiştir. Kanımızca bir ölçüde bu sakıncaları ortadan kaldırmak amacıyla kâr ortaklığı belgesi düzenlenmiştir.

Kâr ortaklığı belgesi fikri işletmelerin finansman yö-

(74) Latif ÇAKICI, "Kâr Ortaklığı Belgesi", Milliyet Gazetesi, (13 Mayıs 1982), s. 2.

nünden sıkıntı ve arayışlar içine girdikleri bir dönemde ortaya çıkmıştır. Fakat KOB'nin doğuşunda iş etkenler kadar dış etkenlerin de rolü vardır.

KOB'nin niteliğine bakılacak olursa, KOB bir hisse senedi değildir. Çünkü hisse senediyle bir ortaklık hakkı ve, rildiği halde KOB'sinde hisse senedi haklarının ancak bazılarından yararlanmak mümkündür. Öte yandan KOB, kâra iştirakli tahvil de değildir. Daha önce açıkladığımız gibi tahvil sahibi şirketten sadece alacaklı olup bazı hallerde kâra iştirak ettirilmekle birlikte zarara iştirak ettirilemez. Bu bakımdan KOB'ni, tahviller içinde sınıflamak oldukça yanıltıcıdır.

KOB çıkarmak için Merkez Bankasına ve sermaye piyasası kuruluna müracaat etmek gereklidir. Merkez Bankası ve sermaye piyasası kurulu, KOB çıkarmak amacıyla başvuran şirketlere bir ay içersinde cevap vermek zorundadır (75). Kuşkusuz bu süre bütün belgeler tamam olduğu ve Merkez Bankası yetkililerinin ikna edildiği zaman geçerli olabilir.

KOB çıkarma durumunda, tek bir izin almak ve belgelerin tamamını bir defada çıkarmak gerekmektedir. Ancak çıkarılan KOB'lerinin üç ayda satılması, üzerine kâra ve zarara iştiraklidir, ibaresinin konulması gereklidir (76).

(75) 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, (R.G. 7 Temmuz 1981, S. 17416) Md. 5.

(76) Rapor Gazetesi, (13 Mart 1982).

T.T.K.'nın 422 inci maddesine göre şirketlerin ihraç edebilecekleri tahvil limitleri sınırlı iken, KOB ihracında şirketin ödeniş sermaye ve ihtiyatları toplamının yedi katına kadar çıkarılması mümkün olabilecek, bazı hallerde ise yine Merkez Bankası iznini alması şartıyla on katına kadar çıkarılabilecektir.

Çıkarılacak belgeler için kâr ve zarar iştirak oranı belirlenecek, bu oran kâr ve zararın yüzde 80'inden fazla olamayacaktır. En az 3 ay, en fazla 10 yıl vadeli olarak ihraç edilebilecek KOB en düşük 100.000 liralık kupürler halinde hamiline ve nama yazılı olarak çıkarılacaktır (77).

KOB'ni, ticaret, sanayii, tarım şirketleri çıkarabileceği gibi, bir yatırım şirketi de çıkarabilir. Ancak bankarlık şirketlerinin sermaye piyasası kurulu **gereğince kâr ortaklığı** belgesi çıkarmaları mümkün değildir. Bakanlar kurulu kararıyla yürürlüğe konulan 22 sayılı kararın 4. maddesine göre bankalar KOB'ni, ihraç edebileceklerdir (78).

KOB, işletmelerin gerekli fonları sağlamalarında ve tasarrufların yatırıma aktarılmasında yeni bir menkul kıymet türü olarak karşımıza çıkmaktadır. Böylece başlangıçta cari faiz haddinden daha düşük, ama adı kâr payı olan bir gelir tasarruf sahiplerine verilmiş olabileceklerdir. Bu

(77) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Anonim Şirketlere Faizsiz Olarak Kredi Verenler İçin İhraç Olunacak "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin" düzenlenme Esaslarına Dair 2.Nolu Tebliğ, (R.G. 15 Haziran 1982, S. 17725).

(78) ÇAKICI, s. 2.

şekilde KOB ile, tasarruflarını gayrimenkul veya altına yatıran, ya da evinde tutan faizi haram sayan tasarruf eğilimi ve potansiyeli yüksek büyük bir halk kitlesinin tasarruflarını sermaye piyasasına çekebilmek mümkün olacaktır. Öte yandan KOB ile ilk kez bir menkul kıymetimiz dış dünyada özellikle islam ülkelerinde işlem görecektir.

Yukarıdaki açıklamalarımızda belirttiğimiz gibi KOB'nin önemli ölçüde yararları vardır. Ancak KOB'nin bazı sakıncalarının da olabileceği gözden uzak tutulmamalıdır.

KOB'nin başlıca sakıncaları şunlar olabilir.

- Çıkarılacak kâr ortaklığı belgelerine kârın yüzde kaç verilecek, bu nasıl saptanacaktır. İş ve akrabalık ilişkileri olan şirketlerde durum nasıl gelişecektir?

- İş ve akrabalık ilişkisi olan şirketler aracılığı ile kurulan pazarlama şirketlerine kârın bir bölümünün aktarılması önlenebilecektir midir?

- İşletmenin öz sermayesinin "Yedi katına kadar" çıkarılması mümkün olan katılma belgeleri ile toplanacak fonların güvenceli yatırımlara aktarılması nasıl sağlanacaktır?

Bütün bu olabilecek sakıncaları şimdiden alınacak tedbirlerle önlemek, KOB'un gelecekte iyi işlemesini sağlayacaktır. Böylece atıl tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi ve sermaye sıkıntısı çeken işletmelere gerekli sermaye temini için gelecekte KOB işlem gören bir menkul kıymet özelliğini taşıyacaktır.

II. SERMAYE PİYASASININ DİĞER ARAÇLARI

1. Mevduat Sertifikası

Günümüzde, mevduat sertifikaları, sermaye piyasası için önemli bir araç olma niteliğini kazanmıştır (79). Bu gelişme, söz konusu araçların piyasadaki tüm kesimlerin değişik ihtiyaç ve isteklerini karşılayamamasından kaynaklanmıştır. Mevduat sertifikalarının, bankalar için uzun vadeli fon kaynağı oluşturması, bankaları bu sertifikaların satışını arttırma yönünde harekete geçirmiştir. Öte yandan, piyasada özel sektör tahvil arzının arttırmalamayışı aracı kuruluşları, pazarlayacak menkul değer aramaya itmiştir. Böylece doğan banka-banker ilişkisi doğrultusunda, bankerler mevduat sertifikası pazarlamışlardır. Tasarruflular için ise, her an paraya çevrilebilecek güvenli bir mali araç olması bu sertifikaların çekiciliğini arttırmıştır.

Mevduat sertifikası konusundaki yasal düzenlemeler ise 8/909 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile getirilmiştir. Bu düzenlemeye göre bankaların tasarruf mevduatı hükümlerine tabi hamiline mevduat sertifikası çıkarabilecekleri hükme bağlanmıştır (80). Ancak bankerlerin mevduat sertifikalarını ve faiz kuponlarını ayırarak, bu kuponları, yatırılan ana paranın teminatı olarak kullanmaları beklenmeyen bir gelişmeyi ortaya çıkarmıştır. 17 Kasım 1981 tarihli Resmi

(79) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1981, s. 76.

(80) İhsan KARACAN, "Mevduat Sertifikaları Üzerine", Para Dergisi, S.5, (Ekim 1981), s. 64.

Gazete'de yayımlanan Bankalar Kanunununa ilişkin Seri: 9 Tebliği ile, bankaların, mevduat sertifikalarını faiz kuponlu olarak düzenlemeyecekleri ve ihraç edemeyecekleri, ayrıca bankaların, bankarler veya diğer üçüncü şahıslar aracılığı ile mevduat sertifikası pazarlayamayacakları da hükme bağlanmıştır (81).

Hamiline yazılı mevduat sertifikalarının, 8/909 sayılı kararda tasarruf mevduatı hükümlerine tabi olacağı belirtilmesine karşın tasarruf mevduatı oldukları konusunda bazı geçerli kuşkular duymak olasıdır. Bankalar Kanunu'nun 26 ıncı maddesi doğrultusunda bazı geçerli kuşkular duymak olasıdır. Bankalar Kanununun 26 ıncı maddesi tasarruf mevduatını şöyle tanımlamıştır: "Gerçek kişilerce bu nam ve altında, bankalara yatırılan paralar ile, vakıflara, dernek ve birliklere, sendikalara kanunla veya bir kanuna dayanarak kurulmuş tasarruf sandıkları ve bu kanunun 25. maddesinde belirtilen sendikalara ait mevduat, tasarruf mevduatıdır". Görüldüğü gibi bankalar kanunu tasarruf mevduatının kapsamını açıklıkla tanımlamıştır.

Mevduat sertifikaları hamiline yazılı olmaları nedeniyle sahiplerini saptamak olanaksızdır. Bu koşullarda, sahiplerinin kimliği bilinmeyen ve bilinmesi de gerekmeyen hamiline yazılı mevduat sertifikalarını bankalar kanununun 26 ıncı maddesinin sınırlayıcı tanımı altında tasarruf mev-

duatı olarak kabul etmek olası görülmemiştir. Bu bakımdan yargıtay "mevduat sertifikaları'nın kıymetli evrak sayılacağına ve hamiline düzenlenmiş kambiyo senedi" olarak kabul edilmesi gerektiğine karar vermiştir (82).

Yargıtay onbirinci hukuk dairesi'nin 16 Mart 1982 tarihinde aldığı 1981/5485 esas ve 1982/1092 nolu kararında hamiline vadeli mevduat cüzdanlarının, hamiline düzenlenmiş kambiyo senedi olarak kabul edilmesi nedeniyle, bu belgelerin kaybedilmesi halinde iptaline karar verilebileceğini de belirtmiştir. Yargıtay kararında söz konusu cüzdanın temsil ettiği mevduatın, cüzdanın elden devredilmesi suretiyle "hamiline" geçeceği de ifade edilmiştir.

Türkiye'de tahvil ihraçlarının tabii sınırına ulaşması ile sermaye piyasasında 1980 yılında yer almaya başlayan mevduat sertifikaları sermaye piyasası içinde önemli bir araç olmuştur (83). 1980 yılında Bankalar 22.195.000.000 TL'lik mevduat sertifikası ihraç edip satmıştır. 1981 yılında ise çok büyük bir artışla 148.502.000.000 TL mevduat sertifikası ihraç edilip satılmıştır (84).

(82) "Mevduat Sertifikaları Kıymetli Evrak Sayılacak". Millet Gazetesi. (24 Nisan 1982). ERTUNA, s. 46.

(83) Hakan Hasan ARI, "Aracı Kurumların İşlevleri Faaliyetleri ve Vergi Hukuku Karşısındaki Durumları", Sermaye Piyasası ve Denetimi Sempozyumu, E.İ.T.İ.A. (12 Haziran 1982), s. 17.

(84) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1981. s. 135.

2. İşletme Bonoları

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde sermaye piyasasının araçlarından biri de işletme bonolarıdır. İşletme bonolarının uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanımı gelişmiş batı ülkelerinde özellikle A.B.D. lerinde oldukça yaygındır (85). İşletme bonolarını daha çok belirli iş kollarında çalışan toplumun güvenini kazanmış işletmeler çıkarmaktadır.

İşletme bonoları bir borç senedi niteliğindedir. Yalnız işletmeler bu bonoyu uzun vadede ödemek amacıyla çıkartıp piyasaya sürerler ve bu bonolar tahvil niteliği de taşımazlar. İşletme bonoları, tasarruf sahiplerine genellikle tahvil ve hisse senedinden daha fazla gelir sağladığından tasarruf sahiplerinin bonoları satın alma isteği de oldukça fazladır.

Ülkemizde ise son yıllarda sayıları ve muamele hacimleri artış gösteren ve banker olarak tanımlanan kuruluşlar, tasarruf sahiplerine, hisse senedi, tahvil ve mevduat sertifikası yanı sıra, hukuki olarak bono (borç senedi) niteliğinde kendi belgelerini çıkarıp satmışlar ve bunlara oldukça da yüksek faiz ödemişlerdir (86). Ancak ne yazık ki bu yüksek faiz ödeme taahhüdünde bulunan bankerler ana paraları geriye ödeyememiş ve ödeme güçlüğü içine düşmüştür.

(85) FRANCIS, s. 34.

(86) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1981, s. 75.

3. Katılma Belgesi

Sermaye piyasası kanununa göre halktan katılma belgeleri karşılığında toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inancılı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletme amacıyla yatırım fonu kurulabileceği belirtilmiştir (87).

Batı'daki uygulamasında, tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonların, düzenli bir şekilde kâr elde edebilmeleri ve riski olabildiğince dağıtmak amacıyla, uzmanlığa sahip kadrolar eliyle menkul kıymetlere yatırılarak işletilmesi oldukça yaygındır (88).

Ülkemizde de bundan sonra kurulup işletilecek olan yatırım fonlarında, fona katılacak olan kişilere katılma belgesi verilecektir.

Katılma belgesi, belge sahibinin, yönetici bankaya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç hisse ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilecektir (89).

Önümüzdeki yıllarda da tasarrufcuların menkul kıymet yatırım fonlarına katılarak bu belgelere sahip olabilecekleri ve bu belgelerin piyasasında işlem göreceği yeni düzenlemelere göre mümkün olabilecektir.

(87) 2499 Sayılı S.P.K. Md. 35.

(88) Aral ULER, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ile İlgili Vergisel Düzenlemeler ve Denetim". Sermaye Piyasası ve Denetim Sempozyumu, E.İ.T.İ.A.. (12 Haziran 1982), s. 1.

(89) 2499 Sayılı S.P.K. Md. 40.

III. TÜRKİYE'DE TAHVİL PİYASASI (1971-1982)

Son on yılda özel sektör ve kamu sektörü tahvil ihracı beklenmedik bir seviyede gelişme göstermiştir. Bu da özel ve kamu sektörlerinin tahvil ihracıyla fon temin etmekte yarar gördüklerini, kişilerin ve kurumların da tasarruflarını bu şekilde değerlendirmeleri ile de tatmin edici bir gelire kavuştuklarını göstermektedir.

Hazine İç İstikraz Tahvilleri ile, Devlet Yatırım Bankası, İktisadi Devlet Teşekkülleri ve Belediyeler tarafından ihraç edilen tahviller kamu sektörü tahvillerini oluşturmaktadır (90). Bu tahviller, piyasada büyük bir alıcı kitlesine hitap etmektedir. Tasarruf sahipleri Devlet güvencesinde çıkartılan bu tahvillere dahafazla güvenmektedir.

Kamu sektörü tahvilleri, vergi ve damga resminden muaf olarak üç ay vadeli % 30, altı ay vadeli % 32, bir yıl vadeli % 33, bir yıl vadeli üç aylık dönemler ile ödemeli % 34 net gelir sağlamaktadır (91). İstenildiği anda paraya çevirme işlemleri Merkez Bankası tarafından yapılmaktadır (92). Bu tahvillerin pazarlanması yurdumuzdaki resmi banka şubeleri kanalıyla gerçekleştirilmektedir. Bu tür tahvil-

(90) KEPEKÇİ, s. 135.

(91) 1982 yılı Mayıs Ayı itibariyle.

(92) Mehmet İNAM, Tasarrufların Yönlendirilmesi, (Ankara, 1982), s. 61.

ler küçük tasarruf sahipleri için risksiz bir gelir kaynağı özelliğini taşımaktadır.

Özel sektör tahvilleri, Anonim Şirketlerin piyasaya sunduğu tahvillerdir. Satışları genellikle gazete ilanları ile halka duyurulur. Özel sektör tahvillerinin faiz oranları Merkez Bankası Tebliği ile serbest bırakılmıştır (93). Serbest bırakılan faiz oranlarının % 45'den az olmamak koşuluyla (94) alt sınırı çizilmiş ancak ödenecek en yüksek faiz sınırı tesbit edilmemiştir.

1 Ocak 1983 tarihinden itibaren, tahvil faizlerinin, yeniden düzenlenmesine ilişkin Merkez Bankası Tebliği ile; özel sektör tahvillerinin faiz oranları yeniden düzenlenmiştir (95).

Bu tebliğin yayımı tarihinden sonra ihraç izni alınarak nama veya hamiline yazılı olarak tahvil ihraç edecek özel sektöre mensup anonim şirketler sabit ve değişken faizli olmak üzere iki tür tahvil ihraç edebileceklerdir.

Değişken faizli tahvillerde faiz oranları bankalarca bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan azami faiz oranının 1,2 katsayısı ile çarpılması sonucu bulunacak orandır. Değişken faizli tahvillerin faizinin hesabında; ilk

(93) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 3 Temmuz 1981, S.17389)

(94) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Kanunun Verdiği Yetkiye İstinaden Özel Sektöre Mensup Anonim Şirketlerce Çıkarılacak Tahvillerin Faiz Şartlarının Tesbitine İlişkin Tebliğ, (R.G. 5 Ekim 1982) Ş. 17829).

(95) 5 Ekim 1982 tarih ve 17829 sayılı yayınlanan tebliğe değişiklik tebliği, (R.G. 30 Aralık 1982, S.17914)

bir yıllık dönem için, satış süresinin bitiş tarihini takip eden gündeki, müteakip birer yıllık dönemlerde ise önceki yıllık sürenin bitişini takip eden gündeki, bir yıl vadeli tasarruf mevduatı faiz oranı, esas alınacaktır.

Sabit faizli tahvillerde faiz oranları, bankalarca bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan azami faiz oranının 0,8 ila 1,2 kat sayısı arasında, şirketçe serbestçe tesbit edilecek bir oranla çarpılması suretiyle bulunacaktır.

Merkez Bankasının bu değişiklik tebliği ile, Ocak 1983 tarihinden itibaren ihraç olunacak tahvillere ödenecek faiz oranlarının alt ve üst sınırları tesbit edilmiştir.

Özel sektör ve kamu sektörüne ait 1971-1982 dönemi tahvil ihraç rakamları tablo I. de düzenlenmiştir.

1. Türkiye'de Özel Sektör Tahvil Piyasasının Gelişimi

1970 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 4'üncü ve 40'ıncı maddelerine konulan hükümler ile Merkez Bankasına, sermaye piyasasının düzenlenmesi ile ilgili bazı kararlar alma yetkisi verilmiştir. Bu hükümlere göre Banka "Özel Sektöre mensup kuruluşlarca satışa çıkarılacak tahvillerin miktar, faiz ve satışlarının tesbitine matuf kararlar alabilme" yetkisine sahip olmaktadır.

Merkez Bankası, kanunla kendisine verilmiş olan yetkiyi kullanarak özel kuruluşların tahvil ihracını bazı esaslara bağlamış bulunmaktadır (96).

1. Yıllık faiz oranı % 15'i geçmez (nakdi ikramiyeli keşideler yapmak suretiyle sağlanacak menfaatler bu orana dahil değildir).

2. Tahviller nominal değerinden aşağı bir değerle satışa arzedilemez.

3. Tahvillerin satışı, ana para ve faizlerin ödenmesi bir banka aracılığı ile yapılacaktır.

4. Tahvillerde asgari vade beş yıldır.

5. Tahvillerin satışı için halka arzedileceği süre üç ayı geçmemek üzere belirtilecektir.

6. İhraç edilen tahviller Borsa'da kote edilecektir.

7. 3'üncü madde gereğince tahvil ihracına aracılık eden bankalar, ihraçla ilgili olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca istenecek bilgileri, ihraç tarihinden en geç onbeş gün önceden ve ihraç süresi bitiminden itibaren onbeş gün içinde de satış sonuçlarını gösterir bilgileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi'ne bildireceklerdir.

İlk kez 1970 yılında özel kesim tahvillerinin satış koşulları ve faiz oranları Merkez Bankasınca düzenlenmesi özel kesim tahvillerine yönelişi arttırmıştır (97).

(96) Özel Şirket Tahvil İhraçlarına İlişkin Merkez Bankası Tebliği. (R.G. 3 Haziran 1970)

(97) T.C. BAŞBAKANLIK DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, (1979-1983), s. 113.

KAMU SEKTÖRÜ VE ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İFRAÇLARI (MİLYON TL)

Yıllar	KAMU SEKTÖRÜ TAHVİLLERİ				KAMU SEKTÖRÜ İHRAÇ TOPLAMI	ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRACI	TAHVİL İHRAÇ KAMU SEKTÖRÜ- NÜN PAYI (YÜZDE)	ÖZEL SEKTÖR PAYI (YÜZDE)	
	Devlet iç Borçlanma	Devlet Yatırım Bankası	Hazine iç İstikraz Bankası	T.Emlak Kredi Bankası					
1971	800	650	-	-	1.450	136	1.586	91,4	8,6
1972	4.000	950	-	-	4.950	275	5.225	94,7	5,3
1973	4.000	2.900	-	-	6.900	649	7.549	91,4	8,6
1974	6.000	3.697	-	-	9.697	619	10.316	94	6
1975	9.000	4.000	-	-	13.000	1.430	14.430	90,1	9,9
1976	12.000	8.500	-	-	20.500	1.707	22.207	92,3	7,7
1977	19.500	20.200	-	400	40.100	1.582	41.682	96,2	3,8
1978	20.000	15.000	-	500	35.500	2.199	37.699	94,2	5,8
1979	35.458	-	-	350	35.808	4.866	40.674	88	12
1980	50.000	15.000	10.000	800	75.800	18.011	93.811	80,8	19,2
1981	70.000	-	65.000	-	135.000	15.981	150.981	89,4	10,6
1982	60.000	-	-	5.000	65.000	15.000	80.000	81,3	18,7

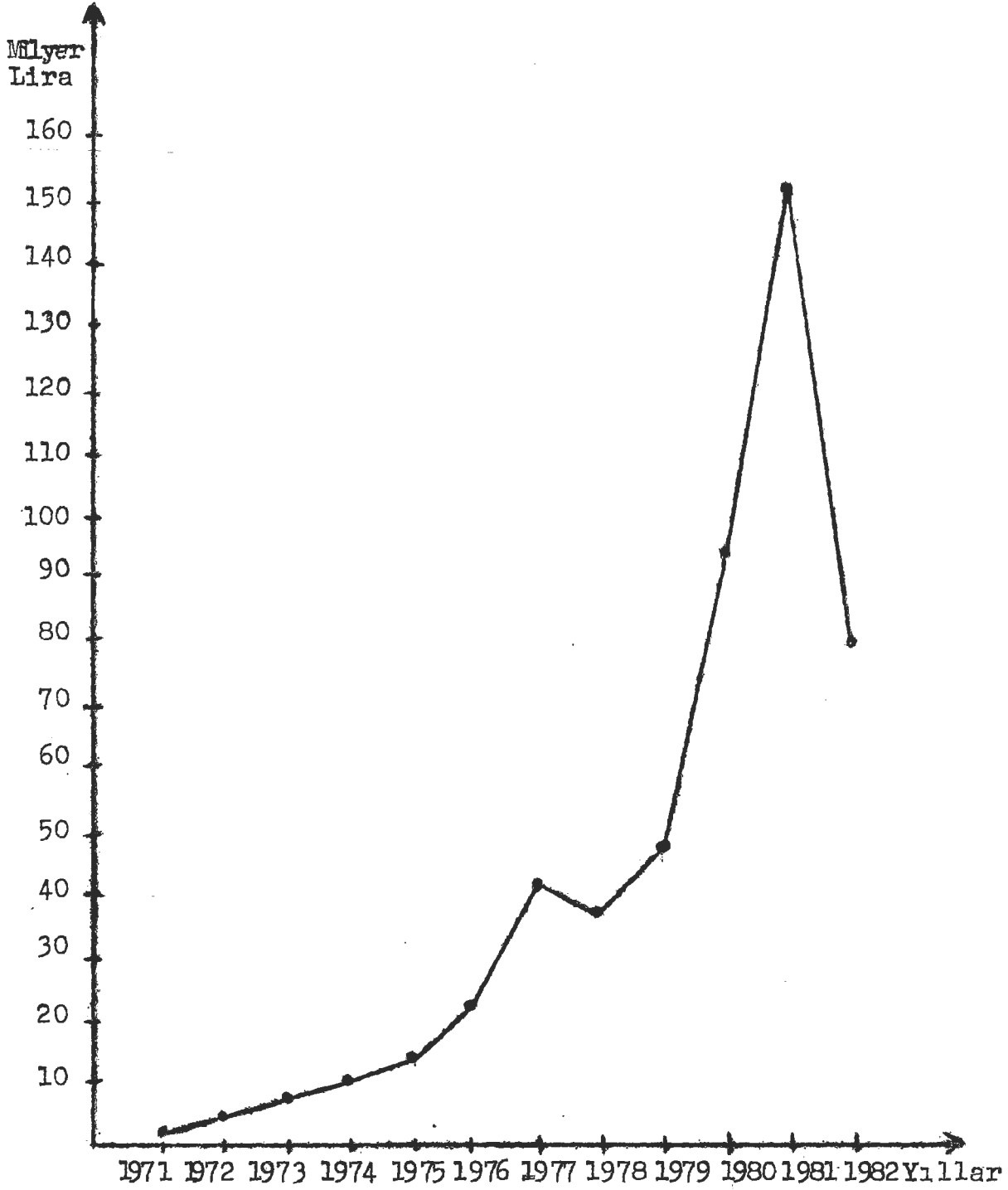
TABLO - 1

KAYNAKLAR : 1) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Raporlar, 1970-1982

2) TÜRKİYE TİCARET ODALARI- SANAYİ ODALARI VE TİCARET BORSALARI BİRLİĞİ, İktisadi Rapor, 1970-1980.

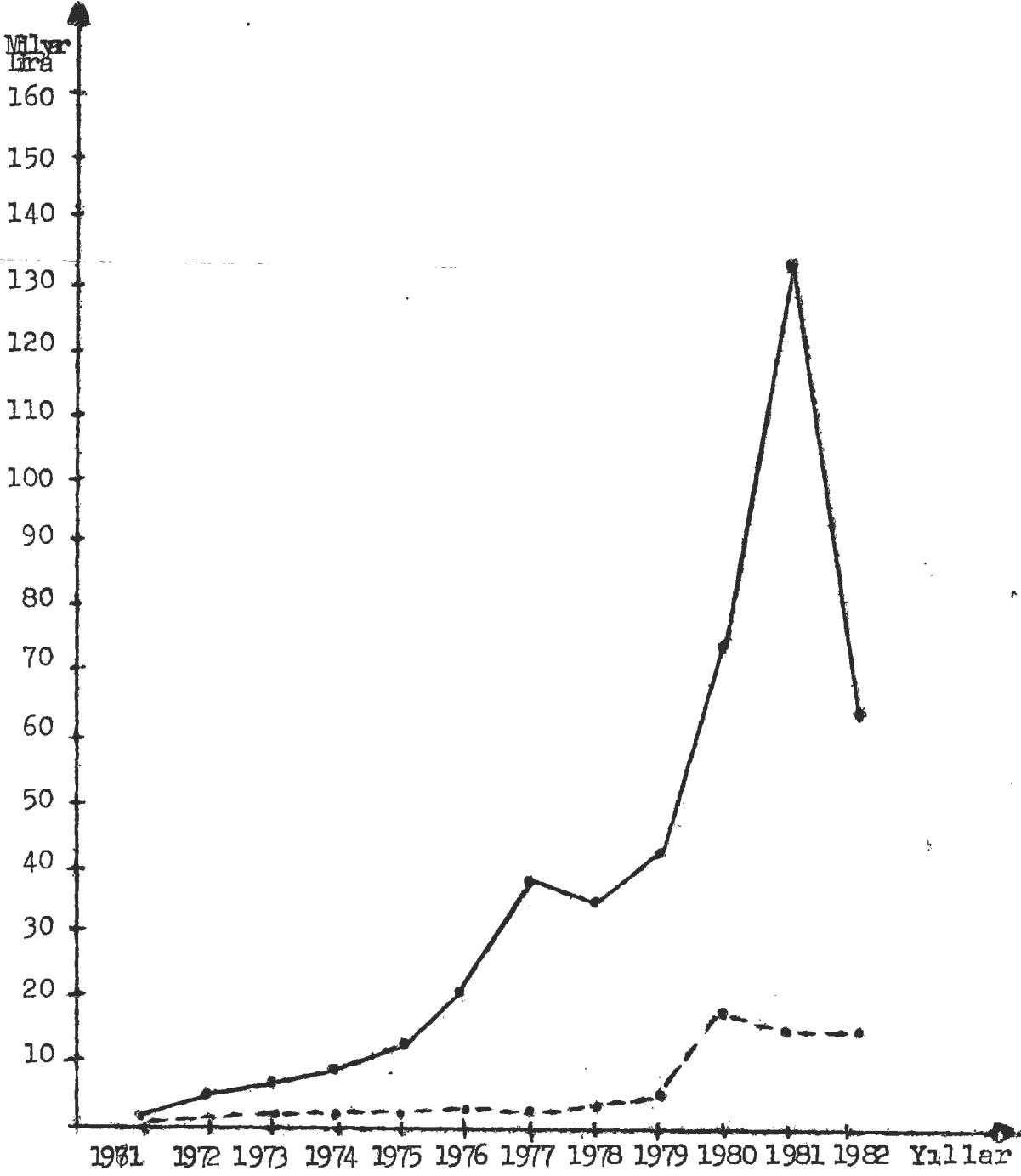
3) T.C. BAŞBAKANLIK DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI. Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, (1973-1983)

* 1982 Yılı Tahvil İhraç Rakamlarına ilişkin veriler, tahmini olup, 22 Ocak 1983 tarihli Dünya Gazetesinden derlenmiştir.



GRAFİK - 1

1971-1982 DÖNEMİNDE YILLAR İTİBARI İLE TÜRKİYE'DE
TAHVİL İHRAÇ GRAFİĞİ



GRAFİK 2

— DEVLET TAHVİLİ (KAMU SEKTÖRÜ)
--- ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ

1971-1982 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR VE KAMU SEKTÖRÜ TAHVİLLERİ
KARŞILAŞTIRMALI İHRAC GRAFİĞİ

1971 yılında özel sektör tahvil ihracı, 1970 yılına göre daha düşük düzeyde gerçekleşmesine rağmen 1972 yılında özel sektör tahvil ihracı % 101'lik bir artış göstererek 136 Milyon liradan 275,5 milyon liraya yükselmiştir.

1973 yılında özel sektör tahvil ihracı % 100'den fazla bir artışla 275,5 milyon liradan 648,9 milyon liraya yükselmiştir.

1974 yılında ise özel sektörün ihraç ettiği tahvil miktarında, 1973 yılına göre bir düşüş gözlenmiş, 619 milyon liralık tahvil ihraç edip satılmıştır.

Merkez Bankası özel sektör tahvillerine olan talebi yeniden arttırmak için, satışa çıkarılacak tahvillere ait faiz ve satış şartlarını 1974 yılında yeniden tesbit etmiştir (98). -3 Haziran 1970 tarihli Resmi Gazetede yayımlanmış tebliği de yürürlükten kaldırmıştır.

Merkez Bankası'nın kararı ile özel sektöre ait kuruluşlar tarafından satışa çıkarılacak tahviller ile ilgili olarak getirilmiş bulunan değişiklikleri ve yenilikleri şöyle sıralayabiliriz (99).

1. İlk kararlar % 15 olarak tesbit edilmiş bulunan tahvillerin en fazla yıllık faiz oranı, yeni kararlar % 18'e yükseltilmiştir.

(98) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 7 Aralık 1974)

(99) TÜRKİYE TİCARET ODALARI-SANAYİ ODALARI VE TİCARET BORSALARI BİRLİĞİ, İktisadi Rapor, 1976.

2. Önceki kararlar üç ayı geçmemek üzere belirtilmesi öngörülen tahvillerin satış süresi bir ay daha arttırılmış ve dört ay ile sınırlandırılmıştır.

3. Yeni kararlar, süresi içinde satılmayan tahvillerin iptal edilmesi hükmü getirilmiştir.

4. Yeni kararlar, satışa arzedilen tahvillerin kotasyonu ile ilgili kayıtlamalar konulmuştur.

5. Yeni karara göre, tahvillerin satışa arzı sırasında tahvil alıcılara duyurulmak ve taahhüt edilmek kaydıyla tahvillerin itfa tablosunda belirtilen müddetten önce ödeme yapılabileceği kabul edilmiştir.

6. Son kararda, özel sektöre mensup kuruluşlarca ihrac olunacak tahviller ile ilgili olarak aracı banka veya bankalar yanında garanti veren banka veya müesseselerden söz edilmekte ve bu konuda literatüre garanti veren banka veya müessese sözcüğü getirilmektedir.

7. İlk kararlar, özel sektör tahvillerine ilişkin her türlü bilginin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi'ne bildirilmesi öngörülmekte iken; yeni kararda ayrıca alıcılara duyurulması açısından bilgilerin ilan edilmesi zorunlu kılınmıştır.

1974 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca yapılan yeni düzenlemeyle, 1975 yılında özel sektör tahvil ihracı 1974 yılına göre % 100'ün üzerinde bir artış göstererek 1 milyar 430 milyon liraya ulaşmıştır.

1976 yılında özel sektör tahvil ihracında yine bir artış izlenmiş ve 1 milyar 726 milyon liraya ulaşmıştır. 1976 yılında birincil tahvil piyasasında satış güçlükleri oldukça çok olmuş, tahvil piyasası ikincil piyasaya kaymıştır. Sermaye piyasasının en canlı kesimi tahvil piyasası olmasına rağmen ihraç edilmiş tahvillerin hepsi satılamamıştır (100).

1977 yılında ise özel sektör tahvil ihracında bir düşüş olmuş ve 1 milyar 582 milyon liralık tahvil ihracı gerçekleşmiştir.

Özel sektör tahvil ihraçlarında 1978 yılı başından itibaren ve özellikle mart, nisan ve mayıs aylarında önemli ölçüde azalma olmuştur. Bu gelişmenin nedeni vergi yasa tasarısında sermaye piyasası ile ilgili değişiklikler ve tahvil faizlerinin yükseltilmesi konusundaki bekleyişlerdir (101).

1978 yılı Haziran ayı başından itibaren tahvil ihraçlarında önemli sıçramalar olmuştur. Çünkü özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillerin faiz oranı daha önce % 18 iken 14.6.1978 tarihli Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tebliği ile % 21 çıkarılmıştır (102).

(100) Ertan ÖZGÜR "Sermaye Piyasası" Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, C.13, S.12 (Aralık 1976), s. 30.

(101) T.B.M.M. BÜTÇE-PLAN KOMİSYONU. Yıllık Ekonomik Rapor, 1978, s. 64.

(102) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 14 Haziran 1978, S. 16316).

Öte yandan 1978 yılı başından itibaren ikincil tahvil piyasasında özellikle, işlemiş faizleriyle her an paraya gevrilebilir tahviller ilgi görmüştür. Ayrıca bu tür tahvillerin % 21 faiz oranı kapsamına alınması piyasayı gide- rek canlandırmıştır.

Özel sektörün 1979 yılında maruz kaldığı likidite sıkıntısı, özellikle yatırım ve işletme kredisi ihtiyacının bankalardan karşılanamaması nedeniyle, işletmeler tahvil ih- racı faaliyetlerine hız vermişlerdir. Bu tahvillerin çoğu- nun ibrazında ödemeli olarak çıkarılmış olmaları tasarruf sahiplerinin bu değerlere yönelmesinde etkili olmuştur(103). Özel sektör 1979 yılında 1978 yılına göre % 100'den fazla bir artışla 4 milyar 866 milyon liralık tahvil ihraç edip satmıştır. Bu artışın altında yatan etmenlerin biri de ö- zel sektör olmuştur. Bu nedenle de tasarruf sahiplerinin özel sektör tahvillerine talebi artmıştır.

Ancak ülkemizde 1979 yılında düzensiz banker piyasası gelişme göstermiştir. Bu piyasadaki alım ve satım şartları kontrolden uzak kalmıştır. Özellikle küçük tasarrufları de- ğerlendirmenin önem taşıdığı budönemde güven ortamından yok- sun gelişmenin sakıncaları 1982 yılında ortaya çıkmış tasar- ruf sahipleri önemli sorunlar ile karşılaşmışlardır.

1980 yılında özel sektör tahvil ihraçlarında önemli öl- çüde gelişmeler olmuş ve 18 milyar 11 milyon liralık tahvil

(103) İktisadi Rapor, 1980, s. 330.

ihraç edilip satılmıştır.

1981 yılında ise özel sektör tahvillerinin miktar, faiz ve satış şartları Merkez Bankası tarafından yeniden tesbit edilmiştir (104). Bu tebliğe göre, özel sektöre mensup kuruluşlar itfa vadesi sonuna kadar sabit faizli ve değişken faizli olmak üzere, iki tip tahvil ihraç edebileceklerdir. Sabit faizli tahvillerde "faiz oranları" değişken faizli tahvillerde "başlangıç faiz oranları" serbest olarak belirlenebilecektir. Değişken faizli tahvillerin cari faiz oranları, Merkez Bankası tarafından altı aylık dönemler itibariyle ilan edilecek "değişken çarpanına" bağlı tutulmuştur. Merkez Bankası tarafından yayınlanan tebliği ile (105) sabit faizli tahviller için belirlenecek faiz oranının, bankalarca altı aydan fazla vadeli mevduata uygulanan faiz oranının 5 puan eksikliğinden aşağı olamayacağı hükme bağlanmıştır.

Özel sektör 1981 yılında, 1980 yılına göre daha düşük bir düzeyde, 15 milyar 1981 milyon lira tahvil ihraç edip satmıştır. Bunun nedeni ise 1981 yılında, mevduat sertifikalarının sermaye pazarında işlem görerek tahvil yerine ikame edilmesi suretiyle tasarrufların mevduat sertifikalarına kayması olmuştur (106).

(104) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 3 Temmuz 1981 S. 17389)

(105) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 28 Kasım 1981, S. 17528).

(106) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1981, s. 76.

1982 yılında özel sektörün 15 milyar TL'lik tahvil ihraç ettiği tahmin edilmektedir (107). Özel sektörün ihraç ettiği tahvillerin, toplam tahvil ihracı içindeki payı % 18,7 olmuştur. Özel sektör incelediğimiz dönemler içinde en fazla tahvil ihracını 1980 yılında gerçekleştirmiştir. 1980 yılından 1982 yılına kadar özel sektör tahvil ihracında bir gerileme gözlenmektedir.

2. Türkiye'de Kamu Sektörü Tahvil Piyasasının Gelişimi

Özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillere paralel olarak, İktisadi Devlet Teşekküllerinin yatırımları için gerekli kredileri sağlamakla görevli Devlet Yatırım Bankası tahvil çıkarmaktadır. Bununla birlikte Devlet direkt olarak iç borçlanma amacıyla Hazine İç İstikraz Tahvilleri çıkarmaktadır.

Devlet Yatırım Bankası 1971,1972,1973,1974 yıllarında 20 yıl vade ile % 9-11 faiz oranı üzerinden tahvil ihraç etmiştir (108).

Kamu sektörü 1971 yılında 1 milyar 450 milyon liralık, 1972 yılında çok büyük bir artışla 4 milyar 950 milyon liralık, 1973 yılında 6 milyar 900 milyon liralık ve 1974 yılında 9 milyar 697 milyon liralık tahvil ihraç etmiştir.

(107) "1983 Yılına Gireirken Türk Ekonomisi" Dünya Gazetesi, (22 Ocak 1983), s. 7.

(108) İktisadi Rapor, 1974, s. 371.

Tablodan'da anlaşılabacağı gibi, özel sektör tarafından ihraç edilen tahvil tutarları, kamu sektörü toplam tahvil ihraç tutarını oluşturan gerek Devlet Yatırım Bankası ve gerekse Hazine tahvil tutarları yanında sözü edilen dönemin bütün yıllarında çok düşük seviyede kalmış bulunmaktadır. Tüm tahvil ihraçlarının % 90'ından fazlası kamu sektörü gerçekleştirmiştir.

Bu olayın gerçekleşmesi de, Devlet tahvillerinin bilinen avantajlarının yanında yasalar gereği, tasarrufcu kamu kuruluşları ve ticari bankalar tarafından satın alınmalarının zorunlu olmasının rolü büyük olmaktadır (109).

Hazine İç İstikraz Tahvillerinin satışı, özellikle satış süresinin uzatılarak, itibari değerinin altında satış olanağının getirildiği, 1974 yılından itibaren başlayarak hızlanmış, daha önemli olarak bankalar, tasarrufcu kuruluşlar ve özel şirketler dışında, özel tasarruf sahipleri tarafından alınan tahvillerin toplam satışlar içindeki payı yükselmiştir (110).

1975 yılında kamu sektörü 13 milyar liralık 1976 yılında yine büyük bir artışla 20 milyar 500 milyon liralık 1977 yılında ise 39 milyar 500 milyonluk tahvil ihraç edip satmıştır.

(109) İktisadi Rapor, 1974, s. 371.

(110) Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, (1979-1983), s. 114.

Hazinece ihraç edilen tahvillerin faiz oranı 1978 yılında Maliye Bakanlığının Tebliği ile (111) net % 11'den, net % 14'e çıkarılmıştır. Yeni % 14 faiz oranının, geçmiş yıllarda Maliye Bakanlığınca çıkarılmış tahvillerin 6.6.1978 tarihinden sonra ödenecek ilk faiz kuponlarına da uygulanması kararlaştırılmıştır. Bu gelişmeye paralel olarak Devlet Yatırım Bankası'na ihraç edilen tahvillerin faiz oranı da % 14'e çıkarılmıştır (112).

1978 yılında kamu sektörü 35 milyar 500 milyon liralık tahvil ihraç edip satmıştır. Ancak bu satışıyla 1977 yılı düzeyine ulaşamamıştır.

1979 yılında kamu sektöründe çıkarılan tahvillere uygulanan faiz oranı % 14'den % 18'e (vergiden muaf) yükseltilmiştir (113).

1979 yılında kamu sektörü tahvil ihracında yeniden bir artışa gözlenmiş ve 42 milyar 910 milyon lira düzeyine ulaşmıştır;

1980 yılında kamu sektörü 75 milyar 800 milyon liralık tahvil ihraç edip satmıştır.

1981 yılında Devlet İç Borçlanma Tahvillerinin ve İç İstikraz Hazine Bonolarının vade ve faizleri, diğer parasal yatırım alternatiflerinde görülen değişikliklere para-

(111) Maliye Bakanlığı Tebliği (R.G..30 Mayıs 1978).

(112) Devlet Yatırım Bankası'na ihraç Edilen Tahvillere İlişkin Düzenleme, (R.G..15 Ağustos 1978).

(113) İktisadi Rapor, 1980. s. 331.

lel olarak, yeniden düzenlenmiştir. 1981 yılında % 34 faizli, üçer aylık dönemler itibariyle faiz ödemeli ve bir yıl vadeli Devlet İç Borçlanma Tahvilleri çıkarılmıştır (114). 1981 yılında bu gelişmeye paralel olarak kamu sektörü 135 milyar liralık tahvil ihraç edip satmıştır.

1982 yılında kamu sektörü 65 milyar TL.lık tahvil ihraç etmiştir. İhraç edilen bu tahvillerin, 60 milyar TL.lık kısmını iç borçlanma tahvilleri, 5 milyar TL.lık kısmını ise T.C. Emlak Kredi Bankasının tahvilleri oluşturmaktadır. 1982 yılında Kamu Sektörünün ihraç ettiği tahvil tutarı 1981 yılına göre çok düşük düzeyde kalmıştır.

(114) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1981, s. 75.

Ü Ç Ü N C Ü B Ö L Ü M

ENFLASYONUN ETKİLERİ VE TAHVİLLERİN DEĞERLEMESİ

I. ENFLASYON KAVRAMI VE ETKİSİ

1.- Enflasyon Kavramı

Enflasyon toplum için yeni bir olay değildir. Enflasyonun başlangıçta Roma çağlarına kadar götürülenler vardır. Ancak çağımızda durum, süre, sürat, kapsam ve yoğunluk bakımından çok farklıdır. İngiltere'den Japonya'ya, Güney Amerika'dan Kuzey Ülkelerine kadar zengin, fakir, sanayici, tarımcı, bütün Ülkelerde günümüzde artık evrensel bir enflasyon söz konusudur (1). Çağımızda gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan Ülkelerin ortak sorunlarından birisi de şüphesiz enflasyondur (2).

Enflasyonun tanımı konusunda özde bir olan farklı yaklaşımlar vardır. Enflasyon, cari fiyat düzeyinde toplam talebin toplam arzdan fazla olmasıdır (3). Enflasyon sürekli olarak genel fiyat seviyesinin yükselmesidir (4). Enflasyon fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi ve paranın iç satın alma gücünün düşmesi anlamını taşır (5).

-
- (1) İsmail Hakkı DÜĞER, Enflasyon ve Parasal Dinamikleri, (Atatürk Üniversitesi İşletme Fakültesi, 1980, Yayınlanmamış Doktora Tezi), s. 1.
 - (2) İlker PARASIZ, "Enflasyonla Mücadele Sorunu", Bursa İ.T. İ.Akademi Dergisi, C.III, (Mart 1974), s. 32.
 - (3) Besim ÜSTÜNEL, Makro Ekonomi, (Ankara, 1967), s. 210.
 - (4) COATES, s. 206.
 - (5) Aydın TÜRKBAL, "Türkiye'de Enflasyonun Nedenleri ve A-
linması Gerekli Tedbirler", Atatürk Üniversitesi İşletme
Fakültesi Dergisi, C.1. S.3., s. 287.

Enflasyonla ilgili verilen bu çeşitli tanımlardan sonra, ekonomide her fiyat yükselişinin bir enflasyon anlamına gelmeyeceğini belirtmek yerinde olacaktır. Enflasyondan, ancak devamlı ve büyük fiyat artışlarının ekonomide görüldüğü sürece söz etmek mümkündür. Fiyatların kısa bir sürede hızla yükselmesi fakat sonra hızını kaybederek eski seviyesine gelmesi durumunda, enflasyondan bahsetmek mümkün değildir. Çünkü enflasyon ancak fiyat yükselmeleri devam ettiği sürece vardır (6).

A. Enflasyonun Nedenleri

Enflasyonun nedenlerini ortaya koymaya çalışan açıklamalar esas itibarıyla iki esas görüşte açıklanabilir; (a) Enflasyonu yaratan sebeplerin toplam talepte bulunduğunu ileri süren görüşler, (b) Enflasyonu toplam arzdaki bağımsız değişimler ile açıklayan görüşler (7).

Genel olarak talep enflasyonunda, cari fiyatlarla toplam talebin toplam mal ve hizmet arzını aşması suretiyle talebin fiyatları yukarıya doğru çekmesi, enflasyonun asıl sebebini teşkil ettiği fikri bulunur.

Diğer yandan enflasyonu toplam arzdaki maliyet yükselişleriyle açıklayanlar maliyet enflasyonunu talep enflasyonu

(6) Ridvan KARIUK; "Enflasyon Kavramı ve Sonuçları", ESADER. C.IX, 1973, s. 201.

(7) I.S., FRIDMAN, (Çev. Haluk GÜRSEL), Enflasyon, 1981, s.32; KARIUK, s. 201.

dışında kalan faktörlerin tümünü kapsayan bir kavram olarak kullanılmaktadırlar (8). Bu tip enflasyonun nedeni, üretim maliyetlerindeki artışlardır. Üretim maliyetlerinin artması sonucunda buna bağlı olarak fiyatlarda bir yükselme görülür. Bu olay da maliyet enflasyonu olarak bilinmektedir.

2. Enflasyonun Etkileri

Enflasyona yol açan politikalar, iktisatçıların çoğunluğunca zararlı ve tehlikeli yöntemler olarak ele alınmaktadır. Ancak enflasyonun sakıncaları yanında yararları da olabilmektedir. Üstelik çeşitli ülkeler uygulamaları, enflasyonun gittikçe yaygınlaşan örnekleriyle dolu olduğuna göre, ülke yöneticilerinin, hiç değilse bile, bir ölçüde enflasyoncu bir politikanın yararlarına inandıkları sonucuna varılabilir (9).

Enflasyonun ve enflasyoncu bir politikanın olumsuz etkilerine geçmeden önce enflasyonun olumlu etkilerinin neler olabileceğine kısaca değinelim.

A. Enflasyonun Olumlu Etkileri

Genellikle kabul edildiği üzere, enflasyon dönemleri

(8) MUKERREM HİÇ, "Maliyet Enflasyonu ve Talep Enflasyonu Kavramları", Türkiye'de Enflasyon, s. 100.

(9) ÖZHAN ULUATAM, Enflasyon ve Devlet Gelirleri, (Ankara, 1981), s. 9.

fiyat artışlarının ücret artışlarının önünde gittiği dönemlerdir. Bunun doğal sonucu da ekonomide yaratılan gelirlerin bölünüşünde kârların nisbi payının, ücretler aleyhine değişmesidir. Bu durum bazen reel ücretlerin düşmesi anlamına gelmez. Ekonomi büyümekte iken, hem kârların nisbi payının hem de reel ücretlerin büyümesi mümkündür (10).

Enflasyon ve buna bağlı kâr büyümesi ekonominin gelişmesi açısından önemli bazı sonuçlar yaratır. Herşeyden önce üretilen mallara karşı toplam talep yetersizliği endişesinden kurtulan müteşebbisler mevcut sermayesinin tam çalışmasını sağlamayı tercih edeceklerdir. Böylece ekonominin talep yetersizliği nedeniyle üretim imkanlarının altında çalışması önlenecektir. Diğer yönden enflasyon dönemlerinde yatırım yapma arzusu da, yatırım yapma imkanlarını arttıracaktır. Yatırım yapma arzusunun artışı, toplam talep ve kâr oranlarındaki büyümenin temel sonucu olarak ortaya çıkacaktır. Yatırım yapma imkanları ise esas itibarıyla toplam tasarruflara bağlı kalacaktır.

Yüksek gelirlilerin tasarruf etme olanakları daha yüksektir. Kâr elde edenler genellikle toplumun yüksek gelirlilerinden oluştuğuna göre enflasyonun yarattığı gelir dağılımı toplam tasarrufları bir ölçüde arttırabilecektir(11). Kâr sahipleri artan gelirlerini tasarruf etme yerine tüketimleri için kullandıklarında, toplam yatırım miktarını yükseltecek imkanlar yok edilmiş olur. Bu bakımdan enflas-

(10) UIUATAM, s. 9.

(11) UIUATAM, s. 10.

yonun lehinde ileri sürülen görüşlerin temelini müteşebbislerin tasarruf yapma arzusunun ücretlilerden daha büyük olması teşkil eder.

Enflasyon tasarrufların arttırılmasını dolaylı şekilde de gerçekleştirilebilir. Hükümetler para arzını arttırarak doğrudan kalkınmanın finansmanını sağlayabilirler. Böylece enflasyon gelir ve servet dağılımına etki ederek tüketimi kısıcıcı, tasarruf arttırıcı yol oynayarak da dolaylı bir şekilde kapital birikimini artırır (12).

Enflasyonun yararlı olabileceği konusundaki görüşleri özetlerken mutlaka belirtilmesi gereken husus, bu açıklamalarda yararlı sayılabilecek enflasyonun sınırlı ölçüler içinde tutulabilmiş, sınırsız fiyat yükselişine dönüşmemiş olmasıdır.

B. Enflasyonun Olumsuz Etkileri

Enflasyonun olumlu etkilerine karşılık olumsuz etkileri de oldukça fazladır.

Enflasyonun menkul kıymetlerden beklenen nakit akışlarının reel değerlerini ve dolayısıyla da menkul kıymetlerin piyasa değerlerini de olumsuz yönde etkileyebilmektedir(13).

(12) PARASIZ, s. 61.

(13) Lawrence REVSINE and Jerry B.WEYGANT, "Accounting for Inflation", Journal of Accountancy, (October, 1974), s.72.

Bu nedenle enflasyon menkul kıymetlerin reel kârlılık düzeyini belirleyen önemli etmenlerden birisidir.

Tasarrufların daha çok, değerlerini koruyabilecek ve kısa sürede kâr getiren fakat milli ekonomi için hiç faydası olmayan gayrimenkul ve altın gibi servetlere kayması sonucunda ekonomi büyük kayıplara uğrar. Enflasyon süresince bu çeşit servetler el değiştirir ama çok defa bunların miktarı artmaz. Böylece hızlı bir enflasyon uzun dönemde yatırımların artmasını engelleyebilmektedir.

Bir ekonomide kişiler tasarruflarını menkul kıymetlere yöneltirken bir gelir beklerler (14). Ancak enflasyon, menkul kıymet yatırımlarının gelirlerini olumsuz yönde etkilediğinden, menkul kıymetlere talebi azaltmakta sermaye piyasasının gelişmesini de engellemektedir (15).

Tahvil faizleri nitelikleri itibariyle sabittir, ancak enflasyonist dönemlerde tahvil faizlerinin parasal tutarları sabit kalsa dahi paranın satınalma gücünde meydana gelen düşme nedeniyle tahvillerin reel değerlerinde ve tahvillerin reel gelirlerinde bir düşme olacaktır. Böylece aşırı enflasyon tahvillere yatırılan tasarrufların reel gelirini oldukça düşürecek hatta sıfıra da indirebilecektir.

(14) Ahmet İPEKÇİ, "Sermaye Yatırımlarının Planlanması ve Enflasyon", I.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C.7, S.2. (Kasım 1978), s. 221.

(15) İlhan MERİÇ, "Enflasyon Koşullarında Taşınır Kıymet Yatırımları", I.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C.8, S.2 (Kasım 1979), s. 121.

Bu olay tasarrufların tahvillere yatırılmasını sınırlı da olsa olumsuz yönde etkileyebilecektir. Gelişmekte olan diğer bir çok ülkede olduğu gibi enflasyon oranları ülkemizde de son yıllarda % 50 yi aşan boyutlara ulaşmış bulunmaktadır (16). Bu nedenle, konunun ülkemiz açısından da önemi büyüktür.

3. Enflasyonun Ölçülmesi

Enflasyon oranının ölçmek için bir çeşit ortalama alma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda ise fiyat artışlarının basit bir ortalamasının alınması amaç için yeterli olmayacaktır (17). Eğer önemli bir malın fiyatı önemli ölçüde artarsa buna önemsiz bir malın fiyatındaki yükseliş ve düşüşten daha fazla önem vermek gerekecektir. Bu da fiyat artış hızını hesaplarken farklı malların farklı önem derecelerini yansıtan ağırlıklı ortalamanın kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Buradan hareketle, bütün amaçlar için kullanılabilir, enflasyon hızı için tek bir ölçünün olmayacağı sonucuna varılır. Enflasyon hızının fiyat indeksleriyle ölçülebileceği söylenebilir. Ancak tek bir fiyat indeksi yoktur (18). Bu nedenle paranın satın alma gücünde

(16) Nasuhi BURSAL, "Dünya'da Enflasyon", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, (Eylül 1978), s. 28.

(17) Ethem TOLGA, "Yatırım Modellerinin Enflasyon Karşısında Yeniden Değerlendirilmesi", Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması, Y.1, S.3, (Eylül 1979), s. 338.

(18) Ramazan ABAY, "Yatırım Hesaplarında Enflasyonun Etkisi ve İskonto Oranının Saplanması", Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması, Y.1, S.4, (Aralık 1979), s. 432.

meydana gelen düşmeleri ölçmek için hangi fiyat indeksinin kullanılacağı sorunu ortaya çıkar. Genellikle paranın satın alma gücünde meydana gelen düşmelerin toptan eşya fiyat indeksleri yardımıyla ölçülmesi kabul görmüştür(19).

Toptan eşya fiyat indekslerinde belirli mallar bir liste halinde sıralanır ve bu malların fiyatlarının belirli dönemler itibariyle artışı geçmiş yıllara oranlanarak enflasyon oranı saptanır. Fiyat indeksleri düzenlenirken, bu indekslere ekonomide alınıp satılan bütün mal ve hizmetlerin konulması mümkün olmadığından listede ancak saptanan bazı temel mallar yer almaktadır. 1976 yılında A.B. D. yapılan listede 400 farklı malın yer aldığı görülmüştür (20).

İndeks yöntemiyle enflasyon oranı hesaplanırken genellikle sabit esaslı ve zincirleme indeks olmak üzere iki yöntem kullanılmaktadır.

Sabit esaslı indekslerde, belirli bir yıl baz yıl olarak alınır ve diğer yıllardaki gelişmeler bu yıla oranlanarak indeks oranı bulunur (21).

$$\text{Toptan Eşya Fiyat İndeksi (anılan yıl)} = \frac{\text{İndeks Devresi Toptan Eşya Fiyatları (anılan yıl)}}{\text{Temel Alınan Baz Yılın Toptan Eşya Fiyatları}} \times 100$$

(19) İPEKÇİ, s. 220.

(20) COATES, s. 207.

(21) Necla ÇÖMLEKÇİ, İstatistik, (Ankara, 1974), s. 271.

1981 yılının toptan eşya fiyatları indeksi değişimini bulmak için 1970 yılı baz kabul edildiğinde;

$$\frac{1981 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyat İndeksi}}{1970 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyatları}} = \frac{1981 \text{ Yıl Toptan Eşya Fiyatları}}{1970 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyatları}} \times 100$$

1981 yılı toptan eşya fiyatı sabit esaslı indeksi bulunmuş olur (22). Sabit esaslı indekslerin uygulanması ile belirli bir baz yılına göre diğer yılların fiyat artışları tesbit edilir.

Zincirleme esaslı indekslerde ise temel devre her indeks yılı için bir evvelki yıldır (23). Yani zincirleme esaslı indeksler hesaplanırken, toptan eşya fiyatları bir evvelki yılın toptan eşya fiyatlarına bölünür ve yüzle çarpılır.

1981 yılının toptan eşya fiyatlarının zincirleme fiyat indeksini bulmak için;

$$\frac{1981 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyat İndeksi}}{1980 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyatları}} = \frac{1981 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyatları}}{1980 \text{ Yılı Toptan Eşya Fiyatları}} \times 100$$

Zincirleme fiyat indekslerine uygulanmasından amaç bir yıl öncesine göre anılan yılın fiyat artışlarını tesbit etmektir.

(22) COATES, s. 208.

(23) ÇÖMLEKÇİ, s. 271.

4. Türkiye'de Enflasyonun Gelişimi

Enflasyonun sermaye yatırımları ve faiz üzerindeki etkilerini değerlendirebilmek için Türkiye'de enflasyonun gelişimi ve enflasyon oranları hakkında bilgi sahibi olmak gerekir.

Çalışmamızın araştırma alanına yalnızca günümüzdeki fiyat artışlarının yarattığı sorunlar girmektedir. Ancak günümüzdeki fiyat hareketleri, bugüne kadar uygulanan ya da uygulanmak istenen politikaları daha önceki yılların izlerini taşımaktadır. Bu bakımdan çalışmamızın bu bölümünde ilk önce kısaca ikinci dünya savaşından sonraki enflasyonu kısaca inceleyip sonra planlı dönemde enflasyonun gelişimi açıklanacaktır.

İkinci dünya savaşı sonunda Türk ekonomisi hayli durgun bir denge içinde görülmüyordu (24). Savaş döneminin olağan üstü güç koşulları ekonomik sorunları geri plana itmişti. Ancak, bu güç ve ekonomik açıdan durgun yıllar, aynı zamanda savaş sonrasında daha canlı bir ekonomi politikası uygulamasında olanak verecek gelişmeleri ortaya çıkarmıştır.

1954 yılına kadar süren bu gelişme ve fiyat istikrarı dönemi, bu yıldan itibaren yerini ekonomik sıkıntılara bırakmaya başlamıştır. Tarım kesimindeki üretim artışının durması, dış ticaretten gelen tikanıklıklar, bunlara bağlı

(24) ULUATAM, s. 20.

olarak sanayi üretiminin karşılaştığı güçlükler fiyat artışlarını ciddi boyutlara ulaştırmıştır. Özellikle 1956-1959 yıllarında % 20 ye yaklaşan yıllık fiyat artışlarıyla cumhuriyet devrinin o zamana kadar görülmüş en büyük enflasyonu yaşanmıştır (25).

1950-55 arasının düşük faiz ve para kredi genişlemesine dayanan ekonomi politikası 1956 yılından itibaren değiştirilmek istenmiştir. Bu amaçla faiz hadleri yükseltip krediler sınırlandırılmaya çalışılmıştır. Ancak, kamu maliyesi alanında bu politika başarılmadığı için para politikası bu alanda gelen baskılardan kurtulamamıştır. Özellikle iktisadi devlet teşekküllerinin sağlıklı çalışma düzeni ve yanlış fiyat politikaları bu kuruluşları sürekli olarak bütçeye ve sonuçta Merkez Bankasına yük yapmıştır. Bu durum para kredi alanındaki tedbirlerin tutarlılığını da geniş ölçüde ortadan kaldırmıştır. Özel kesim kredileri sınırlandırılmaya çalışılırken kamu kesimine açılan kredilerdeki genişlemeye engel olunamamıştır (26).

1956-1959 yılları arasında yaşanan enflasyon olgusu ve bunun yarattığı ekonomik ve toplumsal sıkıntılar kamuoyunu hayli etkilediği için 1963 sonrası dönemlerde her kalkınma planına, ekonomideki enflasyoncu eğilimlerin önleneyeğine

(25) UIUATAM, s. 20.

(26) Talat GULLAP, Türkiye Ekonomisinde Talep Enflasyonu ve Para Politikası 1950-1960 Tecrübesi, (Ankara, 1973), s.73.

dair çeşitli ifadelerin konulmasına ve bu hususta öngörülen politikaların belirtilmesine dikkat edilmiştir. Bu politikalar şöyle sıralanabilir.

Maliye ve para politikaları, kaynaklarının tam olarak kullanılması ve en iyi şekilde tahsisine engel olacak, enflasyonist veya deflasyonist eğilimlerin gelişmesini önleyecektir (27).

Ekonomik gelişmenin artan bir hızla devam edebilmesi, kıt kaynakların israfının önlenmesi, gelirin kişiler ve sektörler arasındaki dağılımında adaletsizliklere yol açılmaması için fiyat istikrarının korunması gerekli görülmektedir. Bu amaçla mevsimlik ve arızî fiyat dalgalanmaları dışında, genel fiyat seviyesinin istikrarı korunacaktır (28).

Üçüncü Beş Yıllık Plan dönemine fiyat politikasının genel hedefi bir yandan genel fiyat seviyesinde kalkınma hedefleri ile uyumlu olarak istikrarı korumak, diğer yandan üretim, talep ve kaynakların dağılımını düzenleme fonksiyonunda etkin şekilde yararlanmak amacıyla fiyat sisteminin esnek şekilde işlemlerini sağlamak olarak saptanmıştır (29).

Genel fiyat istikrarını talep yönünden bozucu eğilimlerin önlenmesi ve toplam arz-talep dengesinin fiyatlarda aşırı yükselişlere yol açmadan sağlanmasını gerçekleştirecektir.

(27) Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1963-1967), s. 34.

(28) İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1968-1972), s. 110.

(29) Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (1973-1977), s. 902.

Bu amaçla para-kredi maliye, iç dış ticaret politikalarının uyumlu kullanımı sağlanacaktır (30).

Fiyat istikrarının böyle altı çizilen bir hedef olarak belirtilmesine karşılık, denilebilir ki planlı dönem bir bütün olarak ele alınınca bu dönemdeki ekonomi politikasının en zayıf yönlerinden birisini genel fiyat seviyesindeki önlenemeyen yükselişler teşkil etmiştir.

Diğer yandan kamu açıklarının yatırımları finanse etmekten çok cari harcamalardan kaynaklanmış olması ve ekonomideki bekleyişlerden olumsuz etkilenmesi sonucu, dağıtım ve stoklama yoluyla arzda takılmalar meydana gelmiştir. Bu arada bekleyişler talebi olumsuz yönde etkilemiş, paradan kaçma eğilimi talebi arttırmıştır.

Bu fiyat artışlarının etkisiyle, Türkiye'de enflasyonun artışı ile büyüme oranı düşmüş ve enflasyonist baskılar artmıştır. Ekonomiyi yeniden düzenlemek ve enflasyonu asgari seviyeye indirmek amacıyla ekonomi tarihimizde 24 Ocak kararları olarak bilinen bir dizi kararlar alınmıştır. Kararlar dizisinin temel nedeni, talebi azaltmak ve stoklara bağlanan sermayenin çözülmesini sağlamak teşkil etmiştir (31).

Türkiye'deki genel ekonomi politikası enflasyonu olumsuz yönde etkilemiş paradan kaçma eğilimi talebi arttırmış

(30) Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, (1978-1982), s. 278.

(31) Semih BÜKER, "24 Ocak Kararlarının İşletmelerin Finansal Politikalarına Etkisi", ESADER, C.XVI, S.2, s.83.

aşağıdaki grafik üzerinde de görüldüğü gibi 24 Ocak kararlarından sonra enflasyon oranında nisbi bir düşme olmuşsa da genelde de yüksek oranlı enflasyonlar devam etmiştir.

Yüksek oranlı enflasyon, aslında paranın üstlendiği işlevleri bozmaktadır (32). Bilindiği gibi, para, ortaklaşa kabul gören bir mübadele aracı olmasının yanı sıra standart bir değer ölçüsü ve değer saklama aracıdır. Para değerinin, diğer bir ifadeyle satın alma gücünün sürekli ve süratli aşındığı enflasyon dönemlerinde para, anılan işlevleri yerine getirme kabiliyetini ve etkinliğini yitirir. Bu bakımdan enflasyon olgusunu iyi algılayarak yapılan parasal işlemler daha yerinde olacaktır.

Aşağıdaki grafikte olduğu gibi toptan eşya fiyat endeksine göre yıllık yüzde değişimler 1971-1982 dönemi itibariyle açıklanmıştır.

Tablo 2 ve grafik 3'deki rakamsal verilerden anlaşılacağı üzere Türkiye'de enflasyon oranı 1974 yılına kadar % 29 düzeyine ulaşmış sonra alınan önlemlerle 1975 yılında % 10 düzeyine indirilmiştir. 1980 yılında enflasyon oranlarında %111.8 bir artış olmuş ve 24 Ocak kararlarından sonra ise enflasyon oranının % 36 düzeyine indirilmesi mümkün olabilmektedir.

Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını gerçek piyasa fi-

(32) Sevgi GÜRAN, "Enflasyon ve Faiz Oranları", Para Kredi Dergisi, (Mart 1981), s. 34.

yatından değerdendirebilmesi için enflasyon faktörünü de göz önüne alması gerekmektedir.

Türkiye'de enflasyonun olağan bir konjoktür niteliğini kazanması enflasyon koşullarının olağan piyasa koşulları arasında mütala edilmesini gerektirir. Bu bakımdan Türkiye'de tasarruf sahiplerinin tasarruflarını gerçek piyasa fiyatından değerdendirilmesinde enflasyon faktöründe gözönüne alması gerekmektedir.

Türkiye'de zincirleme esaslı indeks yöntemiyle 1972 yılının enflasyon oranının hesaplanması, aşağıdaki formüller yardımıyla gerçekleştirilmiş ve tablo 2'de gösterilmiştir. Diğer yıllardaki fiyat değışmeleri de aynı yöntemden hareketle saptanmıştır.

$$\begin{array}{lcl} \text{1972 Yılı Toptan Eşya} & & \text{1972 Yılı Toptan} \\ \text{Fiyatı İndeksi} & = & \text{Eşya Fiyatları} \\ & & \text{1971 Yılı Toptan} \\ & & \text{Eşya Fiyatları} \end{array} \times 100$$

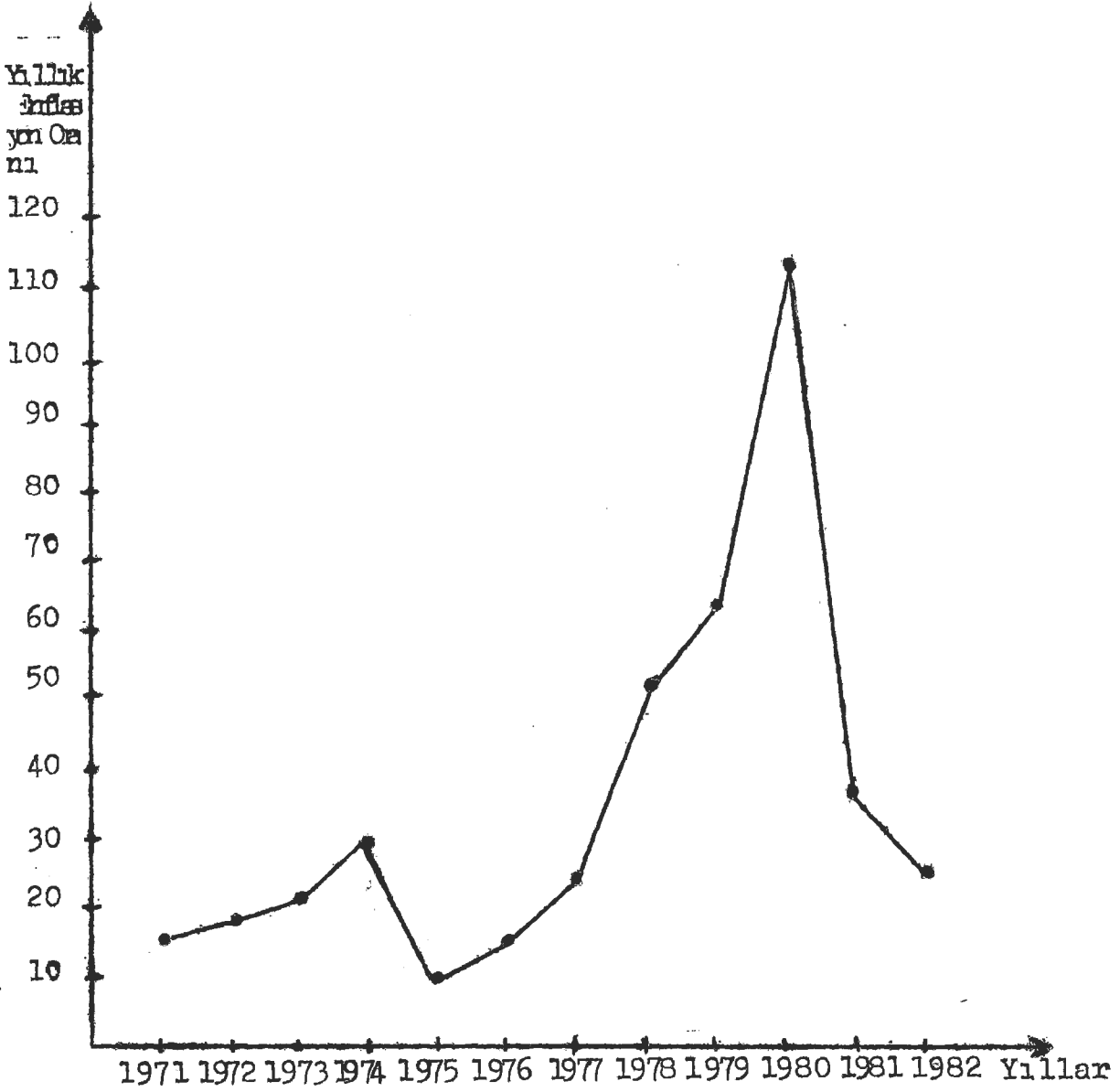
$$\begin{array}{lcl} \text{1972 Yılı Toptan Eşya} & & \text{199.3} \\ \text{Fiyatı İndeksi} & = & \text{168.9} \end{array} \times 100 \equiv 117.99$$

TOPTAN EŞYA FİYATLARINDA YILLIK YÜZDE DEĞİŞMELER
(1971-1982 DÖNEMİ)

YILLAR	TOPTAN EŞYA FİYATLARI SABİT ESASLI ENDEKSİ 1963=100	ZİNCİRLEME ESASLI ENDEKS	YÜZDE ARTIŞ (ENFLASYON ORANI)
1971	168,9	115,9	15,9
1972	199,3	117,99	17,99
1973	240,1	120,4	20,4
1974	311,8	129,86	29,86
1975	343,2	110	10
1976	396,6	115	15
1977	492	124	24
1978	750,8	152,5	52,5
1979	1.236,7	163,9	63,9
1980	2.550,6	211,8	111,8
1981	3.488,2	236,7	36,7
1982	4.369,2	125,2	25,2

TABLO - 2

- KAYNAK : 1) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1981, s. 140.
2) DİE. Türkiye İstatistik Yıllığı. 1981, s. 360.
3) 1980 Yılı Programı, (R.G. 13 Şubat 1980, S.16839)
s. 65 .
4) Ticaret Bakanlığı Tebliği, (R.G. 18 Mart 1983,
S. 17991).



GRAFİK 3

GRAFİK YARDIMIYLA TÜRKİYE'DEKİ ENFLASYON ORANLARI
GELİŞMESİNİN İZLENMESİ
1971-1982 DÖNEMİ

II. ENFLASYON KOŞULLARINDA FAİZ ORANLARI

1. Faiz Oranının Tanımı ve Faizi Oluşturan Unsurlar

Sermaye piyasası incelenirken, üzerinde durulması gereken iki önemli kavram faiz oranı ve risktir. Bu iki kavramın, özellikle sermaye piyasasında tahvillerin reel gelirinin ve reel değerinin nasıl belirleneceği konusu incelenirken, önemli bir öge olarak üzerinde durulması gerekir. Bu bakımdan çalışmamızın bu bölümünde faiz konusuna değinilecektir.

Faiz, sermaye piyasasına fon sunumu ile fon kullanımını eşitleyen bir fiyat olarak tanımlanabilir (33). Bu demektir ki bir ülkede ellerindeki fonları başkalarına ödünç vermeye hazır kişi ve kurumlar ve bu fonları ödünç almayı arzulayan kişi ve kurumlar vardır. Kuşkusuz kişiler veya kurumlar ödünç verilebilir fonları karşılığında bir gelir elde etmek istemektedirler. Ödünç alma karşılığında ise kişi veya kurumlar bir bedel ödemeye hazırdırlar. Faiz, ödünç para kullanmak isteyenlerin ödemek zorunda olduğu bir bedeldir (34). Bir ekonomide sermaye piyasasına sunulan fonların hacmi değişik olabileceği gibi kanuni bir sınırlandırma yoksa faiz oranları da değişik olabilecektir.

(33) A., CROCKETT, Money: Theory, Policy and Institutions. (Thomas Nelson Sons Limited, Second Edition, 1979), s.31.

(34) SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 135.

Faizin klasik ekonomistlerin savundakları gibi, tasarruflar ile reel yatırımların göreceli verimliliğinin para sunumu ve para talebi olarak ifadesi sonucu oluştuğu, veya Kenseyci teorinin belirttiği gibi paranın bir varlık olduğu ve bu varlığa duyulan talep ile arzının hacimlerinin faiz oranlarını belirlediği tartışmaları konumuz dışındadır. Ancak neden ne olursa olsun para arzında bir değişme para talebinde aynı yönde bir değişme ile birlikte gelmediği takdirde piyasa faiz oranının da değişebileceği bir gerçektir.

Belirsizliğin ve buna bağlı olarak da riskin olmadığı ve paranın satın alma gücünde zaman süreci içinde değişimin beklenmediği bir ekonomik ortamda faiz oranı, fon sunumu ile fon talebinin hacimlerini eşitleyen oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu orana da temel faiz oranı denilmektedir.

Ancak belirsizliğin ve enflasyonun var olduğu gerçek ekonomik yaşamda, fon sunumunda bulunan kişi ve kurumların bu sunumları için isteyecekleri faiz oranı, belirsizlik enflasyon nedeniyle paranın satın alma gücündeki azalmayı da karşılayacak büyüklükte olması gerekecektir. Bu durumda faiz oranını üç temel unsur oluşturmaktadır. 1. Temel faiz oranı, 2. Fonu kullananın taşıdığı riske göre değişen bir risk primi, 3. Dönemsel enflasyon oranı (35). Bu unsurlar göz önünde tutularak yapılan bir değerlendirme ekonominin şartlarına uygun olup, tasarruf sahiplerinin daha sağlıklı yatırım yapmalarını gerçekleştirebilecektir.

(35) SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 136.

2. Enflasyonun Faiz Oranına Etkisi

Enflasyonun faiz oranlarını aşak boyutlara ulaşması ödünç para verme işlemlerinde faiz sorununun ortaya çıkmasına neden olmuştur (36). Ekonomik yaşamdaki fon sunumunun ve fon talebinin hacmini olumlu veya olumsuz yönde etkileyen parasal faiz oranları enflasyondan önemli ölçüde etkilenmektedirler.

Bir ekonomide faiz oranı, risk primi içeren temel faiz oranı ve enflasyon oranından oluşmaktadır. Enflasyonun faiz oranları üzerindeki etkisini araştıran pek çok çalışma yapılmıştır. W.Gibson tarafından yapılan bir araştırmanın bulgularına göre, A.B.D.'de, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde faiz oranlarına etki derecesi çok, enflasyonun düşük olduğu dönemlerde ise faiz oranına etkisinin az olduğu saptanmıştır (37). Enflasyon değişimelerindeki beklentin, faiz oranlarında dalgalanmaya dolayısıyla faiz oranları ile ilgili belirsizliğe yol açan en önemli etmen olduğu sonucuna varılmıştır (38).

Bir ekonominin içinde bulunduğu enflasyonist ortam,

(36) KARAYALÇIN, s. 18.

(37) Willam E.GIBSON; "Interest Rates and Inflationary Expenditures; New Evidence", The American Economic Review, (December 1972), s. 854.

(38) Bradford CORNELL, "Monetary Policy, Inflation Forecasting and The Term Structure of Interest Rates", The Journal Of Finance, (March 1978), s. 117.

hükümetin ekonomi politikası ve faiz oranları, gelecekteki enflasyon ve faiz oranları ile ilgili bekleyişleri etkileyen en önemli etmenlerdendir (39).

Enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere yapılan araştırmalar, geçmişe ait oranların ortalamasını kullanmak suretiyle, gelecekteki enflasyon ve faiz oranlarının isabetli bir şekilde tahmin edilebileceğini göstermiştir. F.Fama tarafından yapılan araştırmalarda A.B.D.'de 1953-1971 dönemlerinin verileri incelenerek faiz oranları ile gelecekteki enflasyon oranları arasında bir bağıl bulunduğunu ve ekonominin geçmişe ait enflasyon verilerine bakarak gelecekteki enflasyon ve faiz oranları ile ilgili tahminlerde bulunabileceği ortaya atılmıştır (40).

M.Fridman tarafından yapılan bir araştırmada ise beklenen enflasyon oranları ile tahvillerin faiz oranları arasında sistematik bir şekilde olmayan bir ilişki bulunduğu, beklenen enflasyon oranında % 1'lik bir artış olduğu zaman tahvil verimlerinde % 0,64'lük bir artış olduğu sonucuna varılmıştır (41). Kuşkusuz bu açıklamalarımız A.B.D. gibi serbest ve düzenli ekonomik sisteme dahil ülkelerde geçerli-

(39) Patric H.HENDERSHOT, James C.Van HORWE, "Expected Inflation Implied by Capital Market Rates", The Journal of Finance, (May 1973), s. 304.

(40) Eugene F. FAMA, "Short-Term Interest Rates as Predictors of Inflation", The American Economic Review, (June 1975), s. 271.

(41) Benjamin M.FRIDMAN, "Who Puts the Inflation Premium Nominal Interest Rates?" The Journal of Finance, (June 1978), s. 833.

lık kazanmaktadır.

Ülkemizde ise faiz oranları tam olarak serbest piyasada değil, kısmı olarak yasalar ile belirlenmektedir. Son yıllarda enflasyon oranının büyük boyutlara ulaşması nedeniyle, enflasyon oranları faiz oranlarına çok yaklaşmış bulunmaktadır. Enflasyonun ortaya çıkardığı sermaye kaybına rağmen, halk tarafından riski az bir yatırım olarak görülmesi nedeniyle tahvillere yatırım yapılmıştır (42).

Tasarrufların tahvil piyasasına çekilebilmesi ve tüketim veya altın, arsa gibi süpükilatif yatırımlara kaymasının önlenebilmesi amacıyla faiz oranı enflasyon indeksi ile ayarlanabilen tahvil ihracına gidilmesine gerek vardır (43).

3. Enflasyon Koşullarında Reel Faiz Oranının Hesaplanması

Enflasyon koşullarında paranın satınalma gücü azalacağından, tasarruflar zamanla değerini yitirmektedir. Bu bakımdan tasarrufları yatırıma dönüştürerken enflasyon primi de içerecek daha yüksek bir faiz oranının hesaplamalarda gözönünde bulundurulması, tasarruf sahiplerini daha gerçekçi

(42) Mehmet Gün ÇALIKA, "Sermaye Piyasasında Yeni Gelişmeler", Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, (2. Baskı, ODTU, İYSE-TUSIAD, Ankara 1979), s. 18.

(43) Atilla GÖNENLİ, "Sermaye Piyasasının Gelişebilme Olasılıkları", Sevk ve İdare Dergisi, (Ağustos 1975), s.19.

sonuçlara göstürebilecektir. Bunun için faiz oranlarının enflasyona göre ayarlanması gerekecektir.

Enflasyon ortamında reel faiz oranı, temel faiz oranı ve enflasyon oranlarının etkileşiminden oluşmaktadır. Faiz oranlarının serbest piyasa ekonomilerinde belirlendiği durumlarda reel gelirin saptanması, tasarruf sahiplerini bilgilendirebilecek ve tasarrufların daha verimli alanlara yatırılmasını sağlayacaktır.

Enflasyon koşullarında reel faiz oranının ve enflasyona göre ayarlanmış faiz oranının hesaplanabilmesi, diğer bir değişle tahvillerin enflasyona göre ayarlanmış gelirinin hesaplanması aşağıdaki formül yardımıyla gerçekleştirilebilir.

A = Paranın o dönemdeki satın alma gücüyle ifade edilmiş yatırım. (Tahvillere yatırılan sermaye miktarı)

r = Enflasyonun bulunmadığı koşullardaki faiz oranı (tahvillerin reel verimi, temel faiz oranı).

I = Beklenen enflasyon oranı

R = Enflasyona göre ayarlanmış faiz oranı (enflasyonist dönemlerde reel verim elde etme için tahvillere uygulanması gereken faiz oranı).

Bu halde enflasyona göre ayarlanmış faiz oranı aşağıdaki formül yardımıyla bulunur (44).

(44) Richard ROLL, "Interest Rates on Monetary Assets and Commodity Price Index Changes", The Journal of Finance, (May 1972), s. 254.

$$\frac{A}{(1+R)^n} = \frac{A}{(1+r)^n \cdot (1+I)^n}$$

$$A \cdot (1+r)^n \cdot (1+I)^n = (1+R)^n \cdot A$$

$$(1+r)^n \cdot (1+I)^n = (1+R)^n$$

$$1+R = 1 + I + r + r \cdot I$$

$$R = r + I + r \cdot I \quad (45).$$

Yukarıda görüldüğü gibi enflasyonun etkisini giderecek faiz oranı (R), enflasyon bulunmadığı koşullardaki faiz oranına (r)ye, enflasyon oranının (I) ve (r.I)nın eklenmesi suretiyle bulunacaktır.

Tahvillere uygulanan piyasa faiz oranını (R) olarak kabul ettiğimizde ise de, enflasyondan arındırılmış reel faiz oranını (r) aşağıdaki şekilde hesaplamak mümkündür.

$$r = \frac{(1+R) - (1+I)}{(1+I)}$$

Tahvillerin ihalelerde teminat olarak kullanılma v.s. gibi yararları da bulunmaktadır. Tasarruflarını tahvillere yatıran kişilerin teminat olarak para yerine tahvil verdikleri için buradan yararları olabilmektedir. Bu yararları (A) diyecek olursak, tahvillere uygulanacak enflasyona göre ayarlanmış iskonto oranı $R = r + I + r \cdot I - A$ olacaktır(46).

(45) ROLL, s.255; ABAY, "Yatırım Hesaplarında Enflasyonun Etkisi ve Iskonto Oranının Saptanması". s.433; İlhan MERİÇ, "Enflasyon Koşullarında Taşınır Kıymet Yatırımları", İ.Ü.İşletme Fakültesi Dergisi, (Kasım 1979), s.122; TOLGA, s.340; BAYAR, s. 256.

(46) MERİÇ, Enflasyon Koşullarında Taşınır Kıymet Yatırımları, s. 123.

III. ENFLASYON KOŞULLARINDA TAHVİLLERİN REEL GELİRLERİNİN VE DEĞERLERİNİN SAPTANMASI

1. Reel Gelirin Saptanması

Bir ekonomide bireyler tasarruflarını tahvillere yöneltirken bir gelir beklerler. Tahvillerin gelirleri ise nitelikleri itibarıyla sabittir. Fiyatlar genel düzeyinin sabit olarak kaldığı ekonomilerde tahvillerin parasal gelirleri reel gelirlerine eşittir.

Ancak fiyatlar genel düzeyinin değiştiği ve değişme yönünün tahmin edilemediği ekonomilerde, reel ve parasal gelir ayrımı önem kazanmaktadır. Tasarruf sahipleri için önemli olan husus, yatırımlardan elde edilecek gelirin reel değeri ise, tahvillerin alınıp satımının, reel gelir düzeyine göre belirleneceğini söylemek yerinde olur.

Enflasyonun hüküm sürdüğü ekonomilerde finansal yatırımların parasal geliri sabit kalsa dahi, paranın satın alma gücünde meydana gelen düşme nedeniyle, tahvillerin reel gelirlerinde bir azalma meydana gelmektedir (47). Bu nedenle parasal geliri sabit olan tahvillerin, reel gelirlerinde enflasyon oranına bağlı olarak değişmeler meydana gelecektir. Bu olgu nedeniyle enflasyonist ortamda tahvillere uygulanan faiz haddinin reel faiz olduğundan söz edilemez.

(47) Herold BIERMAN, Seymour SMITH, The Capital Budgeting Decision, (The Macmillan Company 1971), s. 276.

Bireyler enflasyonist ekonomilerde ellerinde bulundukları tasarruflarını bir an önce harcama eğilimindedirler. Bireylerin tasarruflarını bir an önce harcama arzularının şiddeti, gelecekte beklenen enflasyon oranı ile doğru orantılıdır. Ekonomide süre gelmesi beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksek ise, bireylerin ellerindeki tasarruflarını mal veya hizmet satın alma suretiyle yatırıma yöneltme arzuları da o kadar fazla olacaktır. Zira bireyler yükselen fiyat düzeyi nedeniyle aynı miktardaki para ile gelecekte daha az mal ve hizmet alabileceklerinin bilincindedirler.

Enflasyonun bilincinde olan bireyler geçmişteki tasarruflarını tüketime değilde yatırıma yöneltmek istediklerinde, yukarıda kısaca açıklanmış olan etkiyi otomatikman asgari kârlılık haddine yansıtacaklardır. Bu durumda, enflasyonist ortamda tahvil yatırımlarına yönelen bireyler, enflasyonun olumsuz etkisinden korunabilmek ve uygun bir reel gelir sağlayabilmek amacıyla nominal faiz hadlerinin yükseltilmesi suretiyle, tahvillerin reel gelirini sabit tutma olanağına sahiptirler.

Sözü edilen reel gelir miktarının enflasyonun olumsuz etkisinden korunması, önce de belirttiğimiz gibi aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir.

R = Enflasyona göre ayarlanmış faiz oranı (tahvillerde uygulanması gereken faiz oranı).

r = Enflasyonun bulunmadığı koşullarda faiz oranı
(tahvilin reel verimi).

I = Beklenen enflasyon oranı

$$R = r + I + r.I.$$

Yukarıda belirttiğimiz formülde olduğu gibi, tahvillere yatırımın değerlendirilmesinde sermaye geliri kavramının içinde enflasyona karşı bir primin yer alması gerekmektedir (48). Diğer bir deyişle yatırımcılar enflasyon oranını faiz haddine yansıtmakta ve bu şekilde belirlenen faiz haddine de enflasyona göre ayarlanmış faiz oranı denilmektedir.

Fiyatlar genel düzeyinin sabit olduğu bir ekonomide, faiz oranının % 32 olduğunu kabul edelim. Fiyatlar genel düzeyi sabit olduğuna (enflasyon olmadığına) göre parasal (nominal) faiz haddi reel faiz haddine eşit olacaktır. Gelecekte fiyatlar genel düzeyinin (enflasyon oranının) ortalama % 20 alacağı bekleniyorsa, parasal ve reel faiz oranları arasında bir fark oluşacaktır. Bu durumda enflasyondan önce saptanmış faiz oranını gerçekleştirecek, enflasyona göre ayarlanmış faiz oranının da ne olacağının araştırılması gerekecektir.

$$R = ?$$

$$r = \% 32$$

$$I = \% 20$$

$$R = r + I + r.I.$$

$$R = (0,32) + (0,20) + (0,32).(0,20)$$

R = 58,4 enflasyona göre ayarlanmış, olması gereken faiz oranı.

Tahvillerin reel gelirinin bulunmasını bir örnek yardımıyla açıklayalım.

Bir şahıs 10.000 TL. tutarındaki tasarrufunu sabit ve emin bir gelir elde etme amacıyla vadesi 5 yıl ve faiz haddi % 32 olan devlet tahviline yatırmıştır. Çeşitli yatırım alternatifleri içinden devlet tahvilinin seçilmiş olmasının nedeni, bu yolla sağlanacak faiz gelirinin yıllar itibarıyla sabit kalması ve yatırımın risksiz olmasıdır (49). Bu yatırım tasarruf sahibine 5 yıl süreyle, her yıl 3.200 TL. faiz geliri sağlamaktadır. Faiz tutarı, ilk yatırım tutarı ve 5. yılın sonunda geri alınan ana para aşağıdaki şema üzerinde gösterilmiştir.

					10.000
10.000	3.200	3.200	3.200	3.200	3.200
	1	2	3	4	5

Yatırımcı enflasyonun olmadığı koşullarda her yıl 3.200 TL., beş yılda, toplam 16.000 TL. faiz geliri elde etmiş ve vade sonunda 10.000 TL. ana parasını geri almıştır. Fiyatların sabit olarak kaldığı bir ortamda devlet tahvillerine yapılmış olan yatırımın gelir oranı % 32 dir.

Ekonomide fiyatlar genel düzeyi sabit olarak kalmıyorsa ve fiyatlar genel düzeyinde sürekli artışlar sözko-

(49) Semih BÜKER, "Tahvil Değerini Etkileyen Etmenler", ESADER, C.XI, S.2, s. 71.

nusu ise, bu takdirde söz konusu tahvilin reel verim oranının % 32'nin altında gerçekleşmesi, yatırımın parasal geliri ile reel geliri ile reel geliri arasında farkın oluşması doğaldır.

Yukarıdaki örnekte ele alınmış olan % 32 oranındaki faiz haddi, fiyatlar genel seviyesinin sabit kaldığı bir ortamda oluşmuştur. Böyle bir ortamda parasal faiz oranı arasında farklılaşma olacaktır. Buna karşılık tahvillerden elde edilen gelirler faizler karşılığındaki parasal tutarlardır. İşlem yapılan değişkenler farklılaşmıştır. % 32 faiz haddi parasal bir kavram olduğuna göre, faiz gelirlerinin ekonominin gerçek şartlarına göre ayarlanması ve enflasyon koşullarında reel olarak bilinmesi gerekmektedir.

Ekonomide ortalama % 20 oranında enflasyon olduğu varsayımına göre, 10.000 TL. Devlet Tahvilinin sağlayacağı parasal faiz tutarları, reel faiz tutarları haline dönüştürüldüğünde aşağıdaki sonuçlar elde edilecektir.

$$r = \frac{(1+R)-(1+I)}{(1+I)}$$

$$r = \frac{(1+0,32)-(1+0,20)}{(1+0,20)}$$

$$r = \frac{1,32 - 1,20}{1,20}$$

$$r = 0,10 \text{ olacaktır.}$$

10.000					
10.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
	1	2	3	4	5

Parasal faiz gelirleri, reel faiz gelirleri haline dönüştürüldüğünde kişi 16.000 TL. yerine reel olarak $5 \times 1000 = 5.000$ TL. gelir elde etmiş olacaktır.

Ortalama enflasyon oranı % 20 olan bir ekonomide tahvil gelirlerinin reel hale dönüştürülebilmesi için uygulanması gerek faiz oranlarının,

$R = r + I + r.I$ seviyesine ayarlanması gerekecektir.

Görüldüğü gibi enflasyonist ortamlarda sabit tutardaki gelirleri enflasyonun tahrip edici etkisinden korumak için faiz hadlerinin enflasyona göre ayarlanması gerekir. Daha önceki örneğimizde belirttiğimiz gibi $R = \% 58,4$ olduğunda, reel faiz haddi, % 20 enflasyonda, % 32 olacaktır.

10.000	5.840	5.840	5.840	5.840	5.840
	1	2	3	4	5

$5.840 \times 5 = 29.200$ TL. parasal gelir getirmesi beklenirken

10.000	3.200	3.200	3.200	3.200	3.200
0	1	2	3	4	5

$3.200 \times 5 = 16.000$ TL. reel gelir elde edilmiştir.

$29.200 - 16.000 = 13.200$ TL. gelir enflasyon tarafından olumsuz şekilde etkilenmiştir. Tasarruf sahipleri faizlerin

% 58,4 seviyesine yükseltilmesi ile enflasyonun gelirlerdeki olumsuz etkilerini gidermişler ve enflasyondan önceki gelirlerine ulaşmışlardır.

2. Reel Değerin Saptanması

Bir tahvilin kalitesi, sahibinin enflasyona karşı koruma kabiliyeti ile de ölçülebilir (50). Uzun vadeli tahviller enflasyon dönemlerinde meydana gelen para değerindeki düşmeler nedeniyle reel değerlerini önemli ölçüde yitirmektedirler. Bu bakımdan bir tahvilin kalitesini saptarken vade sonunda tahvilin reel değerinin bulunması gerekmektedir.

Tasarruf sahiplerinin dikkat etmesi gereken önemli nokta, enflasyon sebebiyle tahvillere yatırılan tasarrufların uğrayacağı değer kaybıdır. Beş sene vadeli bir tahvili satın alan şahsın bu süre sonunda geri alacağı miktar ile, bu gün yatırdığı miktarın satın alma güçleri farklı olacaktır. Tahvilin kalitesini saptarken bu değer kaybının gözönünde bulundurulması gerekir (51).

Bir tasarruf sahibi, tasarrufunu tahvillere yatırmak istemektedir. % 32 faiz getiren 5 yıl vadeli tahvil satın almıştır. Ancak ekonomide % 20 enflasyon vardır. Bu kişinin vade sonunda parasının, diğer bir ifade ile tahvilin reel değerinin ne olabileceğini araştıralım.

(50) BÜKER, Hisse Senetlerin Değerleme Yöntemleri, s. 39.

(51) Doğan SİNDİREN, "Hisse Senetleri Tahvillerin Gerçek Değerlendirilmesi", Ankara İ.T.İ.A.Dergisi, C.3, S.2. s. 315.

10.000	3.200	3.200	3.200	3.200	10.000 3.200
0	1	2	3	4	5

Tahvile yatırılan tasarruf % 20 oranında enflasyondan etkilendiğine göre; $10.000 \times 0,402 = 4.020$ TL.

Kişi bu gün yatırdığı 10.000 TL. karşılık reel olarak vade sonunda 4.020 TL. olacaktır.

Kişi vade sonunda parasını reel olarak (vade başındaki ifade edilen para değeri ile) almak isterse aşağıdaki hesaplama yapılabilecektir.

10.000 TL. yıllık % 20 enflasyondan etkilendiğine göre 10.000 TL. % 20'den bileşik değeri saptanabilecektir.

$$10.000 \times 2,488 = 24.880 \text{ TL. olacaktır.}$$

Kişinin bu gün yatırdığı paranın reel değerinde, vade sonunda reel değere eşit bir geri ödeme istiyorsa 24.800 TL. alması gerekecektir.

IV. TAHVİLLERE YATIRIMDA RİSK UNSURU

1. Risk Unsurlarını Etkileyen Etkenler

Çalışmamızın bu bölümünün başında piyasa faiz oranını oluşturan elemanlardan birinin de risk olduğunu belirtmiştik. Çalışmamızın "tahvillere yatırımda risk unsuru" kısmı incelenirken risk kavramı üzerinde durulacaktır.

Risk sözcüğü genel anlamı ile "arzu edilmeyen bir olay

veya etkinin ortaya çıkarılma olasılığı"nı anlatır (54). Tahvillerin taşıdığı risk ise, zamanı ve miktarı belli nakit ödemelerinin (faiz ve anapara), gelecekte ortaya çıkabilecek ve bugünden kestirilmesi olanaksız finansal koşullara bağlı olarak, yapılamama olasılığıdır.

Genellikle risk ve belirsizlik aynı anlamda kullanılmaktadır (55). Her iki kavram da gelecekteki sonuçların kesinlikle bilinemeyeceği durumları anlatır (56). Ancak iki kavram arasında, ihmal edilemeyecek fark bulunmaktadır. Risk kavramı ile nitelenebilecek durumlarda gelecekteki olayların alternatif sonuçlarının ortaya çıkma olasılıkları bilinebildiği halde belirsizlik durumunda, gelecekteki bir olayın ortaya çıkma olasılığının alternatif dağılımı hakkında bir bilgi yoktur.

Sermaye piyasasında, yatırımcıların aldıkları kararlar, geleceğe dönük kararlar, geleceğe dönük kararlar olmaları nedeni ile bir takım riskler taşımaktadır. Bu riskler yatırımdan beklenen gelir ve anapara ile ilgilidir(57). Tahvillere yatırımda ise riskler, faiz ve anapara ödemele-

(54) G.DONOLDBON, Corporate Dept Capacity. (Divison of Research Graduate School of Business Administration, Harvard University, Baston, 3.Baskı, 1964), s. 6.

(55) Semih BÜKER, İşletmelerin Finansal Yönetiminde Yatırım Kararları, (Ankara, 1973), s. 68.

(56) B.J.MORE, An Intraduction to the Teory of Finance. (New York, 1968), s. 33.

(57) SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 143.

ri ile ilgilidir. Faiz oranının içinde, paranın zaman değerine, yani parayı bir müddet başkasına kullandırma ücretine, ilaveten bir de risk payı vardır. Tahvillerinin faizlerinin % 35-%55 arasında değişmesine sebep de tahvil ihraç eden firmaların içinde bulundukları riskler arasındaki farklardır (58). Ancak son senelerde ortaya çıkan tahvillerdeki faiz farkının, işletmeler arasındaki risk farklarını ne derece doğrulukla aksettirdiği hakkında kesin bulgular yoktur. Bu bakımdan tahvillere yatırım yapılırken, işletmenin risk derecesinin araştırılıp hiç olmazsa bir dereceye kadar saptanması gerekir. Tahvili çıkartan şirketlerin finansal yapılarının güçlü olmaları ise tahvillerin riskini azaltır. Türkiye'de tahvillerin taşıdığı risklere göre sınıflamaya tabi tutacak bir kurum da henüz mevcut değildir.

Tahviller ile hisse senetlerine yatırım arasında risk açısından bir değerlendirme yapılacak olursa; Hisse senedinin şirketin bir ortaklık payını temsil etmesi ve bunun sonucu olarak, hisse senedine sahip olan kimsenin şirket kârlarından, ya da zararlarından şirket sermayesine katıldığı oranda sorumlu olması, hisse senedi risk priminin, tahvil risk priminden daha büyük olmasına zorunlu kılmaktadır.

Riski göze almak istemiyen bir yatırımcının, bir hisse senedi, ya da bir özel şirketin tahvilini satın almak-

(58) SİNDİREN, s. 311.

tansa, riski olmayan ya da çok az denecek kadar riski olan, devlet tahvilini satın alması doğaldır (59). Çünkü devlet tahvilinin pazar fiyatındaki değişimler tamamıyla pazar faiz oranındaki değişimleri gösterir (60), ana para ve faiz ödemeleride devletin garantisi altındadır. Yatırımcılar devlet tahvillerine yatırım yapmakla birlikte özel sektör tahvillerine de yatırım yapmaktadır. Bu bakımdan özel sektör tahvillerindeki riskin araştırılması gerekmektedir.

2. Riskin Kaynakları

Risk çeşitli nedenlerle bağlı olarak oluşabilmektedir. Bu nedenlerin bir bölümü ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanır ve tüm sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetleri etkiler, kuşkusuz bu etkinin şiddeti tüm sermaye piyasası araçları üzerine aynı olmaz. Ancak, ekonomik, politik ve sosyal çevrede değişimler sistemli olarak sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin fiyatlarına ve menkul kıymetlere yatırıma etki eder.

Tahvillerin riskini, bunun sonucunda bir tahvilin başka bir tahvile göre talebinin yüksekliğini doğuran riskle-

(59) Osman TEKOK, Finansal Yönetim: Finansal Planlama-Yatırım Politikası, (Ankara, 1977), s. 70.

(60) BÜKER, "Tahvil Değerini Etkileyen Etmenler", s. 71.

rin kaynakları iki grupta incelenebilir. Bunlar riskin sistematik kaynakları ve sistematik olmayan kaynaklarıdır (61). Genel olarak sistematik riskin kaynakları, a. Faiz oranı riski, b. satın alma gücü riski, c. pazar riski, d. vade riski, olarak belirlenebilir (62).

Tahvillerin sektörel olarak etkilendikleri riskler de vardır. Bu tür riskler, tümü ile veya tek tek bir işletmeyi veya sektörü etkilerken, diğer işletmeler veya sektörler böyle bir riskin etkisi altında olmayabilirler. Bir işletmede veya sektörde sürdürülen grev, yönetim hataları, tüketici eğilimlerinden ortaya çıkan değişiklikler v.b. olaylar yalnızca bir işletme veya sektörle ilgili olarak var olabilir ve işletmenin veya o sektörün riskini arttırıcı etkide bulunabilir. Sistematik olmayan risk olarak nitelendirilen bu tür riski ortaya çıkaran nedenler ise, a. finansal risk, b. yönetim riski, c. endüstri (sektör) riski, d. faaliyet riskidir (63).

Sistematik ve sistematik olmayan riskler bir arada toplam riski oluştururlar. Kuşkusuz her işletmenin taşıdığı toplam risk, toplam risk içindeki sistematik ve sis-

(61) FRANCIS, s. 256; TINIÇ, WEST, s. 155; BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s. 36.

(62) A. Charles D AMBROSIO. Principles of Modern Investments (Serence Research Associates Inc., Chicago 1976), s.186; FRANCIS, s. 256; TINIÇ, WEST s. 170; SMITH, s.94.

(63) DOWIRE, FULLER, CALKINS, s. 132; TINIÇ, WEST, s.161-170; FRANCIS, s. 258; SMITH, s. 94.

tematik olmayan risklerin oranları farklı olacaktır. Ancak sistematik riskin düşüklüğü veya yüksekliğı tüm işletmelerin toplam risklerini aynı doğrultuda fakat değışik ölçüde etkileyecektir.

A. Riskin Sistematik Kaynakları

Sistematik risk gelirin toplam değışkenliğinde, sermaye piyasasında alınır ve satılır menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyen faktörlerin yol açtığı kısımdır. Menkul kıymetler piyasasını etkileyen ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değışmeler, sistematik riskin kaynağıdır. Gelirin sistematik değışkenliği bütün menkul kıymetlerde değışik ölçülerde vardır. Çünkü birçok menkul kıymet birlikte sistematik olarak değışiklik gösterir (64).

a) Faiz Oranı Riski

Piyasa faiz oranında meydana gelen değışmeler, menkul kıymetlerin, faiz veya kâr payı gelirlerini dolaylı olarak menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarını önemli ölçüde etkiler (65). Menkul kıymetlerin fiyatları ile faiz oranları arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Bir menkul kıymetin, faiz fiyatındaki değışmelere bağılı verim de-

(64) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s.36; Harry SÜVVALN, Investment Management, (Prentice-Hall Inc. New Jersey 1973), s. 202,

(65) TINIÇ, s. 166.

ğişkenliği faiz oranı riskini oluşturmaktadır (66). Diğer bir deyişle, faiz oranı riski, faiz oranındaki değişmeler nedeniyle menkul kıymetlerin pazar fiyatındaki dalgalanmalar olarak tanımlanabilir (67).

Faiz oranındaki değişmeler tüm menkul kıymetleri etkilerse de, bu etkileme, geliri sabit, menkul kıymet türü olan tahviller üzerine daha fazla olur. Tahvillerin piyasa fiyatı, vadeye kadar ki sürede elde edilecek dönemsel faiz gelirleri ile vade tarihinden geri alınacak ana paranın bugünkü toplamına eşittir (68). Bugünkü değerin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranı, piyasa faiz oranının etkisi altındadır. Bu durumda piyasa faiz oranında ortaya çıkan veya çıkması beklenen değişiklikler iskonto oranını değiştirecek ve dolaylı olarak da tahvilin piyasa fiyatı değişecektir. Piyasa fiyatındaki değişme ise tahvilin bir dönemlik verimini etkileyecektir. Piyasa faiz oranı düştüğünde yatırım yapılmış tahvilin değeri artacak piyasa faiz oranı yükseldiğinde ise yatırım yapılmış tahvilin değeri düşecektir (69). Tahvilin piyasadaki verimi ile piyasa fiyatı ters yönde değişecektir (70). Bu durumda faiz oranı riski; piyasa faiz oranının tahvilin nominal faiz oranının üzerine çıkma veya altına düşme olasılığı ile ters yönde

(66) FRANCIS, s. 258; TINIÇ, s. 167.

(67) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s.37.

(68) FRANCIS, s..259.

(69) TINIÇ, WEST., s. 67; OLUÇ, s. 566.

(70) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s.37.

ilişki gösterecektir.

Piyasada para miktarı azaldığında para talebinde bir değişme söz konusu değilse faiz oranı yükselir, faiz oranı yükselince belirli bir gelirin kapitalize edilmesi ile bulunan değer düşük çıkar. Bunun sonucunda tahviller gibi sabit gelirli menkul kıymetler değerlerini yitirirler.

Tahvil fiyatlarındaki bu düşüş, tahvil alıcılarının gelirinin faiz oranlarını yeni düzeyi ile kazanacakları gelire eşit olacağı noktaya kadar devam eder (71). Bu olay da tahvillerde faiz oranlarından kaynaklanan riski ortaya çıkarır.

Bir örnek yardımıyla tahvil fiyatlarının faiz oranlarını nasıl etkilendiğini inceleyelim (72).

A) Piyasa faiz oranının % 30'a düştüğü varsayımında % 40 faizle ihraç edilmiş tahvilin, yıllar itibariyle piyasa değeri:

$$0,769 \times 100 = 76,90$$

$$0,591 \times 100 = 59,10$$

$$0,455 \times 100 = 45,50$$

$$0,350 \times 100 = 35,00$$

$$0,269 \times 100 = 26,90$$

(71) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s.3.

(72) FRANCIS, s. 215.

1. Yıl için ; $1.000 + 76,90 = 1.076,90$.
2. Yıl için ; $1.076,90 + 59,10 = 1.136,00$
3. Yıl için ; $1.136,00 + 45,50 = 1.181,50$
4. Yıl için ; $1.181,50 + 35,00 = 1.216,50$
5. Yıl için ; $1.216,50 + 26,90 = 1.243,40$

B) Piyasa faiz oranının % 50'ye çıktığı varsayımda
% 40 faizle ihraç edilmiş tahvilin, yıllar itibariyle pi-
yasa değeri:

$$0,667 \times 100 = 66,70$$

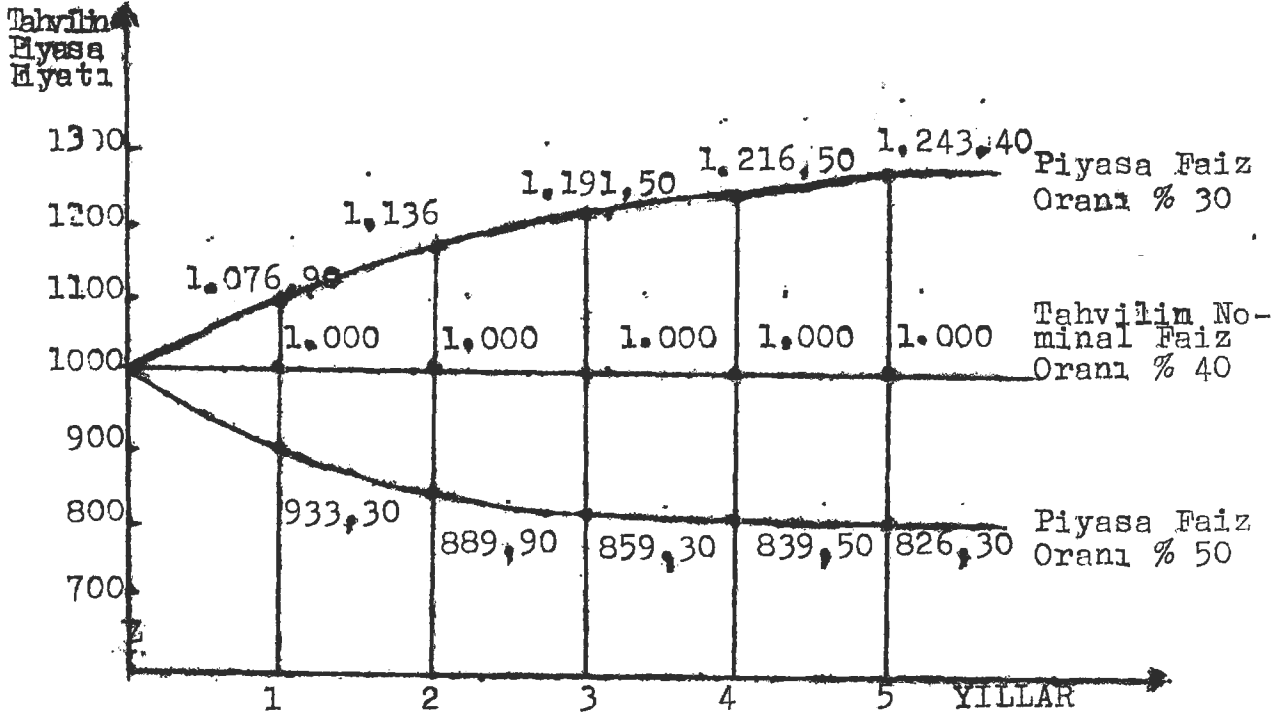
$$0,444 \times 100 = 44,40$$

$$0,296 \times 100 = 29,60$$

$$0,198 \times 100 = 19,80$$

$$0,132 \times 100 = 13,20$$

- 1.Yıl için ; $1.000 - 66,70 = 933,30$
- 2.Yıl için ; $933,30 - 44,40 = 888,90$
- 3.Yıl için ; $888,90 - 29,60 = 859,30$
- 4.Yıl için ; $859,30 - 19,80 = 839,50$
- 5.Yıl için ; $839,50 - 13,20 = 826,30$



ŞEKİL 1

% 40 faizle ihraç edilen bir tahvilin, piyasa faiz oranları %30-50 arasında değiştiğinde, piyasa fiyatındaki değişimler.

Şekil incelendiğinde, 1.000 TL. nominal değerli ve %40 faizli bir tahvilin piyasa faiz oranı % 40 olduğu sürece vade uzunluğu söz konusu olmadan tahvilin değeri sabit kalmaktadır. Ancak piyasa faiz oranının % 30 düşmesi veya % 50'ye çıkması değişik vadelerde değişik piyasa fiyatı ve verim ortaya çıkarmaktadır. Piyasa faiz oranının düşmesi yatırım yapılan tahvilin değerini yükseltirken, piyasa faiz oranının yükselmesi ise tahvilin değerini düşürmektedir.

Önceden ihraç edilmiş tahvillerin piyasa faiz oranındaki yükselmelere paralel olarak nominal faiz oranlarında artma garantisi taşımaları faiz oranı riskini ortadan kaldırır. Ülkemizde kısmen de olsa tahvil yoluyla fon sağlayan şirketlerin bu yolu seçtikleri gözlenmektedir. Böyle bir garanti vermenin nedeni, faiz oranlarının sürekli yükselme eğilimi içinde olduğu ülkemizde tahvili, yatırımcılar için bir ölçüde de olsa çekici kılmaktadır.

b) Satın Alma Gücü Riski

Satın alma gücü riski, tahviller gibi sabit gelirli menkul kıymetlerin gelirlerinin ve değerlerinin enflasyon karşısındaki kayıplarından kaynaklanan risktir (73). Satın alma gücündeki azalma, tahvillerin reel verimini azaltmaktadır. Bu bakımdan enflasyon oranı iyi tahmin edilemezse ve gelişmenin yönü saptanamazsa, tahvillerin reel değeri ve geliri gerçeğe yakın saptanamayacak ve tahvillere yatırım yapan tasarruf sahipleri satın alma gücü riskiyle karşılaşacaklardır. Enflasyon oranındaki dalgalanmaların yüksek boyuta ulaşması ve bu dalgalanmaların şiddetinin önceden saptanamaması, tahvillerdeki satın alma gücü riskini arttıracaktır.

c) Pazar Riski

Sermaye Piyasasında zaman zaman belirli bir nedene ve-

(73) DOWIRE, FULLER, CALKINS, s. 131; FRANCIS, s. 259.

ya nedenlere bağlanabilen (74) bazen de hiç bir geçerli neden olmadan (75) menkul kıymetlerin değerlerinde düşmeler olabilir. İşte gelecekte böyle bir fiyat düşüşünün tahvilin değeri ve geliri üzerindeki olumsuz etkisi pazar riskini oluşturur (76).

Ülkenin sosyal ve ekonomik yapısında yapılan değişiklikler, saptanan yeni ekonomi politikaları, beklenmedik bir savaş tahvillerin piyasa fiyatlarını önemli ölçüde etkileyebilmektedir (77). Yatırımcıları bir an için paniğe kaptıran bu tür olaylar tahvillerin piyasa fiyatlarında düşmelere neden olur. Yatırımcıların gelecek hakkındaki bekleyişlerinin olumlu veya olumsuz olmasını etkileyen nedenler pazar riskinin etkinliğini arttırıcı veya azaltıcı rol oynayabilir.

Tahvillerin piyasa fiyatını etkileyen diğer önemli bir hususta, ikincil piyasadaki gelişmeler ve bu piyasaya olan güven duygusudur (78). Türkiye'de 1982 yılı başında ikincil piyasada işlem gören bankerler ile ilgili düzenlemeler menkul kıymet piyasasını ve buna bağlı olarak tahvil piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. İkincil piyasada işlem gören tahvillerin değerlerinde % 40'ya yaklaşan düşüşler gözlenmiştir. Bu bakımdan ikincil piyasada işlem gören kuruluşların güvenilir olması da tahvillerde riskleri azal-

(74) DOWIRE, FULLER, CALKINS, s. 131.

(75) SMITH, s. 92.

(76) SMITH, s. 92.

(77) DOWIRE, FULLER, CALKINS, s. 132.

(78) SMITH, s. 92.

tan etmenler olarak ortaya çıkmaktadır.

Pazar riski, yüksek kaliteli menkul kıymetlere daha az , düşük kaliteli menkul kıymetlere daha çok etki eder. Ancak pazar riskinin hisse senetleri üzerine etkisi daha çok olduğu halde, tahvillere etkisi daha azdır. Tahvil ve öteki menkul kıymetler pazardaki dalgalanmalarla daha az karşı karşıyadır. Çünkü bunların değeri hisse senedi değerinden daha gerçeğe yakın olarak tahmin edilebilir (79).

d) Vade Riski

Tahvillerin vadesi uzadıkça, tahvillere yatırılan tasarrufların riski de artacaktır (80). Yatırımın süresi uzadıkça gelecek ile ilgili belirsizlikler artacak ve riskin doğru saptanması da güçleşecektir. Kısa vadedeki ekonomik dalgalanmalar genellikle daha doğru olarak saptanabilmekte ve saptanan sonuçlar çok az farklarla gerçeğe yakın olabilmektedir (81). Ekonominin genel eğilimin bilindiğinde bir veya iki yıllık tahminler yapmak mümkündür ama 15 yıl sonrası için yapılan bir tahminin isabet derecesi gerçeğe pek yakın değildir.

Vade, faiz oranı riskini de arttırmaktadır. Vade uzadıkça faiz oranında ortaya çıkan düşüşün veya yükselişin

(79) BÜKER, Hissé Senetlerini Değerlendirme Yöntemleri, s.42; FRANCIS, s. 262.

(80) Pınar BAKIR, "Sermaye Piyasası Analizleri Uygulaması", Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, (2. Bakı, ODTÜ, İYSE-TUSİAD, Ankara, 1979), s. 4.

(81) DOWIRE, FULLER, CALKINS, s. 189.

tahvilin verimi üzerine etkisi olabilmektedir.

Bazı yatırımcılar, uzun vadeli menkul kıymetlerin pazar fiyatlarında görülen büyük oynamaların görülmediği kısa vadeli tahviller satın almakla faiz riskinden kurtulabileceklerine inanırlar (82).

Vade riskinin ortaya çıkarttığı diğer bir etken de tahvili satın alınmış şirketin uzun sürede faaliyetlerinde başarı gösterip gösteremeyeceğidir. Ayrıca vade, yatırımın likiditesini de azaltan bir etmendir.

Uzun süre boyunca düzenli bir gelir elde etme arzusu taşıyan yatırımcılar tasarruflarını uzun vadeli tahvillerin satın alınması için kullanırken (83), tasarruflarını piyasa koşullarına göre değerlendirmeyi amaçlayan kişiler, faiz oranlarının gelecekteki yapısını bu günden kesinlikle tahmin güçlüğü ile vadeleri kısa olan tahvillere yatırmayı tercih edeceklerdir.

Uzun vadede tahvillerin gelirlerinde ve değerlerinde olabilecek değişimlerden dolayı, yatırımcılar vadeyi de bir risk türü olarak kabul etme zorundadırlar.

B. Riskin Sistematiik Olmayan Kaynakları

Sistematiik olmayan riskler bir işletmenin veya sektö-

(82) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerlendirme Yöntemleri, s.38.

(83) BÜKER, Tahvillerin Değerlerini Etkileyen Etmenler, s.71.

r n genel yapısına özgü olan risklerdir (84). Sistemati  olmayan risk tek bir işletmeyi veya sektörü etkilerken, diğer işletmeler veya sektörler böyle bir risk altında olmayabilir (85).

Bir işletmede veya sektörde sürdürülen grev, yönetim hataları, tüketicilerde eğilimde ortaya çıkan değişiklikler, o işletmenin veya sektörün sistemati  riskini arttırıcı etkide bulunabilir (86).

Sistemati  olmayan riskin kaynakları, a. finansal risk, b. yönetim riski, c. endüstri riski, d. faaliyet riski olmak üzere dört grupta toplanabilir.

Sistemati  olmayan riskten kaynaklanan de i meler, öteki sektör veya işletmelerden bağımsız olarak, sermaye piyasasında tahvillere yatırımı etkileyen faktörlerdir. Sistemati  olmayan risk işletmeden veya sektörden kaynaklandığından her işletme için özel olarak hesaplanması gerekir (87).

e). Finansal Risk

Sistemati  olmayan risk kaynağı olarak finansal risk,

(84) TINI , WEST, s..170.

(85) FRANCIS, s. 257.

(86) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerlendirme Yöntemleri, s.37.

(87) FRANCIS, s. 257.

işletmenin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi veya iflas etmesi halinde tahvil sahiplerinin yatırdığı parayı kaybetme olasılığıdır (88). Bir işletmenin finansal riski, işletmenin borç miktarı, satışların dalgalanması, hammadde fiyatlarının dalgalanması, ürettiği malın modasının geçmesi, likid fonların azlığından ortaya çıkan olumsuz gelişmelerden dolayı artar. Buna karşılık teknolojik üstünlüğü, borçlarının az olması, likid kaynaklarının yeterli olmasından dolayı azalır (89).

İşletmenin optimal borçlanma politikası finansal açıdan kurulan hassas bir dengedir. Bu dengenin bozulması öz varlık veriminin düşmesine neden olur. Satış gelirlerinde ise ekonomik dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkan düşmeler işletmenin kârını olumsuz yönde etkiler. İşletmenin düzenli ve değişmeyen fiyatlarla hammadde temini edememesi de işletmeyi olumsuz yönde etkileyen diğer bir faktördür. Ayrıca işletmenin ödemelerini yapacak likidite fonlarının azlığı da işletmeyi olumsuz yönde etkileyecektir. Bu olumsuzluklar ise tahvil sahiplerine yapılması gereken faiz ve ana para ödemelerini tehlikeye sokabilir. Bu bakımdan tahvillere yatırım yapmadan önce işletmenin finansal riskini tahmin etmek gerekir.

(88) FRANCIS, s. 262.

(89) BÜKER, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, s. 43.

Tahvillere yatırım yapmadan önce finansal risk açısından değerlendirme yapılabilmesi için işletmenin gelirinin ölçülmesi gerekecektir. Bir işletmenin gelirinin ölçülmesi için de geliri oluşturan faktörlerin incelenmesi gerekir. İşletmenin gelirini oluşturan faktörler, mamullere olan talep ve mamullerin satış fiyatlarıdır. Bunların nitelikleri ve gelişme yönü iyi bilinirse işletmenin gelirleri saptanabilir. Daha sonra ise işletmenin net gelirini bulmak için gider kalemlerinin bilinmesi gerekir. İşletmede bu kalemlerin de başlıcalarına çalışma giderleri, ücretler, kira ve vergiler teşkil etmektedir.

Ancak işletmenin nakit harcaması gerektirmeyen giderleri de vardır. Bu giderler muhasebe kayıtlarına gelirleri azaltma yönünde etki eder. Ancak bu tür harcamalarda daha önceden ödeme yapılmış ve giderler masraf merkezine dağıtılarak maliyet kayıtlarına girmiştir. Genellikle en çok rastlanan nakit harcaması gerektirmeyen giderler, sabit varlıklar üzerinden ayrılan amortismanlardır. Amortismanlardan kaynaklanan giderlerin, nakit harcaması gerektiren giderlerden ayrılarak incelenmesi yerinde olur. Çünkü amortisman için gider niteliğinde ayrılan fonlar işletmenin fon kaynağını oluşturur.

İşletmeler araştırma ve geliştirme için harcama yapabilmektedirler. Bazı durumda işletmeler harcamaların yapıldığı yıl hepsini gider göstermeyip gelirden düşmezler. Bunun

yerinde harcamaları birkaç yılda amortisman ayırma yoluyla gider olarak gösterebilirler. Nakit harcaması gerektirmeyen giderlerin işletmenin gelir raporunda yüksek olması tahvile yatırımda analizciyi yanıltmamalıdır.

Tahvillere yatırımda analizci, genel olarak işletmenin gelirlerini, giderlerini ve bunların gelecekteki gelişmesi hakkındaki düşüncelerini tam olarak saptayamayacaksa, finansal riskin tahmini için daha ayrıntılı analizler yapabilir. Bu analizi yaparken de çeşitli finansal oranlardan (raşyolardan) yararlanabilir. Bu finansal oranların başlıcaları ise, faizi karşılama oranı, borç/öz sermaye oranı, toplam borç/toplam varlık oranı (kaldıraç-f finansal manivela) ve varlıkların paraya çevrilebilme oranıdır.

aa) Finansal Risk Oranları

aaa) Faizi Karşılama Oranı

Tahvillere yatırım yapacakları ilgilendiren bir unsur da uzun vadeli borçların faiz miktarıdır. Bu miktar işletmenin finansal raporlarında gösterilir. Keza işletmenin gelirleri de finansal raporlarda görülmektedir. Bir işletmenin tahvil sahiplerine ödeme yapma yeteneği bu işletmenin geçmiş yıllarda finansal raporlarında gösterilen faizlere oranla gelirinin miktarı ile de ölçülebilmektedir. Bu oran, gelirlerin faizlere bölünmesi ile bulunur ve faizi karşılama oranı olarak tanımlanır.

Faizi karşılama oranı, işletmenin yıllık faiz yükümlülüklerini karşılamada zorluklarla karşılaşmaksızın işletme borçlarının ne kadar artabileceğini gösterir. Bu oranın hesaplanmasında payda, vergiden önce kâr rakamlarının kullanılması gerekmektedir (90).

Faizi karşılama oranının yüksekliği işletmenin gelirlerinin faizlere göre yüksekliğini yani tahvil faizlerini rahatlıkla karşılayabileceğini gösterir. Herhangi bir dönem için işletmenin gelirleri 600.000 TL., ödenmesi gereken faizler 100.000 TL. ise faizi karşılama oranı 6 olacak ve işletmenin ödeyeceği faizleri 6 kez karşılayabilecek durumda olduğu ortaya çıkacaktır. Bu oranın yıllar boyunca istikrarı da önemlidir. Ancak bu oran için daha güvenilir bilgiler edinilmek isteniyorsa, bu rakamın endüstrideki diğer işletmelere göre düşüklüğü veya yüksekliği araştırılmalıdır. Bu oranın yüksekliği tahvil sahiplerinin faizleri tahsilinde herhangi bir riskle karşılaşmama-
cağını gösterir.

bbb) Borç/Özsermaye Oranı

İşletmenin finansal riskini değerlemek için kullanılan oranlardan biri de, işletmenin toplam borcu ile toplam öz sermayesi arasındaki ilişkiyi araştıran borç/özsermaye oranıdır. Bu oran, işletmenin borçlar toplamının öz

(90) Semih BÜKER, Finansal Yönetim, (Ankara, 1983), s.26.

sermayeye bölünmesiyle bulunur.

Borç/özsermaye oranı tahvillere yatırılan paranın geri alınmasında karşılaşılabilecek risklerin araştırılması için kullanılabilir. Borç/özsermaye oranı işletmenin borçlarının karşılama kapasitesini belirler.

Yatırımcılar için birden fazla tahvil arasından herhangi birinin seçimi söz konusuysa, borç özsermaye oranını karşılaştırma yapmak için kullanırlar. Bir işletmenin durumunun belli olması için diğer işletmelerin borç/özsermaye oranlarıyla karşılaştırma yapmak gerekir. Borç özsermaye oranı küçük olan işletmenin finansal riskinin daha az olduğu kabul edilir.

ccc) Toplam Borç/Toplam Varlıklar Oranı

İşletmenin toplam yatırımlarının yüzde kaçının borçlarla finanse edildiğini gösteren bu oran, işletmenin borçlarının toplamı ile toplam varlıklar arasındaki oranıdır (91). Bu oran genellikle borç ya da kaldıraç oranı olarak da bilinir ve borç verenlerin sağladığı toplam fonların yüzdesini ölçer. Borç, bütün cari borçları, uzun vadeli borçları ve tahvilleri içerir (92). İşletmenin tahvillerine yatırım yapmak isteyenler bu oranın düşük olmasını ar-

(91) Atilla GÖNENLİ, İşletmelerde Finansal Yönetim, (3. Baskı, İstanbul, 1979), s. 84.

(92) BÜKER, Finansal Yönetim, s. 24.

zırlarlar. Çünkü bu oranın düşüklüğü tahvillere yatırım yapanların güvencesinin yüksek olması demektir. Bu da finansal riski azaltan etmenlerden biridir.

Toplam borç/toplam varlıklar oranının % 50'nin üstüne ~~çıkması~~ gerektiği söylenir. Fakat bu oran endüstriden endüstriye, ülkeden ülkeye değişiklik gösterir. İşletmenin borç oranı hakkında daha kesin bir yargıya varabilmek için aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmelerin borç oranları ile karşılaştırma yapılması tahvillere yatırım yapanlar için daha gerçekçi bilgiler verebilir.

bb) Varlıkların Paraya Çevrilebilme Durumu

İşletmenin varlıkları stoklar, alacaklar, sabit varlıklar, ve öteki varlıklar olabilir. İşletmeler varlıkların paraya çevrilmesinden fon sağlarlar. Sabit varlıkların paraya çevrilmesi bazı hallerde tahvil sahiplerine ödenecek fon miktarına önemli ölçüde katkıda bulunabilir.

İşletmeler sabit varlıklarını genellikle özsermaye ile finanse ederler. Bu bakımdan işletmelerin sabit varlıkları satın almak için borç istemi ile kredi kurumlarına başvurduğunda bu isteğin kabul edilmeme olasılığı büyüktür (93). Tahviller yatırım yapacak kişiler de, işletmenin sabit varlıkları satın almak için çıkardığı tahvillere pek istek göstermezler. Çünkü sabit varlıkların paraya çevrilmesi güç olabilir.

(93) BÜKER, Finansal Yönetim, s. 30.

Ancak gayrimenkul alım satımıyla uğraşan işletmeler, yüksek değer artışı sağlayabilecek araziye uzun süre ellerinde bulundururlar ve bu süre içinde büyük ölçüde borçlanırlar ve daha sonra arazinin satışıyla borçlarını öderler.

Cari varlıklar işletmenin kısa sürede paraya çevrilebilen varlıkları olarak bilinir. Cari varlıklar arasında nisbeten büyük bir menkul kıymetin, cari varlıklar yeterli değilse tahvil sahipleri için hazır bir kaynak olarak bulundurulması tahvil sahipleri için riski azaltan bir faktördür. Bazen pazarlanabilir menkul kıymetler bazı özel amaçlarla ayrılmış olabilir. Bu özel amaçlar kısa vadeli borçların ödenmesi, yeni mamulün üretimi ve pazarlanması olabilir. Bu özel amaçlar için ayrılan menkul kıymetler, tahvillerin ana para ve faiz ödemesi için kullanılabilecek fon olarak düşünülmemelidir. Bundan dolayı ayrılan menkul kıymetlerin hangi amaçla ayrıldığıнын araştırılmasında, finansal riski doğru saptamak bakımından yarar vardır.

Tahvil çıkaran işletmenin tahvilini satın almadan önce likiditesini de incelemekte yarar vardır. İşletmelerin finansal başarısızlıkları günlük işlemler için fon yokluğundan da kaynaklanabilir. Cari oranın ve stokların dönme çabukluğunun, incelenmesi de işletmenin faaliyetlerindeki başarıyı gösterir. Bu başarının yüksek olması ve gelişmenin iyiye doğru gitmesi, tahvil alacaklılarının faiz ve ana para ödemelerinde güçlüklerle karşılaşmayacaklarını gösterir. Bu da tahvillerde finansal riski azaltan etmenlerden biridir.

b) Yönetim Riski

İşletme yöneticilerinin aldıkları kararların isabetsizliği ve bu kararların uygulanmasındaki yanlışlıklar işletmenin finansal yapısını olumsuz yönde etkileyebilir. Bu etkileme yönetim riski olarak adlandırılır. Hatalı yönetim kararları, hangi yönetim alanında uygulanmaya konulursa konulsun genellikle işletmenin kârı üzerine olumsuz etkide bulunur.

Hatalı bir yatırım kararı işletmenin sabit giderlerini arttırabilir. İşletmenin sabit giderlerinin arttırılması da faaliyet riskinin yükselmesine neden olur. Toplu iş sözleşmelerinde, yönetimin hatalı davranışı, grev veya lokavtla sonuçlanabilir. İşletmenin kaynak seçiminde hatalı davranışı ise işletmenin finansal riskini arttırıcı yönde etki eder (94).

İşletme yöneticilerin felsefelerinden kaynaklanan kararlar işletmenin geleceği hakkında önemli bilgiler vermektedir. Pazarlama ve büyüme konusunda verilen kararlar isabetsiz ise işletmenin riski artar. Makine seçiminde gerekli teknoloji uygulanmazsa işletme piyasa rekabet şartlarına uyamaz ve işletmenin yönetimden kaynaklanan riski artar.

Yönetim kararları endüstri veya zaman ile uyumuyorsa,

işletmeler zorlukla karşılaşır. İşletme yöneticileri gerekli teknolojiyi ve modern işletmecilik tekniklerini kullanamazlarsa ve yüksek risk taşıyan projeleri seçerlerse, işletmenin yönetimden kaynaklanan riski büyük olacaktır.

Bu bakımdan bir işletmenin tahvillerine yatırım yapmadan önce o işletmenin yöneticileri ve yönetim felsefesi hakkında bilgi almak, yönetimden kaynaklanan riskin bilinmesini sağlayacaktır. Bu bilindiği takdirde işletmenin tahvillerine daha akılcı bir şekilde yatırım yapılmış olacaktır.

c) Faaliyet Riski

Faaliyet riski, işletmenin aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Toplam aktifleri içinde sabit aktiflerinin payı büyük olan bir işletmenin faaliyet riski de yüksektir.

Sabit aktiflerinin büyük olması, işletmenin makina ve teçhizat gibi kalemlere büyük yatırım yaptığını gösterir. Bu da işletmenin sabit giderlerinin yüksek olması demektir. İşletmenin sabit giderlerinin yüksek olması başa-baş noktasının yüksek düzeyde oluşmasını ortaya çıkarır. İşletmenin satışlarında bir düşme olduğunda sabit giderlerini düşürülemeyeceğinden zarar edebilir.

İşletmenin bu zararlar karşılığında karşı kalması borçlarını ödeyememe durumunu ortaya çıkarır. Tahvillere yatırım yapmadan önce o işletmenin faaliyetinin incelenmesi ve gelecekteki gelişimi hakkında tahminler yapılması gerekmektedir.

d) Endüstri Riski (Sektör Riski)

Endüstri benzer mal, ya da hizmetleri üreten işletmelerden oluşur. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişimler yalnızca o endüstri içindeki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkilemeyebilmektedir. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişimler, ekonomik koşullarda meydana gelen değişimler ile yasalarda ve tutumlardaki değişimlerden kaynaklanmaktadır (95).

Bu tür değişimler, işletmenin kârını ve dolayısıyla menkul kıymetlerinin değerini olumsuz yönde etkiler. Endüstri koşullarında meydana gelebilecek değişimleri dikkate alınıp, işletmenin gelir ve giderlerinin ne yönde etkilenebileceğini tahmin etmek gerekir. Olumsuz değişimlere açık bir endüstride verim değişkenliği ve dolayısıyla risk de yüksektir. Tahvillere yatırım yapmadan önce endüstri riskini incelerken diğer endüstrilerin taşıdığı riskler de gözönünde bulundurulmalıdır. Örneğin, un, kömür, demir gibi temel mal üreten endüstrideki şirketlerin riski diğer endüstrideki şirketlere göre daha azdır. Bunun nedeni bu tür mallara olan talebin daha az dalgalanmasıdır. Bununla birlikte hammadde kaynakları dışa bağımlı bir endüstrinin riski, ülkemizde yerli hammaddeyi kullanan bir endüstrinin riskinden daha fazladır.

(95) TEKOK, s. 49.

Tahvillere yatırımda, endüstrinin riskinin incelenmesi ve diğer endüstriler ile karşılaştırma yapılması yatırımcının yatırım kararını vermesine yardımcı olacaktır.

C. Değişik Risklerin Birbiri Üzerine Etkisi

Buraya kadar incelediğimiz sistematik ve sistematik olmayan riskler tahvilin toplam riskini oluşturur. Sistematik ve sistematik olmayan riskler birbirini etkilemektedirler. Tahvil ve hisse senedi fiyatlarının dalgalanmalarına yol açan çeşitli riskler aynı anda kendini gösterebilir. Sistematik ve sistematik olmayan risk menkul kıymet fiyatlarında büyük değişikliklere yol açabilir.

3. Tahvillerde Riskin Hesaplanması

Buraya kadar olan çalışmamızda, riski etkileyen çeşitli faktörlerin bulunduğunu gördük. Bir tahvilin riskini hesaplarken tüm faktörlerin gözönünde bulundurulması gerekir. Fakat bu faktörlerin etkilerini ayrı ayrı inceleyip riskin hesaplanmasına katmak bazen mümkün olmayabilir. Toplam risk, tüm risklerin cebirsel toplamı olarak karşımıza çıkar. Bir yatırımcı tahvilin taşıdığı toplam riski hesaplarken, riski oluşturan bütün öğeleri titizlikle analiz etmesi ve yorumlaması, daha sağlıklı sonuç elde etmesine yardımcı olacaktır.

A. Yalın Bir Yaklaşım

Bir tahvilden beklenen faiz oranı tek bir oran olarak düşünülebilir. Fakat piyasa koşulları, yasal sınırlamalar ve işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan olaylardan dolayı her zaman bu orana güvenilmeyebilir. Dolayısıyla gerçekleşen oranı farklı olabilir.

Faiz oranı % 40 olarak tesbit edilen bir tahvilin gelir oranının % 38 ile % 42 arasında değişmesi normal karşılanabilir. Fakat ekonomide alınan yeni kararlar işletmeleri güç duruma düşürüyorsa işletmeler % 40 faizli tahvillerine % 25 faiz ödeyebiliyorlarsa, bu durumda tahvil almak riskli sayılabilir. Tahvil faizlerinde, işletmelerin ödemelerinden kaynaklanan % 2 eksik veya fazla gelir tahviller için az riskli, % 15 eksik veya fazla gelir ise çok riskli sayılabilir.

Türkiye'de 1982 yılı başında, işletmelerin banker diye adlandırılan (96) kurumlar aracılığı ile satılan tahvillerini alanlara % 50 oranında gelir ödemesi yapılıyordu. Bu tahvillerin çoğunluğu da 5 veya 6 yıl vadeliydi. Ancak ana paranın 1 veya 2 yıl sonra ödenebileceği vaad ediliyordu. Alınan ekonomik kararlar ve yasal düzenlemeler, bu tür araçların yeniden düzenlenmesini ve uygun nitelikte olmayanların tasviyelerini gerektirdi. Tahvil sahipleri % 50 ora-

(96) Banker diye adlandırılan kurumlar S.P.K. bankerlik niteliğini taşımamaktadır. Bu bakımdan piyasada 1982 yılından önceki bankerleri dikkate almak gerekir.

nında elde ettikleri gelirlerini alamama durumu ile karşılaştılar ve % 27 gelir oranına razı olma durumunda kaldılar. Aynı zamanda tasarruflarını tahvillere yatıran kişiler önceden saptanan tarihte ana paralarını da geri alamadılar. Böylece tahvillerin vadesi de uzatılmış oldu. Türk sermaye piyasasında görülen bu olaylar tahvil sahiplerine ödenmesi gereken faiz ve anapara riskinin aracılardan kaynaklandığını, bu riskinde yüksek olduğunu ortaya koymuştur.

Gelecek belirsiz olabilir fakat bazı tahminlerde bulunulabilir. Tahminlerin gerçeğe yakınlığı arttıkça belirsizlik azalabilir. Belirsizlik azalırsa daha iyi tahmin edilebilir. Bunun için tahvillere yatırımda iyimser, ortalama ve kötümser tahminler yapıp gerçekleşebilecek gelirin tahmin edilen değerden sapması belirlenirse, risk daha yalın bir şekilde hesaplanabilecektir.

B. Cebirsel Yaklaşım

Tahvillerin risklerini, tahvili çıkaran işletmenin özel durumunu ve ekonominin genel durumunu inceleyerek daha kesin olarak saptamak bazen mümkün olabilir. Bunun saptanması için de cebirsel yaklaşımdan hareket etmek gerekir.

Cebirsel yaklaşımla tahvilin toplam riskini bulmak mümkündür. Bunun için önce toplam riski oluşturan sistematik ve sistematik olmayan riskin değerinin bulunması gerekir.

Sistematik risk çalışmamızda önceden belirttiğimiz gi-

bi, faiz oranı riski, pazar riski ve vade riskinden oluşmaktadır. Sistematik olmayan risk ise, finansal risk yönetim riski, faaliyet riski ve endüstri riskinden oluşmaktadır.

Sistematik riskin toplamına S_m , faiz oranı riskine S_{m_1} , pazar riskine S_{m_2} , vade riskine S_{m_3} diyecek olursak

$$S_m = S_{m_1} + S_{m_2} + S_{m_3} \text{ olarak bulunacaktır.}$$

Sistematik olmayan riskin toplamına S_o , finansal riske S_{o_1} , yönetim riskine S_{o_2} , faaliyet riskine S_{o_3} , endüstri riskine S_{o_4} , diyecek olursak

$$S_o = S_{o_1} + S_{o_2} + S_{o_3} + S_{o_4} \text{ olarak bulunacaktır.}$$

Toplam riski ST , sistematik ve sistematik olmayan risklerin toplamından oluştuğuna göre

$$ST = S_m + S_o$$

veya,

$$ST = S_{m_1} + S_{m_2} + S_{m_3} + S_{o_1} + S_{o_2} + S_{o_3} + S_{o_4}$$

olarak bulunacaktır.

Bu risklerin herbirinin bulunması için her risk türüne göre tahvilin çıkaran işletmenin ayrı ayrı analizinin yapılması gerekmektedir.

4. Riskin Tahvil Gelirine ve Değerine Etkisi

Tahvilin faizini oluşturan unsurların, 1. Temel faiz oranı, 2. Fonu kullananın taşıdığı riske göre değişen bir

risk primi, 3. Dönemsel enflasyon oranından oluştuğunu belirtmiş ve ayrıca enflasyon şartlarında tahvilin reel geliri ve değerini bulmuştuk.

Çalışmamızın bu bölümünde de hesapladığımız risk tutarını, hesaplara katarak belirli bir reel gelir elde etmek için tahvillere uygulanması gereken faiz oranını araştıracağız. Aynı zamanda bu yöntemle tahvillerin enflasyon ve riskten arandırılmış reel gelirlerini de bulmak mümkündür.

Riski dikkate almanın yolu risk derecesine göre iskonto oranının değiştirilmesidir (97). Büyük risk taşıyan tahviller için yüksek iskonto oranları, küçük risk taşıyan tahviller için düşük iskonto oranları kullanılabilir. Böylece riske göre ayarlanmış bir iskonto oranı elde edilir. Riske göre ayarlanmış iskonto oranı yöntemi gerçek gelirin bulunmasına olanak sağladığı için batı ülkelerinde yaygın olarak kullanılmaktadır (98). Yalnız tahvilin riskinin saptanması önceden de belirttiğimiz gibi ayrıntılı bir analiz gerektirmektedir.

Daha önceden saptadığımız enflasyona göre ayarlanmış faiz oranı formülü $R = r + I + r \cdot I$, risk primini de içerecek şekilde aşağıdaki gibi yeniden yazılabilecektir (99).

(97) Ramazan ABAY, Yatırım Kararlarında Maliyetin Rolü. (E. Ü. İşletme Fakültesi, 1980 Yayınlanmamış Doçentlik Tezi.) s. 162.

(98) ABAY, Yatırım Kararlarında Maliyetin Rolü, s. 163.

(99) İlhan MERİÇ, "İşletmelerde Yatırım Kararı", Ö.D.T.Ü. Gelişme Dergisi, (Güz, 1978), s.90.

$$R = r + I + S_m + S_o + I (r+S_m+S_o)$$

Eşitlikte R, enflasyon ve riske göre ayarlanmış uygulanması gereken faiz oranı, risk ve enflasyon bulunmadığı koşullardaki temel faiz oranı r, enflasyon oranı I, sistematik risk S_m , sistematik olmayan risk S_o 'nun hesaplara dahil edilmesi uygulanması gereken iskonto oranını verecektir.

Risk ve enflasyon faiz oranı hesaplarının katıldığında faiz oranının $I + S_m + S_o + I (r+S_m+S_o)$ kadar yükselmesine neden olacaktır (100).

Tahvilleri etkileyen toplam risk büyüdükçe risk primi de büyüyecektir. Büyüyen risk primi de iskonto oranını büyütecektir. Bu durumda tahvillere yatırımdan beklenen reel gelir oranı (r), tahvillerin gelecekteki gelirini etkileyen enflasyon ve risklerin gelirdeki etkisi çıktıktan sonra kalan faiz oranı olacaktır.

$$r = \frac{(R-S_m-S_o) - I (1+S_m+S_o)}{(1+I)}$$

5. Tahvilin Kalitesinin Saptanması

Bir tahvile yatırım yaparken tahvilin kalitesinin saptanması gerekir. Bir işletmenin tahvilinin kalitesi faiz ve anapara gibi ödemelerinin zamanında yapılmasıyla yakından

(100) İlhan MERİÇ, "Enflasyon Koşullarında Yatırım Kararı", 2. Ulusal İşletmecilik Kongresi, (İzmir,1980),s.37.

ilgilidir (101). Tahvilin kalitesinin belirleyen bu önemli koşula ek olarak, tahvilin istenildiği anda ikincil piyasada işlem görebilmesi, piyasada kararlı bir fiyata sahip olması, enflasyonun etkisini giderici şekilde yüksek verim sağlaması, tahvil kalitesini belirleyen diğer etmenler olmaktadır.

Tahvil kalitesi hakkında analizler yapan bir yatırımcının çalışmalarını aşağıda belirtilen noktalar üzerinde yoğunlaştırması tahvilin kalitesinin saptanması açısından gereklidir (102).

1. İşletmenin finansal yönden analizi yapılarak, faiz ve anapara ödemelerini karşılayıp karşılamayacağıının araştırılması,
2. Tahvilin teminatı. Tahvile teminat olarak gösterilmiş varlıklar varsa bunların piyasa değerlerinin tahville ilgili ödemelere yeterli nakit yaratacak düzeyde olup olmadıklarının tesbiti,
3. İşletmenin gelirlerinin borçlarını karşılayıp karşılamayacağıının araştırılması,
4. Tahvil sahiplerini koruyucu ne gibi önlemlerin alınmış olduğunun tesbiti,
5. İşletmenin içinde bulunduğu sektörün özellikleri, gelişimi ve genel ekonomi değişikliğinden ne derece etkilenebileceğinin araştırılması,

(101) Frederick AMILING, Investments; An Introduction To Analysis and Management, (Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1970), s. 123.

(102) J.G.CLENDENIN, G.A.CHIRSTY. Introduction to Investments. (Mc Graw Hill Book Co., New York), s. 165.

6. İşletmenin yöneticilerinin genel nitelikleri,
7. Tahvillerin ikincil piyasadaki yeri ve işlem görme olanağı, alınıp satılabilme özelliği,
8. İşletmenin beklenmedik ekonomik gelişmeler karşısındaki dayanıklılığı.

Yukarıda sekiz maddede sıralanmış analiz konularından en önemlileri, kuşkusuz işletmenin gelir elde etme ve borç ödeme gücüdür. Bu iki gücün derecelerinin saptanabilmesi için yatırımcının finansal analiz yapması gerekecektir. Finansal analizlerin sonuçları da, tahvilin kalitesi hakkında yorum yapan kişilere tahvilin diğer tahvillere karşı taşıdığı değeri ortaya koyacaktır. Örgütlenmiş geniş bir analiz yapılacak olurlarsa da tahvilleri kalitelerine göre sınıflara ayırmak mümkün olacaktır.

6. Tahvillerin Değerlenip Sınıflaması

Tahvilleri taşıdığı risklere, faiz oranlarına, vadelerine göre değerlendirmek mümkündür (103). Gelişmiş batı ülkelerinde sermaye piyasalarında işlem gören tüm tahvillerin kaliteleri saptanarak değerlendirilmesi yapılır. Bu değerlendirme işlemi sermaye piyasasına hizmet sunan kurumlar aracılığı ile yapılmaktadır.

Sermaye piyasasında hizmet veren aracı kurumlar sermaye

(103) FRANCIS, s. 216.

piyajasında işlem gören menkul kıymetleri çıkaran işletmeleri analiz ederler. Bu analiz sonuçlarını da kendi değer ölçülerine göre sınıflarlar. Böylece bir işletmenin çıkar-mış olduğu tahvilin risk durumu saptanmış olur. Tahvillere yatırım yapacak kişiler saptanan bu riske göre yatırım yapar veya yatırımdan vazgeçerler (104).

Amerika Birlişek Devletlerinde tahvil sınıflaması ile uğraşan krluşlar vardır. Bunların en önemlileri Moody ve Standart Poor'dur (105). Bu kuruluşlar AAA'dan D'ye kadar tahvilleri kalitelerine sınıflandırırılar. AAA en yüksek kaliteli tahvili D ise en düşük kaliteli tahvili gösterir. Tahvillerin aşağıdaki gibi gruplara ayrılarak sınıflaması yapılmaktadır (106).

Aşağıdaki sınıflamada yüksek kaliteli tahviller,AAA sınıfına dahil olan tahvilberdir. Bu tahvillerin riskleri azdır bu nedenle de güvenilir tahvillerdir ve sermaye piyasasında kolaylıkla işlem görürler.

(104) SMITH, s. 254.

(105) FRANCIS, s. 217.

(106) SMITH, s. 254; AMILING, s. 110.

Moody'un Sınıflaması	Standart Poor'un Sınıflaması	Tahvilin Dahil Olduğu Sınıf	Tahvili Çıkaran İşletmenin Adı
AAA	AAA	Yüksek kaliteli tahviller	
AA	AA		
A	A	Orta kaliteli tahviller	
BAA	BBB		
BA	BB		
B	B	Riskli yüksek, kalitesi düşük olan tahviller	
CAA	CCC		
CA	CC		
C	C		
	D	Tasfiyeye gitmiş işletmelerin tahvilleri	
	E		

Ülkemizde tahvil kalitelerinin belirlenmesi ve bu belirleme sonuçlarının yatırımcılara sunulması konusunda hiç bir çalışma yapılmamış ve bir teknik ortaya konmamıştır. Bu bakımdan çalışmamızın doğrultusunda tahvillerle ilgili bir analizin yapılması yatırımcıların daha akılcı bir karar vermesine yardımcı olacaktır.

D Ö R D Ü N C Ü B Ö L Ü M

TAHVİLLERİ DEĞERLEME İŞLEMLERİNE ÖRNEK BİR UYGULAMA

TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI
A.Ş. TAHVİLLERİNİN DEĞERLENMESİ

I. GENEL AÇIKLAMA

Çalışmamızın önceki bölümlerinde, sermaye piyasasının yapısı ve araçları üzerinde durulmuştur. Türkiye'de tahvil piyasasının 1971-1982 dönemindeki gelişimi analiz edilmiş ve tahvil değerlendirme işlemlerine geçilmiştir. Tahvilleri değerlendirme sırasında ise enflasyon ve risk faktörleri üzerinde durulmuş, bir tahvilin nasıl değerlendirilebileceği kuramsal olarak ortaya konmuştur.

Uygulama bölümünde ise, piyasada işlem gören bir tahvilin değerlemesi amaçlanmıştır. İnceleme konusu olarak ele alınarak değerlendirilmesi yapılan tahvili, cam sanayiinde faaliyet gösteren, "Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş." ihraç etmiştir. Holding haline gelmiş olan ve toplulukta denilen bu kuruluşa bağlı 29 işletme bulunmaktadır.

Tahvil değerlendirme işlemlerine geçmeden önce, Cam sanayi tanıtılmış ve ülkemizdeki mevcut durumu belirtilmiştir. Cam sanayiinin ülkemizdeki durumu ve taşıdığı risk saptandıktan sonra da "Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş."nin 1981 yılı toplu sonuçları incelenmiştir. İncelenen toplu sonuçlar doğrultusunda "Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş."nin üretim hacmi, satış gücü, pazarın büyüklüğü, çalışma

seyri ve iştiraklerinin durumunun ne olduğu ortaya konmuştur.

Yapılan analiz ve edinilen bulgulardan sonra tahvilin değerlendirilmesine geçilmiş, tahvilin reel geliri ve reel değeri saptanmıştır.

II. CAM SANAYİİNDE GENEL DURUM

Genelde tüm Avrupa ülkelerinde görülen ekonomik durgunluk ve dolayısıyla yoğun rakabet, cam sanayiinde de kârlılığında düşmesi, işçi çıkartma ve işletmelerin el değiştirmesi gibi gelişmelere yol açmaktadır.

Bu durumdan çıkabilmek için cam sanayiinde faaliyet gösteren işletmeler çeşitli önlemlere yönelmiş bulunmaktadır. Bu önlemlerin başında, enerji tasarrufu olmak üzere maliyetleri düşürücü, verimliliği arttırıcı uygulamalar gelmektedir.

Orta Doğu ülkeleri, gelişme süreçleri içinde pazar boyutlarını büyütmüşler ve dünya cam ticareti içindeki paylarını arttırmışlardır. Bu ülkelerin uyguladıkları ithal ikamesi politikası çerçevesinde ulusal cam sanayiini kurma çabalarını son yıllarda da arttırarak sürdürmeleri, önemli bir gelişme olarak dikkatleri çekmektedir. Ancak bölge ülkelerinin cam dışalımıcısı olma özelliklerini önümüzdeki yıllarda da sürdürmeleri beklenmektedir.

Ülkemizde kişi başına cam tüketimi 1979 yılında 8 kg'dan 1980 yılında, grevler yüzünden üretimin azalması sonucu 5,7

kg'a düşmüştür. Ancak 1981 yılının olumlu üretim faaliyetleri sonucunda 8,6 kg'a çıkmıştır. Önümüzdeki yıllarda kişi başına cam tüketiminin daha da artması beklenmektedir.

Ülkemiz cam sanayii ise, gerek hüküm süren iş barışı, gerekse üstlendiği görev ve sorumluluklar sonucunda başta dışsatım olmak üzere önemli gelişmeler kaydetmiştir. Bunun yanı sıra bütün finansal güçlüklerle rağmen yatırımlarını aksaksız sürdürebilmiştir. Türkiye Şişe Cam fabrikaları A.Ş. ise de Türkiye'de bu endüstride faaliyet gösteren temel kuruluşlardan biri olarak çalışmalarını sürdürmektedir.

III. TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş. TANITIMI

1. Genel Bilgiler

1934 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. tarafından 1.000.000 TL. sermaye ile kurulan Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin 3000 ton kapasiteli ilk fabrikası Paşabahçe Cam Sanayii A.Ş.'dir. Bugün bir holding haline gelmiş olan ve topluluk denilen bu kuruluşa bağlı 29 işletme bulunmaktadır.

Topluluğun sanayi alanında faaliyet gösteren; Paşabahçe Cam Sanayii A.Ş., Çayırova Cam Sanayii A.Ş., Topkapı Şişe Sanayii A.Ş., Teknik Cam Sanayii A.Ş., Anadolu Cam Sanayii A.Ş., Cam Elyaf Sanayii A.Ş., Soda Sanayii A.Ş., Reform Ambalaj Sanayii ve Ticareti A.Ş., Bursa Ota Cam Sanayii A.Ş., Ferro Döküm San. ve Tic.A.Ş., İstanbul Porselen Sanayii

A.Ş., Televizyon Cam Sanayii A.Ş., Maden İşletmeleri, Cam İşletme Tesisleri, Makina Kalıp Fabrikası olmak üzere 17 işletme bulunmaktadır.

Topluluğun pazarlama alanında faaliyet gösteren; Paşabahçe Ticaret Ltd.Şti., Paşabahçe Perakende Satışlar Ltd. Şti., Cam Pazarlama A.Ş., Derya Dış Ticaret A.Ş., olmak üzere 4 işletmesi bulunmaktadır.

Topluluğun yatırım sürecindeki işletmeleri ise, Kırklareli Cam Sanayii A.Ş., Krom Bileşikleri San.ve Tic.A.Ş. olmak üzere 2 tanedir.

2. Türkiye Şişe Cam Fabrikaları A.Ş.'nin 1981 Yılı

Toplu Sonuçları

A. Üretim

1981 yılında topluluğun üretimi önemli ölçüde artmıştır. Gerek süreklilik arzeden iş barışı ortamı, gerekse hammadde teminindeki istikrar ve yeni tesislerin işletmeye alınması üretim artışını sağlayan önemli unsurlar olmuştur.

Topluluğun ana üretim politikası olan tam kapasite kullanma ilkesinin tüm kuruluşlarda uygulanmasının yanı sıra, mevcut kuruluşların da genişletilmesi, yenilerinin işletmeye alınması ve verimlilik artışları üretim hacminin büyümesine katkıda bulunmuştur.

Topluluğun ana faaliyet sahasını oluşturan cam üretimi 1981 yılında, 1980 yılına göre % 121 artışla 431.441 tona ulaşmıştır.

Düz cam alanında, Çayırova Cam'ın 18.000 ton/yıl kapasiteli yeni buzlu cam fırınının yanı sıra, Trakya Cam float tesisi de 150.000 ton/yıl kapasite ile işletmeye alınmıştır.

Cam Sani kaplar ile ilgili önemli gelişme de Topkapı Şişe'nin 50.000 ton/yıl kapasiteli fırınının tamamlanmasıyla olmuştur. Bu ünite 1982 yılından itibaren üretime geçmiştir.

1980 yılında deneme üretimi tamamlayan Sinop Cam Tesisleri 1981 yılında kristal ve el imalatı dallarında üretime geçmiş ve topluluğa önemli katkılar sağlamaya başlamıştır.

Teknik camlarda uygulanan ürün çeşitlendirme politikasının ilk sonuçları alınarak far camı ve cam kürecik üretimine geçilmiştir.

İzabe yolu ile TV tüp camı üretimini gerçekleştirmek üzere Telecam tarafından yürütülmekte olan projenin birini aşaması tamamlanarak, tüp camların üretilmesine başlanmıştır.

Camın ana hammaddesi olan Soda Sanayii'nin tevsi büyük ölçüde tamamlanmış ve çeşitli üniteler işletmeye alınmış olmakla birlikte, yapılmakta olan revizyon çalışmaları

nedeni ile, üretim artışı 1982 yılında görülmeye başlanmıştır.

Porselen ve döküm alanlarında da üretim artışları sağlanırken, kalite düzeltme ve verimlilik artışı yönünden olumlu sonuçlar elde edilmeye devam edilmiştir.

Edindiğimiz bilgiler ışığında topluluğun 1981 yılındaki üretim gelişmesi, daha önceki yıllara göre oldukça iyi görülmektedir.

B. İşgücü

Topluluğun bünyesinde çalışanların sayısı 1981 yılı sonunda 13.011 kişiye ulaşmıştır. Bir yıl öncesine göre kaydedilen % 11.9 oranındaki artış üretime geçen Trakya Cam Sanayii A.Ş., TV Camı Sanayii A.Ş. gibi yeni tesislerin işgücü gereksinimlerinin artması, Kırklareli Cam Sanayii A.Ş. gibi yatırım sürecindeki işletmelerin yeni elemanlar ile takviye edilmesi ve gittikçe büyüyen kuruluşların artan iş hacimlerinin gerektirdiği işgücünün karşılanmasından kaynaklanmıştır.

C. Yatırımlar

1981 yılı, yatırım alanında topluluk için büyük bir atılım dönemi olmuş, Dünya ve Türkiye pazarlarındaki gelişmeler paralelinde sürdürülen çalışmaların sonuçlandırılmasının yanısıra, yeni gelişmelere de hız verilmiştir. Sinop El İmalatı ve Kristal Züccaciye fabrikası işletmeye a-

linmiş, Çayırova Buzlu Cam Ünitesi tevsii, Topkapı D fırını tevsii ve Cam Elyaf Polyester Üniteleri tamamlanmıştır.

1981 yılında, 8 milyar TL.sına gerçekleştiren Trakya Flo-at Camı Tesisleri ile, 6 milyar TL.na ulaşacak Televizyon Tüp Camı yatırımlarının 1.ci aşaması olan yapıştırma kısmı işletmeye alınmış ve 7 milyar TL.na malolacak Kırklareli Otomatik Züccaciye Fabrikasının temeli atılmıştır. Bunların yanısıra Paşabahçe tevsii ve modernizasyonu ile Soda Fabrikası tevsii büyük ölçüde tamamlanmıştır. Ayrıca başta Maden İşletmeleri, Teknik Cam, İstanbul Porselen olmak üzere topluluğun tüm kuruluşları, kaliteyi iyileştirmeye, üretimi arttırmaya ve yeni ürünlere yönelik yatırımlar yapmıştır.

1982 yılında da yatırım çalışmaları aynı hızla sürdürülmektedir. Kırklareli Züccaciye fabrikası, Televizyon Tüp Camı İzabe Ünitesi, 1982 yılı içinde öncelikle ele alınan projeler olmuştur.

1981 yılındaki yatırımların finansmanında, yıl içinde ayrılan 2,5 milyar TL. tutarındaki amortisman önemli ölçüde fon kaynağı olmuştur. Makina donanım dışalımında yabancı finans kuruluşlarından alınan özel dış krediler, Sanai Kalkınma Bankası aracılığı ile kullanılan döviz kredileri ve dış satımlardan elde edilen dövizlerden yararlanılmıştır. İç finansman açısından ise topluluğun kurucusu olan T.İş Bankası'nın desteği yatırımların finansmanında başlıca kaynak olmuştur.

Topluluk yatırım alanlarının seçiminde dünya ekonomisine açılmanın gerektirdiği yapısal bütünlüğün sağlanması ile iç ve dış pazarların gereksindiği üretilere yönelmeyi esas almakta, yatırımların projelenmesi ve uygulanmasında uluslararası düzeyde modern teknolojinin aktarılmasına önem vermektedir. Ayrıca gerek finansman gerekse teknik bilgi konularında öncelikle topluluğun birikimlerinden yararlanma2 sına özen gösterilmiştir.

D. Satışlar

Toplam satışlar 1981 yılında 1980 yılına göre % 130' luk bir artış göstererek 37,1 milyar lira düzeyinde gerçekleşmiştir. Yurt içi genel talep hacminde görülen daralmaya rağmen, Türk cam sanayisi yurt içi satışlarını 1980 yılına göre arttırabilmiştir. Bunun yanında artan üretim daha büyük oranda dış piyasaya yönlendirilmiş; böylece yurt dışı satışlarda 1980 yılına göre % 178'lik artış sağlanırken yurt içi satışlarında % 85 artış gerçekleşmiştir.

12 Eylül 1980 sonrası alınan önlemler çerçevesinde tam kapasite ile verimli çalışma olanağına kavuşan Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş., 1981 yılında işletmeye alınan Trakya Cam Sanayii A.Ş., Televizyon Camı Sanayii A.Ş. ile, mevcut tesislerin tamamlanan tevsi ve yenileme yatırımları sonucunda artan üretim kapasitelerine paralel olarak satışlarını da arttırmıştır.

1980 yılında üretimde görülen daralmanın 1981 yılı dış-satımı olumsuz yönde etkilemesi gerekirken, sürdürülen yoğun çabalar ile topluluğun dış satımları 1979 yılı seviyesine göre % 126, 1980 yılına göre % 179 artarak 70 milyon dolara ulaşmıştır. Ülkemiz genelinde sürdürülen dışsatım seferberliği sonucu toplam Türkiye dışsatım gelirlerinin 1980 yılına göre % 60 dolaylarında arttığı dikkate alınırsa Topluluğun aldığı sonuç ayrı bir anlam taşımaktadır.

Daha önceki yıllarda olduğu gibi 1981 yılında da Topluluğun dışsatımının büyük bölümünü cam ürünleri teşkil etmiştir. Ancak cam ürünlerinin ana gruplarını oluşturan düzcam, cam sinai kap ve cam eşyanın dışsatım içindeki ağırlıkları 1980 yılına göre önemli gelişmeler göstermiştir. 1980 yılında topluluğun dışsatımının % 14'ünü oluşturan düzcam grubu, dolar olarak 6,3 kat artarak 1981 yılı dışsatımın % 32 sine ulaşmıştır. Cam ev eşyası dışsatımı da 1980 yılına göre bir kat artmış, ancak toplam dışsatım içindeki payı düşmüştür. Cam sinai kap dışsatımı ise, 1,6 kat artarak toplam dışsatım içindeki payını korumuştur .

1981 yılında işletmeye alınan ve gelişmiş teknoloji ile düzcam üreten Trakya Cam Sanayii A.Ş., gerek düzcam, gerekse optik özellikler gerektiren cam işleme ürünleri dışsatımında topluluğun daha ileri atılımlar yapmasına olanak sağlayacaktır.

E. Öz Sermaye ve Sermaye İştirakleri

Topluluğun öz sermayesi 200.000.000 TL. tutarındadır ve tamamı ödenmiştir. Topluluğun ödenmiş sermayesi değişmediğinden öz kaynaklardaki büyüme yedek akçe niteliğindeki fonlarla, dönem kârlarından oluşmaktadır. 1981 yılı sonu itibariyle topluluğun öz kaynakları toplamı 2.129.918.921 TL. yükselmiştir.

Diğer taraftan topluluğun sermaye iştirakleri, yatırımcı şirketlerin artan öz kaynak ihtiyaçlarını karşılanması, gerekse yeni katılan şirketlerinin hisselerinin devralınması sonucu 3.677.613.337 TL. ulaşmıştır. Böylece iştiraklerde 1981, yılında 1980 yılına göre % 42,2 bir artış sağlanmıştır.

Ayrıca Topluluk 1982 yılında sermaye arttırımına giderek sermayesini 1.000.000.000 TL. ya çıkarmıştır. Bu sermaye arttırımının büyük çoğunluğu, Topluluğun kurucusu olan T.İş Bankası tarafından karşılanmıştır.

TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.'NİN

31 ARALIK 1981 BİLANÇOSU

AKTİF

I - DÖNER VARLIKLAR

A. Kasa ve Bankalar	99.210.335.61
B. Hisse Senetleri ve Tahviller	4.601.866
C. Alacaklar	
1. Müşteriler	214.958.024.89
2. Depozito ve Teminatlar	46.663.291.84
3. Muhtelif Alacaklar	1.897.757.798.76
4. Diğer Alacaklar	203.155.188.89
Toplam	2.362.504.304.38
Şüpheli Alacaklar Karşılığı	(1.599.291.67)
Alacaklar Toplamı	2.360.905.012.71
D. Avanslar	397.874.856.85
E. Stoklar	
1. Hammadde ve Malzeme Stokları	327.157.226.94
2. Yarı Mamul Stokları	105.250.475.48
3. Mamul Stokları	125.663.397.96
Stoklar Toplamı	558.071.100.38
F. Diğer Döner Varlıklar	35.552.511.83
Döner Varlıklar Toplamı	3.456.215.683.38

II -DURAN VARLIKLAR

A. Uzun Vadeli Alacak ve Fonlar	22.163.067.16
B. İştirakler	3.677.613.337.30
Sermaye Yükümlülüklerinden	
Borçlar	(43.057.500)
Net İştirakler Toplamı	3.634.555.837.30

C. Maddi Duran Varlıklar	27.873.626,65
1. Arsa, Arazi, Arazi Üstü Düzenler	27.873.626,65
2. Binalar	149.664.247,40
3. Makine ve Tesisat	128.127.993,09
4. Nakil Vasıtaları	46.039.436,78
5. Diğer Maddi Duran Varlıklar	46.956.455,35
6. Yapılmakta Olan Yatırımlar	139.237.746,55
Toplam	537.899.505,82
Birikmiş Amortismanlar	(101.188.555,75)
Net Maddi Duran Varlıklar Toplamı	436.710.950,07
D. Diğer Duran Varlıklar	655.013,71
Birikmiş Amortisman ve Değer Düşüş Karşılığı	(524.010,96)
Net Diğer Duran Varlıklar	131.002,75
Duran Varlıklar Toplamı	4.093.560.857,28
Varlıklar Toplamı	7.549.776.540,66

PASİF

I- KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

A. Alınan Krediler	230.968.345,60
B. Uzun Vadeli Borç Taksitleri	172.712.849,66
C. Borçlar	
1. Satıcılar	191.667.950,77
2. Alınan Depozito ve Teminatlar	38.314.791,18
3. Muhtelif Borçlar	3.467.793.684,23
4. Diğer Borçlar	771.030.502,98
Borçlar Toplamı	4.468.806.929,16
D. Vergi, Resim, Harç ve Kesintiler	6.499.514,03
E. Gider Tahakkukları	46.688.051,46
F. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	34.198.261,98
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı	4.959.873.951,89

II- UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

A. Alınan Krediler

1. Banka Kredileri	229.518.144
2. 4. Tertip Tahviller	100.000.000
3. 5. Tertip Tahviller	100.000.000 _R

Toplam

429.518.144.

B. Diğer Uzun Vadeli Borçlar

30.465.522.80

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı 459.983.666.80

III- ÖZ KAYNAKLAR

A. Esas Sermaye

200.000.000

B. Yedek Akçeler

1. Kanuni Yedek Akçe	40.000.000.
2. İhtiyari Yedek Akçe	692.547.733.37

Yedek Akçe Toplamı

732.547.733.37

C. Yedek Akçe Niteliğindeki Karşılıkları

158.742.861.57

D. Kâr

1.038.628.327.03

Öz Kaynaklar Toplamı

2.129.918.921.97

Kaynaklar Toplamı

7.549.776.540.66

IV. TÜRKİYE ŞİŞE CAM FABRİKALARI A.Ş.'NİN TAHVİLLERİNİN DEĞERLEMESİ

1. Sistematiik Olmayan Riskin Araştırılması

A. Finansal Riskin Belirlenmesi

Topluluğun satışları, sürekli olarak artma eğilimi içindedir. Satışlar 1977 yılında 4.334.500.000 TL. iken, 1978 yılında 5.585.800.000 TL., 1979 yılında 10.356.600.000 TL., 1980 yılında 16.118.400.000 TL., 1981 yılında ise 37.078.700.000 TL. ulaşmış-

tır. Bu rakamlardan da görüleceği üzere 1977-1981 dönemi içinde satışlar her yıl artarak gelişmiştir.

Topluluğun yatırımları ise, 1977 yılında 192.900.000 TL., 1978 yılında 457.000.000 TL., 1979 yılında 3.053.000.000 TL., 1980 yılında 7.400.400.000 TL., 1981 yılında ise 10.701.300.000 TL. düzeyine erişmiştir. Topluluğun yatırımları da 1977-1981 dönemi içinde artma eğilimi göstermiştir.

Topluluğun 1977-1981 dönemi içinde satışlarının ve yatırımların her yıl sürekli olarak artış göstermesi, topluluğun faaliyetlerinin iyi yönde geliştiğini göstermektedir.

Edinilen bu kısa bilgilerden, ilk bakışta topluluğun riskinin yok denecek kadar az olduğu söylenebilir. Ancak risk konusunda daha kesin bulgulara varmak için finansal risk oranlarının analiz edilmesi gerekecektir.

a) Finansal Risk Oranları

aa) Faizi Karşılama Oranı

Faizi karşılama oranının toplam gelirlerin ödenecek faizleri bölünmesi suretiyle bulunduğunu çalışmamızın önceki bölümünde belirtmiştik.

Topluluğun gelirleri 1980 yılında 1.135.300.000 TL. iken, 1981 yılında 2.460.400.000 TL. düzeyine ulaşmıştır.

Topluluğun verilen faiz ve komisyonları ise 1980 yılında 209.559.158 TL. iken 1981 yılında 664.774.167 TL. olmuştur. Kuş-

kusuz bu artışın bir nedeni de ülkemizdeki faiz oranların artışından kaynaklanmıştır.

Bu durumda 1981 yılı için faizi karşılama oranı (F.K.O.)

$$F.K.O. = \frac{2.460.400.000}{664.774.167} = 3,7$$

Topluluğun 1981 yılı sonuçlarına göre faizi karşılama oranı 3,7 bulunmuştur. Topluluk ödeyeceği faizleri 3,7 kez elde etmektedir. Bu durumda tahvillere ödenmesi gereken faizlerin herhangi bir risk taşımadığı görülmektedir. Tahvil sahipleri herhangi bir zorlukla karşılaşmadan tahvillerinin gelirlerini tahsil edebileceklerdir.

bb) Borç/Öz Sermaye Oranı

Borç/özsermaye oranı tahvillere yatırılan paranın geri alınmasında karşılaşılabilecek riski belirlemek için kullanılır. Bu oran işletmenin borçlarını karşılayabilme kapasitesini gösterir.

Topluluğun borçları özsermayeye göre yüksek olarak görülmektedir. Bilançoya ilk bakıldığında topluluğun borçlarını karşılayamayacağı izlenimine varılabilir. Ancak topluluğun iştirakler toplamının kayıtlı değeri 3.677.613.337 TL ile oldukça büyük bir rakama ulaşmaktadır.

Topluluğun özkaynakları toplamına iştirakleri de eklendiğinde, topluluğun borçlarını kısa ve uzun vadede rahatlıkla

la ödeyebileceği görülmektedir. Ayrıca topluluk sabit varlıklarını yeniden değerlediğinde, topluluğun öz sermayesinde büyük artışlar olacaktır.

Borç/özsermaye analizinin sonucunda tahvillerin faiz ve anaparasının ödenmesinde topluluğun güçlükle karşılamayacağı söylenebilir.

cc) Toplam Borç/Toplam Varlıklar Oranı

İşletmenin toplam yatırımlarının yüzde kaçını finanse ettiğini gösteren bu oranı, işletmenin borçları toplamının, toplam varlıklara bölünmesiyle bulunur.

Topluluğun 1981 yılı bilançosunda döner varlıklar toplamı, 3.456.215.683 TL. duran varlıklar toplamı ise 4.093.776.540 TL. dir. Varlıklar toplamı, döner varlıklar ile duran varlıklar toplamı olduğuna göre, toplam varlıklar 7.549.776.540 TL.dir.

Topluluğun kısa ve uzun vadeli borçlar toplamı ise 5.419.857.617 (4.959.873.95 + 459.983.666)TL. dir.

Bu durumda topluluğun toplam Borç/Toplam varlıklar oranı,

$$\frac{5.419.857.617}{7.544.776.540} = 0,71 = \% 71 \text{ olarak bulunur.}$$

Topluluk varlıklarının % 71'ini borçlarla finanse etmiştir. Ancak topluluğun sabit varlıkları tarihi maliyetlerle yani olduğundan düşük olarak gösterilmiştir. Topluluk yeniden

değerlemeye gidecek olursa, varlıkların değerleri yüksek ve gerçek değerleri ile görülecek, dolayısıyla Toplam Borç/ Toplam Varlıklar oranı oldukça düşük çıkacaktır.

dd) Varlıkların Paraya Çevrilebilme Durumu

Topluluğun varlıkları stoklar, alacaklar, sabit varlıklar ve iştiraklerden oluşmaktadır.

Topluluk kısa vadeli kredi sistemiyle çalıştığından alacak kalemleri toplamı bilançoda 2.362.504.304 TL. olarak görülmektedir. Topluluk bu alacaklarını düzenli olarak da tahsil edebilmektedir.

Stoklar toplamı ise bilançoda 558.071.100 TL. olarak görülmektedir. Ancak topluluğun yıllık satışlarının 37.078.700.000 TL. ulaştığı gözönünde bulundurulursa, satışlara göre stokların uygun olduğuna kanaatine varılabilir.

Duran varlıklar içinde en yüksek kalem 3.677.613.337 TL. ile iştiraklerden oluşmuştur. Bu kalemin bu kadar yüksek olmasının nedeni topluluğun bir holding özelliği göstermesidir. Topluluğun 22 tane iştiraki olduğu gözönünde bulundurulacak olursa bu kalemin de olağan karşılanması gerekecektir.

Yaptığımız bu finansal analiz doğrultusunda topluluğun 7.549.776.540 TL. toplam varlığına karşılık 100.000.000 TL. tutarında tahvil ihraç etmesi, topluluk açısından risk taşımadığı gibi tahvilleri satın alan kişiler açısından da

herhangi bir risk taşımayacaktır. Tahvil sahipleri faiz gelirlerini ve anaparalarını tahsil etmede herhangi bir güçlükle karşılaşmayacaklardır.

B. Yönetim Riski

Türkiye Şişe Cam Fabrikaları 1934 yılında T.İş Bankası tarafından 1.000.000 TL. sermaye ile kurulmuş, 1981 yılı faaliyet sonuçlarına göre kayıtlı sermayesini 200.000.000 TL.'ya öz kaynakları toplamını ise 2.129.918.921 TL.'ya toplam varlıklarını ise 7.549.776.540 TL. düzeyine ulaşmıştır. 1982 yılında yine sermaye arttırımına gidilmiş ve sermaye 1.000.000.000 TL. düzeyine çıkarılmış ve tamamı ödenmiştir.

Topluluğun geçmişine bakılırsa çok iyi gelişme gösterdiği görülmektedir. Bu gelişme kuşkusuz yöneticilerin başarısını ortaya koymakta ve yatırım kararlarındaki isabetini açıklamaktadır.

Bu bakımdan topluluğun yöneticilerinin bilgili, ussal ve ileriye gören bir felsefeye sahip oldukları söylenebilir. Gelecekte de yöneticiler bu tutum içinde olduklarında, topluluğun daha da büyüyeceği ortaya çıkmaktadır.

Yöneticiler geçmişteki başarılarını gelecekte de gösterdiklerinde, topluluğun yönetim açısından herhangi bir risk taşıması söz konusu olmayacaktır.

C. Faaliyet Riski

Faaliyet riski, işletmenin aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Topluluğun aktiflerinin içinde sabit aktifler daha çok yer tutmaktadır. Bunun nedeni de sabit aktiflerin içinde iştirakler kaleminin 3.677.613.337 TL. gibi yüksek bir rakama ulaşmasıdır. Topluluğa bağlı olan şirketler oldukça verimli çalışmaktadır. Bu bakımdan faaliyet riskinin olması söz konusu değildir.

D. Endüstri Riski

Türkiye Şişe Cam Fabrikaları A.Ş. Topluluğu cam endüstrisi dalında faaliyet göstermektedir. Cam endüstrisinde bu büyüklükte başka faaliyet gösteren işletme de yoktur.

Cam temel tüketim malları sınıfına katılabilir, ancak inşaat sektöründeki durgunluktan da etkilenebilmektedir. Genelde kişi başına cam tüketimi de her yıl artmaktadır. Camın temel tüketim malı sınıfına dahil olmasından dolayı cam endüstrisi talep darboğazı ile karşı karşıya değildir.

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. içinde faaliyet gösterdiği endüstrinin özelliğinden dolayı herhangi bir riskle karşı karşıya değildir.

Cam endüstrisinin hammaddesi yerli kaynaklardan karşılanmakta hammadde darboğazı ile karşılaşılması da söz konusu olmamaktadır.

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. içinde faaliyet gösterdiği endüstrinin özelliğinden dolayı herhangi bir riskle karşı karşıya değildir.

2. Sistematiik Riskin Araştırılması

Menkul kıymet piyasasını etkileyen ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişmeler sistematiik riskin kaynağını oluşturmaktadır. Topluluğun tahvilleri de kuşkusuz ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, politik ve sosyal çevreden etkilenebilecektir.

A. Faiz Oranı Riski

Tahvillerin faiz oranlarındaki değişmelere bağılı olarak ortaya çıkan verim değişkenliği faiz oranı riskini ortaya çıkarmaktadır.

Ülkemizde tahvil faiz oranları sürekli bir değişme içindedir. Bazı kuruluşlar çıkarmış oldukları tahvillerinin faizlerini bu değişmelere uydurmakta bazıları ise önceden saptanan faiz oranını uygulama yoluna gitmektedir.

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. tarafından 5. Tertip olarak 100.000.000 TL. tutarındaki tahviller % 32 faizli olarak ihraç edilmiştir. Merkez Bankası Tahvil faizlerinin yükseltilmesine olanak tanıyınca da topluluk hemen tahvil faizlerini % 45'e yükseltmiştir.

Faiz oranlarının sürekli yükselme eğilimi içinde oldu-

ğ u Ülkemizde, topluluğun çıkarmış olduğı tahvillerinin faizini yükseltmesi, faiz oranı riskini ortadan kaldırmaktadır. Bu bakımdan gelecekte de işletme yükselen faiz oranlarına göre çıkarmış olduğı tahvillerin faizlerini yükseltebilecektir.

B. Satınalma Gücü Riski

Satınalma gücü riski, tahvillerin gelirlerinin ve değerlerinin enflasyon karşısındaki kayıplarından kaynaklanmaktadır. Ülkemizde 1982 yılında enflasyon oranı %25 olarak saptanmıştır. 1983 yılında da enflasyon oranının yine bu düzeyde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyon rakamları bilindiğinde veya gerçekleşebilecek enflasyon oranı tahmin edildiğinde satınalma gücü riski de hesaplamaya rahatlıkla katılabilecektir.

Topluluğun tahvilleri de % 25 oranındaki enflasyondan olumsuz yönde etkilenecektir.

C. Pazar Riski

24 Ocak kararları ile uygulanmaya başlanan yeni ekonomi politikası ülkemizin ekonomik yapısını yeni bir düzene koymuştur. Uygulanan bu politikanın olumlu sonuçları da alınmaya başlanmıştır. Bununla beraber iş barışı da sağlanmış ülke ekonomisi yeni bir yapıya girmiştir.

2499 sayılı sermaye piyasası kanununa göre de, bu piyasanın niteliğı, araçları, kurumları ve organları tanımlan-

miştir. Bu olumlu gelişmeler 1982 yılının ikinci yarısından sonra sermaye piyasasına güvenin gelmesini sağlamıştır. 1982 yılında sermaye piyasasının yeni bir düzene oturması ile sağlanan güven duygusuyla pazar riski azalmıştır. Tahvil çıkaracak şirketlerin sermaye piyasası kurulu ve Merkez Bankasından da izin alma zorunluğu da tahvillerin pazar riskini azaltan diğer bir unsur olmuştur.

Topluluğun tahvilleri T.İş Bankası garantisi ile satıldığından bu tahvillerin herhangi bir pazar riski taşıması söz konusu değildir.

D. Vade Riski

Tahvillerin vadesi uzadıkça, tahvillere yatırılan tasarrufların riski de artmaktadır. Topluluk tarafından çıkarılan 5. Tertip tahvillerin vadesi 1982 ve 1983 olmak üzere iki yılı kapsamaktadır.

Diğer kuruluşlar tarafından 5-7 yıl vadeli ihraç edilen tahvillere göre topluluğun tahvilleri daha az riskli sayılabilir. Ancak topluluğun tahvilleri ilk yıldan sonra paraya çevrilebilme özelliği taşımaktadır. Bu bakımdan topluluğun tahvilleri vade açısından herhangi bir risk taşımamaktadır.

3. Sistematik ve Sistematik Olmayan Risklerin Genel Değerlendirmesi

Türkiye Şişe Cam Fabrikaları A.Ş.'nin ihraç ettiği 5.

Tertip tahvilleri, taşıdığı riskler açısından genel olarak değerleyecek olursak, risk taşımadığı kanısına varabiliriz.

Bu bakımdan topluluğun tahvillerini yatırım yapan kişiler hiç bir riskle karşılaşmadan gelirlerini risksiz olarak kabul edilen, devlet tahvillerinin gelirinine göre arttırma olanağına sahiptir.

Ancak, gerek devlet tahvillerini gerekse de topluluk tahvillerini etkileyen ortak faktör enflasyondur.

4. Topluluğun Tahvilinin Gelirinin Saptanması ve Değerinin Belirtilmesi

Topluluk 100.000.000 TL. tutarında 5. Tertip tahvil ihraç etmiş ve bu tahvilleri satış süresi içinde % 5 eksikine satmıştır. Tahviller % 32 faizle ihraç edilirken Merkez Bankasının tahvil faizlerinin yükseltilmesine olanak sağlama-sıyla tahvillerin faizi % 45'e yükseltilmiştir.

Tahvillerin faiz gelirleri ödenirken, gerçek kişilere % 25 vergi stopajı yapılarak ödeme yapılmıştır ve Ülkemizde 1982 yılında enflasyon oranı 25,2 olmuştur.

Bu verilerimiz ışığında topluluğun tahvillerinin geliri-ni ve değerini araştıralım,

1. Tahvilin yıllık brüt nominal geliri

$$1.000 \times \% 45 = 450 \text{ TL.}$$

2. Vergi stopajı

$$450 \times \% 25 = 112,5 \text{ TL.}$$

3. Tahvilin net geliri

$$450 - 112,5 = 337,5 \text{ TL.}$$

Ancak topluluğun 1.000 TL. nominal değerli tahvili 950 TL.sına satıldığı için,

4. Tahvilin yıllık gerçek verimi

$$\frac{450}{950} = \% 47,36$$

5. Yıllık gerçek geliri

$$0,4736 \times 1000 = 473,6 \text{ TL.}$$

6. Tahvil iskontolu olarak ihraç edildiği için iskontonun gözönüne alınması suretiyle bulunan gerçek verimi

$$473,6 + 50 = 523,6 \text{ TL.}$$

7. Tahvilin vergiden sonraki net geliri

$$523,6 + 112,5 = 636,1 \text{ TL.}$$

8. Tahvilin yüzde verimi

$$\frac{636,1}{1.000} = 0,6361$$

Elde ettiğimiz bu verileri ülkemizin enflasyon koşullarında değerleyip tahvilin reel gelirini ve değerini araştırarak olursak,

$$r = \frac{(1+R) - (1+I)}{(1+I)}$$

$$r = \frac{(1+0,411)-(1+0,252)}{(1+0,252)}$$

$$r = \frac{1,411 - 1,252}{1,252}$$

$$r = 0,12$$

Tahvilin reel geliri 0,12 olarak bulunur.

Tahvilin ihraç tarihinden bir yıl sonraki reel değeri ise,

$$1.000 \times 0,798 = 798 \text{ TL. olarak bulunur.}$$

Tasarruf sahibi tahvilin paraya çevrilmesi sırasında, tasarrufunu reel değeri ile geri almak isteyecek olursa,

$$1.000 \times 1,252 = 1.252 \text{ olarak geri alması gerekecektir.}$$

Topluluğun tahvillerini ülkemiz koşullarında risk ve enflasyon açısından değerlendirdiğimizde tahvillerin herhangi bir risk taşımadığı ortaya çıkmaktadır.

Ayrıca tahviller enflasyona karşı tasarrufcuyu koruyabilme özelliği göstermekte ve 0,12 lik bir reel gelir elde edilmesini de sağlayabilmektedir.

S O N U Ç V E Ö N E R İ L E R

Dört bölümde incelemeye çalıştığımız, sermaye piyasası aracı olarak tahvillerin değerlendirilmesi konusunda ulaştığımız sonuçları şöyle sıralayabiliriz.

Çalışmamızda, kişisel ve kurumlar tasarruflarının verimli yatırım alanlarına yönlendirilerek, hedef alınan ekonomik kalkınma hızının gerçekleştirilmesi için, ülke ekonomisine ve tam rekabet koşullarına paralel bir biçimde etkin sermaye piyasasının kurulup işletilmesi kanısına varmış bulunuyoruz.

Sermaye piyasasının sağlıklı olarak kurulup gelişebilmesi için de, bu piyasanın sürekli olarak izlenmesi ve gerektiğinde yetkili organların, piyasaya düzeltici müdahaleleri gereklidir.

Sermaye piyasasının geliştirilmesi amacı sadece, özel sektörün devamlı ve uzun vadeli fon talebine ilişkin finansman sorununun çözülmesi olarak görülmemelidir. Amaç kişisel ve kurumsal tasarrufların sermaye piyasası kanalıyla en verimli alanlara yönlendirilerek tasarrufların etkin şekilde değerlendirilmesini sağlamak da olmalıdır.

Türk sermaye piyasasında sosyal güvenlik kurumlarının gerçek anlamda fon sununları sınırlıdır. Bu kurumların ta-

sarrufları sermaye piyasasına gelmemekte doğrudan olarak devlet tahvillerine yatırılmaktadır.Özel sigorta şirketlerinin de tasarrufları sınırlı olduğundan sermaye piyasasındaki etkinlikleri, gelişmiş batı ülkelerine göre az olmaktadır.

Ülkemizde tahvil ihraçlarının % 90'ına yakın kısmı Devlet tarafından yapılmaktadır. Bu tahvillerin çoğunluğu da birincil piyasa da işlem görerek bankalar ve sosyal güvenlik kurumları tarafından satın alınmaktadır.

Ülkemizdeki ikincil tahvil piyasası yeterince gelişmemiş dolayısıyla bu piyasada işlem gören tahvillerin miktarı da sınırlı olmuştur. İkincil tahvil piyasasında işlem gören tahvillerin çoğunluğunu da özel sektör tarafından ihraç edilen tahviller oluşturmıştır.

İkincil piyasadaki tahvil işlemlerinin arttırılabilmesi için sermaye piyasası kanunu çerçevesinde aracı kurumların kurulması ve bu piyasada işlem gören tahvillerin değer ve kalitelerin sürekli olarak saptanması gerekmektedir. Ancak tahvilleri de değerlerken de ülkenin izlediği ekonomi politikası gözönünde bulundurulmalıdır.

Ülkedeki enflasyon ve faiz oranlarının gelişmesi iyi saptanmalı ve bunlara ilişkin gerçekçi tahminler yapılmalıdır. Enflasyon sanayiinin yaratma gücünü büyük ölçüde olumsuz yönde etkileyebildiğinden, enflasyon oranının üzerinde faiz oranları ile tahvil ihraç edilememesi, sermaye piyasasının tahvil kesiminin beklenen düzeyde gelişmesini önlemiş-

tir. Piyasanın bu kesimine gelmesi beklenen tasarruflar, altın piyasasına akarak ekonominin gelişmesini de olumsuz yönde etkilemiştir. Enflasyon hızı belirli düzeyde tutulmadığı, ve enflasyon hızının üzerinde gelir getiren tahviller ihraç edilmediği sürece bu piyasa beklenen düzeyde gelişemeyecektir.

Tahvili değerlerken, yapılması gereken işlemler tahvilin taşıdığı risk, gelir ve enflasyon oranının araştırılması olmaktadır.

s Tahvili çıkaran işletmenin dahil olduğu sektörün yapısı ve bu sektörün taşıdığı risk analizi edilmeli, sektörün dünya ve ülke ekonomisindeki yeri, geçmiş yılların değerlemesi ve geleceğe ait tahminler yapılmalıdır, sektörün dış satımdaki payı ve bu payın gelişimi, sektörün ülke ekonomisi içindeki yeri ve önemi, ekonomik dalgalanmalardan etkilenmesi ve bu sektördeki iş barışı incelenmeli, gerekirse diğer sektörler ile karşılaştırılması da yapılmalıdır.

Sektör seçimi, sektördeki riskler, yatırımcının kişiliğine göre kararını vermesini sağlayacaktır. Kişiler güvenilir yatırım yapmak isterlerse az riskli sektörlerdeki işletmelere, fazla gelir elde etmek isterlerse çok riskli sektörlerdeki işletmelere yatırım yapacaklardır.

Sektör seçimi tamamlandıktan sonra, o sektördeki tahviline yatırım yapılacak işletmenin riskinin belirlenmesi gerekecektir.

Seçimi yapılmış sektördeki yer alan işletmelerden hangisinin tahvillerine yatırım yapılacağı kanısına varmak için, ayrıntılı bir risk analizinin yapılması gerekmektedir.

İşletmenin tahvilini satın almadan önce; işletmenin, üretim hacmi, satış gücü, pazarın büyüklüğü, personel durumu, çalışma seyri ve iştiraklerinin uzun süreli eğilimlerinin neler olduğunun bilinmesi, bu işletmenin taşıdığı riskin saptanmasını sağlayacaktır. Böylece tasarruf sahiplerinin rasyonel yatırım kararı almaları kolaylaşacaktır.

Ayrıca tahvilini satışa sunan işletmenin, finansal yapısının da incelenmesi gerekmektedir. Bu amaç için işletmenin bilançosunun analizi yapılmalıdır. Bilançolar güvenilir olduğu ölçüde tahvillerin değerlemesi kolay ve anlaşılabilir olmaktadır. Ancak bir işletmenin taşıdığı riskin saptanabilmesi için bilançoda görülmeyen değerlerin de tahvilin değerine yansıtılması gereklidir.

Tahvil değerinin saptanmasında finansal yönden analiz yapılabilmesi için, işletmenin çalışmalarına ilişkin finansal ve teknik bilgileri kapsayan çalışma raporlarının da sıhhatli ve düzenli bir biçimde tasarruf sahiplerinin incelemesine olanak verecek şekilde hazırlanması gerekmektedir.

İşletmeler çalışma raporlarını düzenli ve sıhhatli bir şekilde hazırladıklarında, işletmeye ilişkin, likidite ve

mali yapı oranları kolaylıkla analiz edilebilecek ve işletmenin taşıdığı risk saptanarak tahvili değerlendirilecektir.

Çalışmamızın Türkiye uygulaması bölümünde, ele aldığımız topluluğun tahvillerinin değerlemesinden elde ettiğimiz bulgular ise;

- Topluluğun ihraç ettiği tahvillerin riskinin düşük olması,
- Topluluğun tahvillerin faizin oranının piyasa faiz oranına göre yüksek olması,
- Tasarruf sahiplerini bir ölçüde enflasyona karşı koruyabilmesi özelliklerinden dolayı, bu tahvilleri ülkemizin kalitesi yüksek tahviller arasında sıralamak mümkündür.

Ancak ülkemizde enflasyon oranları yüksektir, tasarruf sahipleri reel satın alma gücü kaybı ile karşı karşıyadır. Enflasyon tahvillerin gelirini olumsuz yönde etkileyerek reel geliri sıfır düzeyine indirmektedir.

Tasarruflar tahvil satın almakla, reel gelirlerini arttırma imkanlarına sahip olamamaktadır, ancak tasarruflarını yalnız enflasyona karşı bir ölçüde koruyabilmekle yetinmektedirler.

Ülkemizdeki sermaye piyasasına fon sunan tasarruf sahiplerinin enflasyondan korunabilmesi için, indeksli tahvil ihracına gitmek, bu piyasanın işlem hacmini arttırarak olum-

lu etkide bulunabilecektir.

Özel kesimin çıkardığı tahvillerin indekslenmesi, tasarruf sahiplerinin reel gelirini arttıracığına göre, eskisinden daha cazip hale gelecek bu piyasaya kaynakların akması beklenebilir. Büyük bir ihtimalle, tahvillere karşı artan talep, kısmen tüketicilerin, eskisine kıyasla daha fazla tasarrufta bulunmalarından kısmen de hisse senedi piyasasından çekilen fonlardan oluşacak, altın ve gayrimenkul yatırımları da önlenebilecektir. Diğer yandan, indeksli tahvil çıkarılmasının özel kesimin toplam tasarruflarını da arttıracığı hemen hiç tartışmadan kabul etmek gerekmektedir.

İndeksli tahvillerin getirebileceği diğer yararlar ise, piyasada yalnız indeksli tahviller bulunması halinde enflasyon nedeniyle sermayenin reel değerinin kaybedilebilmesi riski mevcutken, indeksli tahviller bu riski ortadan kaldıracaktır.

İndeksli tahvillerde reel faiz haddinin sıfırın altında saptanması düşünülmeyeceğine göre, enflasyon hızının da reel faiz haddine otomatikman eklenmesi kabul edildiğine göre, indeksli tahviller açısından, negatif reel faiz haddine bağlı sermaye kaybı tehlikesi de ortadan kalkmış olacaktır.

Yukarıda belirtilen hususlar birlikte ele alındığında, indeksli tahvil ihracının toplam özel tasarrufların yüksel-

mesine yol açmasının ciddi bir ihtimal olduğunu söyleyebiliriz. Bu tür tahviller, eğer tüketim arzularının şiddetle canlanmış olduğu yüksek oranlı bir enflasyon ortamında ihraç ediliyorlarsa, tasarrufların daha büyük bir hızla artması sağlanacaktır.

Tasarrufların artması ve sermaye piyasasında bu tür tahvillerin ihracının artması, kişilerin tasarruflarını enflasyonun olumsuz etkisinden koruyacak ve tahvil piyasasının gelişmesini sağlayacaktır.

Y A R A R L A N I L A N K A Y N A K L A R

I. KİTAP VE MAKALELER

- ABAY, Ramazan : "Yatırım Hesaplarında Enflasyonun Etkisi ve İskonto Oranının Saptanması". Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması Dergisi, Y.1, S.4, Aralık 1979.
- ABAY, Ramazan : Yatırım Kararlarında Maliyetin Rolü. Ege Üniversitesi İşletme Fakültesi, İzmir, 1980. Yayınlanmamış Doçentlik Tezi.
- AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim. Sermet Matbaası, Ankara, 1979.
- AKGÜÇ, Öztin : "Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler". T.M.U.D. Semineri, İstanbul, 1975.
- AKGÜÇ, Öztin : "Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları", Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, 2. Baskı, ODTÜ İYSE-TÜSİAD, Ankara, 1979.
- ALPASLAN, Faruk : "Sermaye Piyasasının Önemi ve Türkiye'deki Durumu". Erzurum Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, C.3, S.3-4, Y. 1978.

- AMILING, Frederick : Investments: An Introduction To Analysis and Management, Prentice Hall, Inc., Third Edition, New Jersey, 1979.
- ARI, Hasan Hakan : "Aracı Kurumların İşlevleri Faaliyetleri ve Vergi Hukuku Karşısındaki Durumları". Sermaye Piyasası ve Denetimi Sempozyumu, E.İ.T.İ.A., 12 Haziran 1982.
- ATUK, Bülent : "Türkiye'de Tahvil Piyasası". Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi. Temmuz 1974.
- AYDIN, Davut : Finansal Araçlar Açısından Finans Piyasaları Üzerine Bir Araştırma. E.İ.T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1980.
- BADGER, Ralph E.
HAROLD W., Torgerson
HARRY G. Gutmann : Investments Principles and Practices. Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1969.
- BAKIR, Pınar : "Sermaye Piyasası Analizleri Uygulaması", Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri. 2. Baskı, ODTÜ, İYSE-TUSİAD. Ankara, 1979.

- BAUMOL, W.J. : The Stock Market and Economics Efficiency. Fordham University Press, New York, 1965.
- BAYAR, Doğan : Sanayii İşletmelerinde Yatırım Politikası. E.İ.T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1973.
- BAYAR, Doğan
BÜKER, Semih : İşletmelerde Finansal Yönetim. E.İ.T.İ.A. Ders Notları, Eskişehir, 1977.
- BIERMAN, Harold
SMITH, Seymor : The Capital Budgeting Decision. The Macmillan Co., 1971.
- BİNATLI, Cüneyt : Türkiye'de Devlet Tahvillerinin Faiz Rejimi. E.İ.T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1974.
- BURSAL, Nasuhi : "Dünya'da Enflasyon", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Eylül 1978.
- BÜKER, Semih : İşletmelerin Finansal Yönetiminde Yatırım Kararları. Ankara, 1973.
- BÜKER, Semih : "24 Ocak Kararlarının İşletmelerin Finansal Politikalarına Etkisi". ESADER, C. XVI, S.2.
- BÜKER, Semih : Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, E.İ.T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1976.

- BÜKER, Semih : "Tahvil Değerini Etkileyen Etmenler",
ESADER, C.XI, S.2.
- BÜKER, Semih : Finansal Yönetim. Ankara, 1983.
- CEMALCILAR, İlhan
- BAYAR, Doğan
- AŞKUN, İnal Cem
- ÖZ-ALP, Şan : İşletmecilik Bilgisi, E.İ.T.İ.A. Ya-
yını, Ankara, 1976.
- CHRİSTY, Clendenin : Introduction to Investments. Mc Graw
Hill Book Co., New York, 1964.
- CLENDENIN, B.G.,
- CIHIRSTY, G.A. : Introduction to Investments. Mc Graw
Hill Book Co., 5 th Edition, New York,
1972.
- COATES, Robert : Investments Strategy. Mc Graw-Hill
Book Co., New York, 1978.
- COMMISSION ON MONEY
AND CREDIT : Life Insurance Companies as Financial
Institutions. Prentice-Hall Inc., Engle-
wood Cliffs, 1961.
- CORNELL, Bradford : "Monetary Policy, Inflation Forecasting
and The Term Structure of Interest Ra-
tes", The Journal of Finance, March 1978.

- CROCKETT, A. : Money: Theory, Policy and Institutions. Thomas Nelson Limited, Second Edition, 1979.
- ÇAKICI, Latif : Kâr Ortaklığı Belgesi", Milliyet Gasetesi, 13 Mayıs 1982.
- ÇALIK, Mehmet Gün : "Sermaye Piyasasında Yeni Gelişmeler", Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, 2. Baskı, ODTÜ, İYSE-TÜSİAD Ankara, 1979.
- ÇÖMLEKÇİ, Necla : İstatistik, Ankara, 1974.
- D AMBROSIO, A. Charles: Principles of Modern Investments. Science Research Associates, Inc., Chicago, 1976.
- DEVLET İSTATİSTİK
ENSTİTÜSÜ : Türkiye İstatistik Yıllığı. 1981.
- DOBROYOLSKY, Sergei : The Economics of Corporation Finance. Mc Graw Hill Book Co., New Delhi, 1976.
- DOMANIÇ, Hayri : Kıymetli Eyrak Hukuku. İstanbul, 1975.
- DONOLOPSON G., : Corporate Dept Capaticty. Divisison of Research Gradvate Scholl of Business Administration. Harvard University, 3. Edition, Boston, 1964.

- DOWIRE, George W.
DOUGLAS R. Fuller,
FRANCIS J. Calkins : Investments. John Willey and Sons
Inc., New York, 1960.
- DÜĞER, İsmail Hakkı : Enflasyon ve Parasal Dinamikleri.
Atatürk Üniversitesi İşletme Fakül-
tesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi,
Erzurum, 1980.
- ERTUNA, Özcan : Finansal Kurumlar. Dokuz Eylül Üni-
versitesi, İktisadi ve İdari Bilim-
ler Fakültesi Yayını, İzmir, 1982.
- ERTUNA, Özcan
ÖZGER, Güntaş : Sermaye Piyasasının Banka Sistemi
Üzerine Etkileri. İstanbul Bankası
T.A.Ş. Yardım Cemiyeti Yayınları,
İstanbul, 1975.
- FAMA, F. Eugene : "Short-Term Interest Rates as Pre-
dictors and Inflation". The Ameri-
can Economic Review. June 1975.
- FERTEKGİL, Azmi : "Sermaye Piyasası ve Hukuki Düzen-
lemeler". Banka ve Ekonomik Yorum-
lar Dergisi, Y.19, S.3, Mart 1982.

- FRANCIS, J.Clark : Investments: Analysis and Management,
Mc Graw-Hill Book Co., New York, 1972.
- FRIDMAN, I.S.
Çev: Haluk GÜRSEL : Enflasyon. Ankara, 1981.
- FRIDMAN, M.Bengamin : "Who Puts the Inflation Premium Nominal Interests Rates?", The Journal Of Finance, June 1978.
- GIBSON, E.William : "Interest Rates and Inflationary Expectations; New Evidence" The American Economic Review, December 1972.
- GÖNENLİ, Atilla : İşletmelerde Finansal Yönetim. 3.
Baskı, İstanbul 1979.
- GÖNENLİ, Atilla : "Sermaye Piyasasının Gelişebilme Olanakları", Sevk ve İdare Dergisi,
Ağustos 1975
- GULLAP, Talat : Türkiye Ekonomisinde Talep Enflasyonu ve Para Politikası 1950-1960 Tecrübesi. Ankara, 1973.
- GÜRAN, Sevgi : "Enflasyon ve Faiz Oranları" Para ve Kredi Dergisi, Mart 1981.
- HATİPOĞLU, Zeyyat : "Sermaye Piyasası ve Ekonomik Kalkınma". T.M.U.D. Semineri, İstanbul, 1975.

HENDERSHOT, H.Patric

HORNE, James Van : "Expected Inflation Implied by
Capital Market Rates". The Jour-
nal of Finance, May 1973.

HIÇ, Mükerrerem

: "Maliyet Enflasyonu ve Talep Enf-
lasyonu". Türkiye'de Enflasyon.

İLKİN, Akın

: "Farklı Yapılardaki Tasarruf Sa-
hiplerinin Segecekleri Yollar Fark-
lıdır". Milliyet, 31 Ağustos 1980.

İNAN, Mehmet

: Tasarrufların Yönlendirilmesi. An-
kara, 1982.

İPEKÇİ, Ahmet

: "Sermaye Yatırımlarının Planlanma-
sı ve Enflasyon". İ.Ü. İşletme Fa-
kültesi Dergisi, C.7, S.2, Kasım
1978.

JONES, G.Ray

DUDLEY, Dean

: Essentials of Finance. Prentice-Hall,
Inc., Englewood Cliffs, New Jersey,
1978.

KARACAN, İhsan

: "Mevduat Sertifikaları Üzerine". Para
Dergisi, S.5, Ekim 1981.

KARAKOYUNLU, Yılmaz

: "Kamu Kesiminin Sermaye Piyasasından
Bekleyişleri, Türkiye'de Sermaye Pi-
yasası Sorunları Semineri, 2.Baskı, An-
kara, ODTÜ, İYSE-TÜSİAD. 1979.

- KARLUK, Rıdvan : "Enflasyon Kavramı ve Sonuçları", ESADER. C.IX, Y.1973.
- KEPEKÇİ, Celal : Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü. Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayını, Eskişehir, 1983.
- KOTAR, Erhan : Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi. E.İ.T.İ.A. Yayını, Eskişehir, 1971.
- MERİÇ, İlhan : "İşletmelerde Yatırım Kararları", ODTÜ Gelişme Dergisi, Güz, 1978.
- MERİÇ, İlhan : "Enflasyon Koşullarında Yatırım Kararları", 2. Ulusal İşletmecilik Kongresi. İzmir, 1980.
- MERİÇ, İlhan : "Enflasyon Koşullarında Taşınır Kıymet Yatırımları". İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C.8, S.2, Kasım 1979.
- MİRZA. Suat : Sermaye Piyasası. E.İ.T.İ.A. Yayını, İstanbul, 1965.
- MOORE, B.J. : An Introduction to the Theory of Finance. The Free Press, New York, 1968.
- NİZAMOĞLU, Ali : "Sermaye Piyasası". Para Dergisi, Ekim 1981.

- O E C D : Capital Markets Study: General Report.
O E C D Paris, 1967.
- OLUÇ, Mehmet : İşletme Organizasyonu ve Yönetimi.İ.Ü.
İşletme Fakültesi Yayını, Üçüncü Baskı,
İstanbul 1978.
- ÖNGÜT, İbrahim : "Financial Intermediaries and Capital Mar-
ket in Turkey" CENITO, Symposium on the
Development of Capital Markets, Teheran,
May 1965.
- ÖZGÜR, Ertan : "Sermaye Piyasası", Banka ve Ekonomik Yo-
rumlar Dergisi, C.13, S.12, Aralık 1976.
- ÖZTAN, Fırat : Kıymetli Evrak Hukuku, Banka ve Ticaret Hu-
kuku Araştırma Enstitüsü Yayını, Ankara,
1976.
- PARASIZ, İlker : "Enflasyonla Mücadele Sorunu". Bursa İ.T.
İ.A. Dergisi, C.III, Mart 1974.
- REVİSİNE, Lawran-
ce
- WEYGANDT, B. Jerry: "Accounting for Inflation". Journal of
Accountancy, October 1974.
- ROLAND, Robinson: Financial Markets: The Accumulation and Al-
location of Wealth, Mc Graw-Hill Book Co.,
1974.

- ROLL, Richard : "Interest Rates on Monetary Assets and Commodity Price Index Changes". The Journal of Finance, May 1972.
- SAATÇI, Mustafa : "Türkiye'de Sermaye Piyasası". Erzurum İşletme Fakültesi Dergisi, C.3,S.4,Y. 1978.
- SARIKAMIŞ, Cevat : Sermaye Pazarları. İstanbul Üniversitesi Yayını. İstanbul, 1980.
- SİNDİREN, Doğan : "Hisse Senetleri ve Tahvillerin Gerçek Değerlendirilmesi". Ankara İ.T.İ.A.Dergisi, C.3, S.2.
- SMITH, Paul F. : Money and Financial Intermediation: The Theory and Structure of Financial Systems. Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1978.
- SAUVAIN, Harry : Investment Management. Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1973.
- ŞENSÖZ, Derya : Sermaye Piyasası ve Türkiye'deki Gelişimi, D.Y.B. Yayını, Ankara, 1973.
- T.B.M.M. BÜTÇE-PLAN KOMİSYONU : Yıllık Ekonomik Rapor. 1978.

T.C. BAŞBAKANLIK DEVLET

PLANLAMA TEŞKİLATI : Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara, 1977.

T.C. BAŞBAKANLIK DEVLET

PLANLAMA TEŞKİLATI : Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı. (1963-1967).

T.C. BAŞBAKANLIK DEVLET

PLANLAMA TEŞKİLATI : Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı. (1973-1977).

T.C. BAŞBAKANLIK DEVLET

PLANLAMA TEŞKİLATI : Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı. (1979-1983).

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor. 1981.

TECER, Meral

: İşletmelerde Sermaye Maliyeti. Ankara, 1980.

TEKİNALP, Ünal

: "Yeni Sermaye Piyasası Konulu Seminer", E.İ.T.İ.A. 9 Nisan 1982.

TEKOK. Osman

: Finansal Yönetim: Finansal Planlama-Yatırım Politikası. Ankara, 1977.

TINIÇ, S.Meray

WEST, Richard

: Investing In Securities: An Efficient Markets Approach. Addison-Mesley Publishing Co., California, 1979.

TOLGA, Ethem : "Yatırım Modellerinin Enflasyon Karşı-
sında Yeniden Değerlendirilmesi". Fi-
nansal Yönetim ve Yatırım Planlaması
Dergisi, Y.1, S.3. Eylül 1979.

TÜMER, Erol : "İşletmelerin ve Sermaye Piyasasının
Gelişiminde Karşılıklı İlişkiler",
Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları
Semineri. 2. Baskı, ODTÜ, İYSE-TÜSİAD
Ankara, 1979.

TÜRKBAL, Aydın : "Türkiye'de Enflasyonun Nedenleri ve
Alınması Gerekli Tedbirler", Atatürk
Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi,
C.1, S.3.

TÜRKİYE TİCARET ODA-
LARI SANAYİ ODALARI
VE TİCARET BORSALARI
BİRLİĞİ : İktisadi Rapor, 1974.

TÜRKİYE TİCARET ODA-
LARI SANAYİ ODALARI
VE TİCARET BORSALARI
BİRLİĞİ : İktisadi Rapor, 1976.

TÜRKİYE TİCARET ODA-
LARI SANAYİ ODALARI
VE TİCARET BORSALARI
BİRLİĞİ : İktisadi Rapor, 1980.

- ULUATAM, Özhan : Enflasyon ve Devlet Gelirleri. Ankara, 1981.
- ULUER, Aral : "Bankerler ile ilgili Son Düzenleme", İktisat ve Maliye Dergisi. C.XXVIII. S.10, Ocak 1982.
- ULUER, Aral : "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ile ilgili Vergisel Düzenlemeler ve Denetimi". Sermaye Piyasası ve Denetimi Sempozyumu. E.İ.T.İ.A. 12 Haziran 1982.
- URAS, Güngör : "Sermaye Piyasasız Bir Ekonomik Gelişme Mümkün mü?" Para Dergisi, Şubat 1982.
- UZGÖREN, İsmail : "Sermaye Piyasası ile Ekonomik Kalkınma Arasındaki İlişki". Adana İ.T.İ.A. Dergisi, S.4, Mart 1975.
- ÜSTÜNEL, Besim : Makro Ekonomi, Ankara, 1967.
- VAN HORNE, James C. : The Function and Analysis of Capital Market. Prentice Hall. Inc., New Jersey, 1970.

- WESTON, J. Fred,
BRIGHAM, F. Eugene : Essentials of Managerial Finance.
The Dryden Press, 1977.
- WESTON, J. Fred
BRIGHAM F. Eugene : Managerial Finance. A Hold Intemaditi-
onal Edition From The Dryden Press.
Fifth Edition, London, 1976.
- WILLIAM, Edward E.
M. CHAPMAN, F. Indlay III : Investment Analysis. Prentice-Hall,
Inc., Englewood Cliffs, New Jersey,
1974.
- YÜKSEL Ali Sait
RODOPLU, Gültekin : Sermaye Piyasası. İstanbul, 1980.
- _____ : "Enflasyon Hızı, Net Faizin Altına
Düşmediği Sürece Tasarruf Gerçek
Değerinden Kaybeder". Milliyet Ga-
zetesi. 24 Ağustos 1980.
- _____ : "Kitlerin Gerçek Yönü". Görüş, C.10,
S. 3 Mart 1982.
- _____ : "Mevduat Sertifikası Kıymetli Evrak
Sayılacak". Milliyet Gazetesi. 24
Nisan 1982.
- _____ : "1983 Yılına Girerken Türk Ekonomisi"
Dünya Gazetesi, 22 Ocak 1983.

II. KANUN VE TEBLİĞLER

5422 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, (R.G. 10 Haziran 1949, S. 7229).

657 Sayılı Devlet Personel Kanunu.

818 Sayılı Borçlar Kanunu, (R.G. 8 Mayıs 1926, S.366).

4792 Sayılı İşçi Sigortaları Kurumu Kanunu, (R.G. 16 Temmuz 1945, S.6058), 1. Md.

506 Sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu, (R.G. 29,30,31 Temmuz ve 1 Ağustos 1964, S.11766-11769).

6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, (R.G. 8 Temmuz 1956, S.4353).

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, (R.G. 7 Temmuz 1981, S.17416).

Özel Şirket Tahvil İhraçlarına İlişkin Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 3 Haziran 1970).

Özel Şirket Tahvil İhraçlarına İlişkin Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 3 Haziran 1970).

~~Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 7 Aralık 1974).~~

Maliye Bakanlığı Tebliği, (R.G. 30 Mayıs 1978).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 14 Haziran 1978, S.16316).

Devlet Yatırım Bankasıncı İhraç Edilen Tahvillere İlişkin Düzenleme ,(R.G. 15 Ağustos 1978).

1980 Yıllı Programı, (R.G. 13 Şubat 1980, S. 16899).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 3 Temmuz 1981, S. 17389).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Özel Sektör Kuruluşlarının Çıkaracağı Tahviller İle İlgili Tebliğde Değişiklik Tebliği, (R.G. 28 Kasım 1981, S. 17528).

Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, Seri II.No: 3, (R.G. 12 Mayıs 1982, S. 17892).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Anonim Şirketlere Faizsiz Olarak Kredi Verenler İçin İhraç Olunacak "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi" Düzenleme Esaslarına Dair 2.Nolu Tebliğ, (R.G. 15 Haziran 1982, S. 17725).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun Verdiği Yetkiye İstinaden Özel Sektöre Mensup Anonim Şirketlerce Çıkarılacak Tahvillerin Faiz Şartlarının Tesbitine İlişkin Tebliğ,(R.G. 5 Ekim 1982, S. 17829).

5 Ekim 1982 Tarih ve 17829 Sayılı R.G. Yayınlanan Tebliğe Değişiklik Tebliği, (R.G.30 Aralık 1982, S. 17914).

Ticaret Bakanlığı Tebliği ,(R.G. 18 Mart 1983,S.17991).