

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ BİLİM DALI

TAHVİL PİYASASI İŞLEMLERİNİN TÜRK SERMAYE
PİYASASINDAKİ YERİ VE ÖNEMİ

Yüksek Lisans Tezi

ELVAN İLERİ

İSTANBUL, 2020

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ BİLİM DALI

**TAHVİL PİYASASI İŞLEMLERİNİN TÜRK SERMAYE
PİYASASINDAKİ YERİ VE ÖNEMİ**

Yüksek Lisans Tezi

Elvan İLERİ

DANIŞMAN PROF. DR. SİNAN ASLAN

İSTANBUL, 2020

İçindekiler

ŞEKİLLER LİSTESİ	iii
GRAFİKLER LİSTESİ	iv
KISALTMALAR	v
GİRİŞ	1
1. SERMAYE PİYASASI KAVRAMINA VE ARAÇLARINA GENEL BAKIŞ	3
1.1.Sermaye Piyasası Kavramı	3
1.2. Sermaye Piyasasının Finansal Piyasa İçerisindeki Yeri ve Önemi.....	5
1.3. Sermaye Piyasası Araçları.....	9
1.3.1. Menkul Kıymetler Piyasasına Genel Bakış	9
1.3.2. Hisse Senedi Tanımı, İhracı ve Türleri.....	11
1.3.3. Tahvil Tanımı, İhracı ve Türleri.....	20
1.3.3.1. Tahvil Tanımı ve Ekonomik Etkileri.....	20
1.3.3.2. Tahvil İhracı	23
1.3.3.3. Tahvil Türleri	26
1.3.3.4. Tahvil Türevleri	30
1.3.4. Diğer Menkul Kıymetler	32
1.3.4.1. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri	33
1.3.4.2. İntifa Senetleri	33
1.3.4.3. İpotekli Borç Senetleri	34
1.3.4.4. Finansman Bonoları	35
1.4. Türk Sermaye Piyasasına ve Araçlarına Genel Bakış	35
1.4.1. Türk Sermaye Piyasasının Finansal Piyasa İçerisindeki Yeri Önemi	35
1.4.2. Türkiye Menkul Kıymetler Piyasasına Genel Bakış	38
1.4.3. Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Hukuki Yapısı.....	39
2. TAHVİLİN GETİRİSİNİ ETKİLEYEN TEMEL UNSURLAR VE TAHVİLİN FİNANSAL ANALİZDEKİ YERİ	43
2.1.Tahvilin Getirisinin Teorik Olarak Hesaplanması	43
2.2.Tahvil Getirisini Etkileyen Unsurlar	43
2.2.1.Enflasyon ve Tahvil Getirisi İlişkisi.....	44
2.2.2.1. Enflasyon Kavramına Genel Bakış	44
2.2.2.2. Enflasyonist Ortamda Tahvil Getirilerinin Belirlenmesi	49
2.2.2.3. Türkiye’de Enflasyon ve Tahvil Getirisi İlişkisi	51
2.2.2. Faiz Oranı ve Tahvil Getirisi İlişkisi	52

2.2.2.1. Faiz Kavramına Genel Bakış	52
2.2.2.2. Faiz Oranı Değişmesinin Tahvil Getirisine Etkisi	52
2.2.2.3. Türkiye’de Faiz Oranı ve Tahvil Getirisi İlişkisi	55
2.3.Tahvilin Finansal Analizlerdeki Yeri	56
2.3.1. Tahvil İhracının Finansal Tablo Analizindeki Yeri	56
2.3.1.1.Likidite Oranları	59
2.3.1.2. Mali Yapı (Finansal Yapı) Oranları	62
2.3.4. Hisse Senedi Getirisinin Tahvil ile Kıyaslanması	64
2.3.5. Hisse Senedi İhracının Finansal Analizdeki Yerinin Tahvil ile Kıyaslanması	67
2.3.5.1. Likidite Oranları	72
2.3.5.2. Mali Yapı (Finansal Yapı) Oranları	73
3. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI İÇERİSİNDE TAHVİL İŞLEMLERİNİN PAYI, GELİŞİM SÜRECİ VE DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI	76
3.1. Finansal Piyasa Yatırım Araçları ve Tahvilin Yeri	76
3.1.1. Türkiye’de Yurtiçi Yerleşiklerin Varlıkları İçerisinde Tahvilin Yeri	76
3.1.2. Türkiye’de Yurtdışı Yerleşiklerin Toplam Varlıkları İçerisinde Tahvilin Yeri	81
3.2. Türkiye’de Tahvil İşlemlerinin Diğer Sermaye Piyasası Araçları ile Karşılaştırılması	85
4.SONUÇ	97
EKLER: FİNANSAL PİYASALARA VE FİNANSAL ARAÇLARA İLİŞKİN BAZI SAYISAL VERİLER	103
KAYNAKÇA	113

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1 : Sermaye Piyasası Araçları.....	9
Şekil 2: Tahvil ve Hisse Senetlerinin Farkları.....	42
Şekil 3: Fiyat Endeksi Verileri.....	48
Şekil 4: Tahvil ve Hisse Senedi İhracının Finansal Oranlara Etkisinin Kıyaslanması.....	75



GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No.

Grafik 1: Yurtiçi Yerleşiklerin Toplam Finansal Varlıkları.....	76
Grafik 2: Yurtiçi Yerleşiklerin Pay Senedi Varlıkları.....	77
Grafik 3: Yurtiçi Yerleşiklerin Özel Sektör Borçlanma Araçları Yatırımları.....	79
Grafik 4: Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımları.....	80
Grafik 5: Yurtdışı Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıkları.....	81
Grafik 6: Yurtdışı Yerleşiklerin Pay Senedi Yatırımları.....	82
Grafik 7: Yurtdışı Yerleşiklerin Özel Sektör Borçlanma Araçları Ya...tırımları.....	83
Grafik 8: Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Yatırımları.....	84
Grafik 9: Pay Piyasası İşlem Hacimleri.....	85
Grafik 10: Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı İşlem Hacimleri.....	86
Grafik 11: Halka Açık Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri.....	87
Grafik 12: Saklamadaki Pay Senetleri.....	88
Grafik 13: Özel Sektör Borçlanma Araçları.....	89
Grafik 14: Özel Sektör Tarafından Yurt İçinde İhraç Edilen Borçlanma Senetlerinde Yurtiçi ve Yurtdışı Yerleşiklerin Payı.....	91
Grafik 15: Toplam DİBS Stoğu İçinde Yurtiçi ve Yurtdışı Yerleşiklerin Payı.....	92
Grafik 16: 2012 Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....	93
Grafik 17: 2020 Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....	94
Grafik 18: 2012 Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Portföyünün Sektörel Dağılımı.....	95
Grafik 19: 2020 Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Portföyünün Sektörel Dağılımı.....	96

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AO: Anonim Ortaklık

API: Açık Piyasa İşlemleri

AŞ: Anonim Şirket

BAĞKUR:

BES: Bireysel Emeklilik Sistemi

BİST100: Borsa İstanbul 100 Endeksi

BOTAŞ: Boru Hatları ve Petrol Taşıma AŞ

ÇAYKUR: Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri

FED: Amerika Merkez Bankası

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsleri

KURUL: Sermaye Piyasası Kurulu

PTT: Posta ve Telgraf Teşkilatı

SGK: Sosyal Güvenlik Kurumu

SPK: Sermaye Piyasası Kanunu

SSK: Sosyal Sigortalar Kurumu

TCDD: Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TMK: Türk Medeni Kanunu

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TÜFE: Tüketici fiyat endeksi

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

TVF: Türkiye Varlık Fonu

ÜFE: Üretici fiyat endeksi

GİRİŞ

Günümüzün gelişen dünyasında sermaye piyasaları, kalkınma ve büyüme gibi ekonomik hedeflerle doğrudan ilintilidir. Ekonomide büyüme ivmesinin yakalanması yatırımlara bağlıdır. Bir yatırımın gerçekleşebilmesi için ise girişimci, sermaye ve bilgi unsurlarının bir araya gelmesi gerekmektedir. Her girişimcinin sermayesi olmayacağı gibi, her sermaye sahibi de girişimci ruhlu olmayabilmektedir. Sermaye piyasaları araçları ile tasarruf sahipleri ve tasarruf talep edicileri karşı karşıya getirmektedir. Ayrıca tesislerini büyütmek isteyen ya da enflasyonist etkilerden faydalanmak isteyen şirketler de borçlanma ya da öz kaynak finansmanı yoluyla sermaye piyasasında yer alabilmektedir. Ekonomide artan yatırımlar işsizlik, büyüme ve kalkınma gibi iktisadi olgularda iyileşmeyi sağlamaktadır. Sermaye piyasası reel sektörü de doğrudan etkilemekte ve ekonomiye yön vermektedir.

Sermaye piyasaları şirketlere fon sağlarken, yeteri kadar tasarrufa sahip olmayan ya da girişimci ruhlu olmayan fon sahipleri de tasarruflarını verimli alanlara aktarma imkânı elde etmektedirler. Sermaye piyasaları da insan doğasına uygun olarak bir ihtiyaç, zorunluluk olarak ortaya çıkmışlardır.

Âtıl duran fonlarını karlı yatırımlara dönüştürmek isteyen yatırımcılar, finansal enstrümanlar yoluyla sermaye piyasalarına dahil olabilmekte ve ekonomik döngünün bir parçasını oluşturmaktadırlar. Reel sektördeki gibi karşılıklı arz ve talep ilişkisine dayalı sermaye piyasası, her iki taraf için de fırsatlar sunarak ekonomik gelişmişliğe ve büyümeye etki etmektedir. Borçlanmanın daha karlı olduğu enflasyonist baskının yüksek olduğu dönemlerde de borçlanma aracı olan tahviller hem şirketler hem de kamu kurumları tarafından kullanılabilir. Ayrıca tahviller, kamu kurumları tarafından piyasadaki ulusal parayı toplamak ya da arttırmak amacıyla da kullanılabilir. Örneğin; TCMB de API (Açık Piyasa İşlemleri) ile piyasadaki fazla ulusal parayı toplamak için tahvil satımına ya da tam tersi piyasaya ulusal para enjekte edebilmek için tahvil alımına gidebilmektedir. Yani tahviller, piyasaları düzenlemek ya da istikrarsızlığı kontrol altında tutabilmek için kamu otoritelerince de etkin bir araç olarak kullanılan önemli bir finansal enstrümandır.

Bu çalışma, ekonomi açısından hayati öneme sahip sermaye piyasasını ve sermaye piyasasında tahvil işlemlerinin önemini araştırmaktadır. Araştırma konusu özellikle tahvil işlemleri olduğundan çalışmada hisse senetleri ve tahviller dışındaki araçlara detaylı olarak yer verilmemiştir. Çalışmanın kapsamı tahvil ve hisse senedi türleri, tahvilin enflasyon ve faiz gibi ekonomik olgularla ilişkisi, Türk Sermaye Piyasası'nda yatırım tercihi olarak tahvilin yerinin araştırılmasıdır. Çalışma, şirketlerin yatırımlarını finanse etmede bir borçlanma aracı olarak tahvilin yerini konu almaktadır. Ayrıca konu içerisinde şirketlerin öz kaynak finansmanı ile pay senedi ihraçlarına da yer verilmiştir. Reel piyasalara kaynak sağlayan sermaye piyasaları, devletlere de vergi dışında finansman kaynağı sağlamaktadır. Bu kapsamda kamu idareleri de tahvil ve hazine bonusu ihraç edebilmektedirler. Araştırma konusu içerisinde Devlet İç Borçlanma Senetlerine de yer verilmiştir.

Tasarruf sahipleri, tasarruflarını sermaye piyasalarına aktararak yatırıma dönüştürürken reel piyasalara kaynak sağlamak ve ekonomilerin gelişimi için katkıda bulunmaktadır. Yatırımcıların, alternatif yatırım enstrümanlarından olan tahvil ve pay senetlerine yönelik eğilimleri, bu eğilimlerde etkili olan ekonomik faktörler de konu kapsamında incelemeye alınmıştır.

Birinci bölümde sermaye piyasası kavramı ve araçları ele alınarak tahvilin sermaye piyasasında bir enstrüman olarak yeri tanımlanmıştır. İkinci bölümde tahvilin ekonomik parametrelerle ilişkisi teorik bazda incelenerek ele alınmıştır. Üçüncü bölümde tahvillerin ve hisse senetlerinin şirketlerin bilançolarına etkisi teorik olarak ele alınarak kıyaslanmıştır. Dördüncü bölümde finansal piyasa özet verileri incelenmiş olup yatırımcılar ve ihraççılar tarafından tahvilin ve hisse senetlerinin toplam içerisindeki yeri analize tabi tutulmuştur. Ayrıca bölüm içerisinde yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin portföyleri içerisindeki tahvil ve hisse senedi yatırımları da incelemeye tabi tutulmuştur.

1. SERMAYE PİYASASI KAVRAMINA VE ARAÇLARINA GENEL BAKIŞ

Sermaye piyasaları, ekonomilerde finans sisteminin unsurlarından biri olup tasarruflar ile tasarrufları talep edenleri bir araya getirmektedir. Finansal sistem içerisinde tasarruflar, talep edicileri ile belirli araçlar ile bir araya gelmektedir.

Finansal piyasalar vadelerine göre uzun ve kısa vadeli, örgütlenmelerine göre organize ve organize olmayan ve işlemlerine göre birincil ve ikincil piyasalar olarak üç farklı kategoride ele alınmaktadır.

Fonların vadelerine göre finansal piyasalar, para piyasası ve sermaye piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır. Para piyasaları, bir yıl ve daha kısa süreli işlemlerin yapıldığı piyasalar iken sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli işlemleri kapsamaktadır. Bu tanıma göre sermaye piyasası, hisse senedi ve tahvil piyasalarının yanında yatırım kredileri, konut kredileri gibi orta ve uzun vadeli fonların alım satımının yapıldığı tüm orta ve uzun birincil ve ikincil pazarları kapsayan bir kavramdır. Dar ve teknik anlamda ise sadece hisse senedi ve tahvil piyasasını kapsamaktadır.¹

Örgütlenmelerine göre finansal piyasalar, örgütlenmiş ve örgütlenmemiş finansal piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Örgütlenmiş piyasalarda denetim ve gözetim var iken örgütlenmemiş piyasalarda böyle bir durum söz konusu değildir. Para piyasalarında bankalar, sermaye piyasalarında ise menkul değerler borsaları örgütlenmiş piyasalardır.

İşlemlerine göre finansal piyasalar, birincil ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayrılır. Birincil piyasalar, finansal araçların ilk kez dolaşıma çıktığı piyasalardır. İkincil piyasalar ise, daha önce dolaşıma çıkmış finansal araçların el değiştirdiği piyasalardır. İkincil pazarlar menkul kıymetlere talebi arttırdığından birincil piyasalara derinlik kazandırmaktadır.

1.1.Sermaye Piyasası Kavramı

Finansal piyasalar ülke ekonomilerinde finansal sistemin kalbidir.² Bu sebeple finans piyasalarının gelişmesi ekonomiler açısından oldukça önemlidir. Nitekim para ve sermaye

¹ Serpil Canbaş, Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Genişletilmiş İkinci Baskı, Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İstanbul, 1997, s.8

² Peter S. Rose, **Money and Capital Markets**, Texas : Business Publications, 1983, s.10.

piyasaları finansal özgürlüğün sonucudur ve ancak özgürlüğün hâkim olduğu ekonomilerde hayatta kalabilir.³ Günümüzde finansal pazarların derinliği, iktisadi kalkınmayı büyük ölçüde etkilemektedir. İktisadi literatürde arz(sunu) ve talebin(istem) birbirini karşıladığı durumlar piyasa kavramı ile ifade edilmektedir. Piyasalar, kendi içinde birçok alt gruba ayrılmaktadır. Söz konusu varlığın cinsine göre “gerçek piyasalar” ve “finansal piyasalar” ayrımı yapılmaktadır. Gerçek piyasalar, alım satım konusunun mal ve hizmet olduğu piyasalardır. Bu piyasalar belirli ölçülere ulaşmış fiziki varlıklar için işlemekte, işlemleri de malların fiziki yer değiştirmeleri biçiminde değil, malları temsil eden belgeler üzerinden yapılmaktadır.⁴

Finansal piyasalar ise fon arz edenler ile talep edenlerin karşılaştıkları piyasaları ifade etmektedir. Tam rekabetin geçerli olmadığı bu piyasaların her birinde farklı koşullar söz konusudur.

Bir ekonomide finansal piyasaların varlığının nedeni, ekonomik birimlerin (bireyler, işletmeler ve devlet) kendi içlerinde birikim-yatırım denkliliğini sağlayamamalarıdır. Bu durumda ellerinde fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimler arasında fon alışverişini düzenleyecek kurumsal bir mekanizmaya ihtiyaç vardır.⁵

En genel anlamı ile; ellerinde bulunan kaynaklardan daha fazla yatırım yapmak isteyen iktisadi birimler, bu istemlerini karşılamak için finansal piyasanın temel öğelerinden olan “fon talep edenler” tarafında yer alırlar. Elleriinde kaynak fazlası bulunan “fon arz edenler” ise finansal piyasaların diğer bir öğesi olarak bu kaynakları belli bir bedel karşılığında fon talep edenlere sunarlar.

Finansal piyasalar, çeşitli teknikler, araçlar ve kurumlar yolu ile birikimleri harekete geçirerek fon arz edenlerden fon talep edenlere aktaran bir sistem olarak da tanımlanabilir.⁶

Finansal piyasalar

³ Roland I. Robinson, **Money and Capital Markets**, New York : McGraw-Hill, 1964, s.4

⁴ A. Aksoy: **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara-1987, s.79 Aktaran: Gültekin Rodoplu, Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, İstanbul-1993, s.1.

⁵ Canbaş, Doğukanlı, s.1

⁶Canbaş, Doğukanlı, s.2

- fon talep edenler,
- fon arz edenler,
- aracı kurumlar,
- sermaye piyasası araçları,
- hukuki ve idari düzenlemelerden (finansal kurumlardan) oluşmaktadır.

1.2. Sermaye Piyasasının Finansal Piyasa İçerisindeki Yeri ve Önemi

Rıza Aşıkoğlu'nun tanımlamasına göre sermaye piyasası, fon kullanıcıların fon gereksinimlerini karşılayabilmeleri, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını yatırıma dönüştürerek en uygun geliri temin edebilmeleri için gereklidir.⁷ Ancak yatırımcılara kaynak sağlayan sermaye piyasalarının işlevini yerine getirebilmesi için kurumsal bir yapıya ihtiyacı vardır. Bu kurumsallaşmanın oluşması ise onların belirli görevleri üstlenmelerine bağlıdır. Konuyu yatırımların gerçekleştirilmesine yönelik olarak ele aldığımızda özel sektör, devlet ve devletin kurumları yatırım yapan taraf olarak piyasanın fon talep eden tarafında yer almaktadır. Bu durumda sermaye piyasasında devlet, devlete bağlı kamu tüzel kişileri ve özel kişilere ait yatırımcı kurumlar yatırıma yönelik bir biçimde sermaye piyasasında rol üstleneceklerdir.⁸ Ancak devlet, sermaye piyasasında sadece doğrudan yatırımları gerçekleştirmek için yer almaz. Örneğin, TL'deki değer artışlarını önlemek için tahvil satabilir. Sermaye piyasası aracılığıyla devlet, ekonomi politikalarını yerine getirebilmektedir. Bu açıdan sermaye piyasalarında devletin rolü oldukça önemlidir.

Sermaye piyasasının ekonomideki yeri ve önemi, ülke ekonomisi bakımından, tek başına ekonomiye yararlı olamayan küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak damlalardan göller meydana getirmesinde ve büyük yatırımlara dönüşmesindedir.⁹ Sermaye piyasası, ekonomilerde üretim kapasitesini arttırmada büyük rol oynar. Tasarrufların verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesi sonucu ekonomiler büyümektedirler. Ancak bu, etkin bir sermaye piyasası oluşumunu gerektirmektedir.

⁷ Rıza Aşıkoğlu, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları No:35, Eskişehir-1983, s.9.

⁸ Şinasi Kara, **Sermaye Piyasası**, (y.y), İstanbul-1990, s.46-47.

⁹ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası ve Borsa Menkul Kıymetler**, (y.y), İstanbul, 1989, s.20.

Yatırımcılara yüksek karlılık olanakları sunan etkin bir sermaye piyasası, tasarrufların verimli alanlara aktarılması suretiyle ekonomik kalkınmayı olumlu etkilemektedir.

Sermaye piyasası dar anlamıyla hisse senetleri ve tahvil alım satımlarının yapıldığı piyasalardır. En geniş tanımıyla sermaye piyasası, işletmelerin uzun süreli veya devamlı fon ihtiyaçlarının giderilmesi araçlarını oluşturan menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil, kar ortaklığı belgesi) el değiştirdiği bir piyasadır.¹⁰

Fon Arz Edenler Açısından

Finansal piyasalarda fon arz edenler olarak hane hakları, firmalar ve devlet yer alabilmektedir.

-Hane halkı

Menkul kıymetlerin satımında alıcı olarak yer alan hane halkı, sermaye piyasasına büyük oranda fon sağlamaktadır. Hane halkı tasarruflarının fon olarak sermaye piyasasına aktarımı, ekonomide fonların yastık altı olarak âtil kalmasını önlemekte ve yatırımcılara sermaye piyasasından fon temin edebilme olanağı sunmaktadır.

-Firmalar

Ellerinde bulunan âtil fonları değerlendirmek isteyen firmalar da sermaye piyasasında fon arz eden olarak yer alırlar. Böylelikle ister üretim ister hizmet işletmesi olsun kaynaklarını verimli olarak değerlendirebilmektedirler. Hizmet sunan firmalar içerisinde yer alan bankacılık sektörü de hisse senetleri ya da tahvillere yatırım yapmaktadırlar.

Riski azaltmak için belirli bir prim karşılığı hizmette bulunan sigorta şirketleri de sermaye piyasalarında fon arz ederler. Primleri peşin olarak tahsil eden sigorta şirketleri, söz konusu olan risk gerçekleşinceye kadar ellerinde bulunan fon fazlalarını sermaye piyasalarına aktarmak suretiyle değerlendirmektedirler. Yine toplanan primler ödenen tazminatları aştığında da sigorta şirketlerinin ellerinde fon fazlası oluşmaktadır. Sigorta şirketleri uzun dönemleri kapsayan sözleşmeler yaptığından ellerinde biriken fon

¹⁰ Doğan Bayar ve Semih Büker, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, (E:İ:T:İ:A: Ders Notları, 1977), s. 206, Aktaran: Rıza AŞIKOĞLU, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme, Eskişehir-1983, s.10.

fazlalarının da büyük bir kısmını menkul kıymetler olan tahvil ve hisse senetlerine yatırmaktadırlar.

Fon Talep Edenler Açısından

Fon talep eden piyasa aktörleri firmalar, hane halkları, devlet ve devlete bağlı kurumlardır.

-Hane halkı

Hane halkları, piyasalarda ikincil piyasalarda ellerindeki menkul kıymetleri ve borçlanma araçlarını satarak fon talep eden tarafta yer alabilmektedirler. Aslında hane halkının buradaki rolü, daha önce birincil piyasada arz edilmiş finansal enstrümanı satın alarak ikincil piyasada satışını yaparak piyasalara derinlik kazandırmaktır. Nitekim ikincil piyasalar birincil piyasalara derinlik kazandırmaktadır.

-Firmalar

İşletmeler hisse senedi ya da tahvil ihraç ederek fon temin edebilmektedirler.

Firmalar yatırımlarını borçlanma ya da öz kaynak ile finanse edebilmektedir. Bir firmanın temel kaynağı varlıklarının yarattığı nakit akışı hareketidir. Firma tamamen hisse senetleri ile finanse edildiğinde tüm nakit akışı hissedarlara aittir. Firma hem borç hem de öz kaynakla finanse edildiğinde nakit akışları ikiye bölünecektir: borç verenlere giden nakit akışları ve hissedarlara giden nakit akışları.¹¹

-Devlet

¹¹ Serpil Yaşar, **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:200, 2006, Ankara, s.4-5.

Devletler tarafından tasarruflar iki maksatla kullanılabilir. Yatırımları finanse etmek ve kamu açıklarını finanse etmek.¹²Devlet cebri olarak vergiler, resim ve harçlarla gelir elde edebileceği gibi iç borçlanma senetleri ile borçlanarak da gelir elde edebilmektedir.

Ekonomik Kalkınma Açısından

Potansiyel yatırımları finanse edebilme açısından önemli olan sermaye piyasası, ekonomik kalkınma hedefleri için de oldukça önemlidir. Birikimlerin tahvil ve hisse senetlerine yatırılması yoluyla bir yandan halk sermaye piyasasında etkin bir şekilde yer alırken öte yandan sermaye piyasasının büyüklüğünü ve etkinliğini arttırmaktadır. Bir ülkenin kalkınabilmesi için tasarruflarını yatırıma dönüştürmelidir.¹³ Bu noktada gelişmiş bir sermaye piyasası, ekonomik kalkınmaya ivme kazandırmaktadır.

Sermaye piyasalarının etkin çalışması, finansal kurumlar ile mümkün olabilmektedir. Finansal kurumlar, fon talep edicileri ile arz edicilerini bir araya getirirken ekonomiye aşağıda belirtilen katkılarda bulunmaktadır.¹⁴

-Gömüleme eğilimini azaltıcı etki; finansal kurumlar, ellerindeki fonları âtıl durumda bulunduran fon arz edicilerinin sermaye piyasasında aktif rol almasına katkıda bulunmaktadır.

-Riski dağıtıcı ve azaltıcı etki; finansal kurumların sunduğu çeşitli enstrümanlar ile birincil piyasanın riski azalmaktadır.

-Vadeleri ayarlayıcı etki; fon arz edicisi ile talep edicisi arasında ortak noktayı oluşturmaktadır.

-Miktar ayarlayıcı etki

-Fon maliyetlerini azaltıcı etki

¹² Joseph E. Stiglitz Çeviren: Ömer Faruk Batirel, **Kamu Kesimi Ekonomisi**, Marmara Üniversitesi Yayın No: 549 İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayın No: 396, 2. Baskı, İstanbul, 1994, s. 838.

¹³ Ali Nizamoğlu, “**Sermaye Piyasası**” Para Dergisi, (Ekim 1981), s.27. Akt:Aşıkoğlu, s.22.

¹⁴ Nurdan Aslan, **Finansal Piyasalar, Kurumlar ve Araçları (Uluslararası ve Türk Finans Piyasalarının Gelişimi)**, Bilim Teknik Yayınevi, 2. Baskı, İstanbul, 1996, s.40-44.

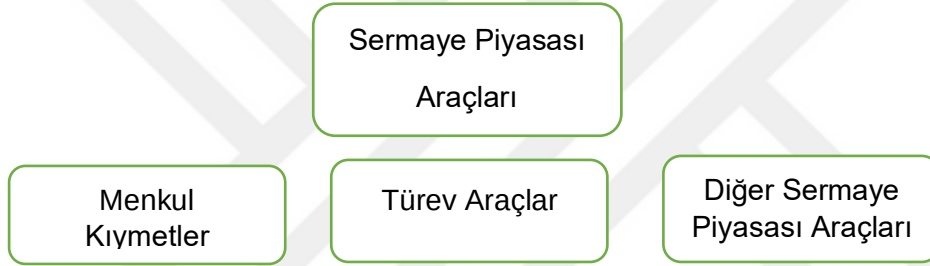
-Potansiyel faiz oranlarını düşürücü etki; para talebinin azalması suretiyle faiz oranının düşmesine katkıda bulunarak düşük faiz ortamında yatırımların artmasına katkıda bulunabilmektedirler.

-Yatırımları arttırıcı etki

-Para emisyonunun artış oranını azaltıcı etki; ekonomide âtıl fon kalmadığından para arzında artışa da gerek duyulmamasını ya da çok az artışın yeterli olabilmesini sağlamaktadırlar.

1.3. Sermaye Piyasası Araçları

Şekil 1: Sermaye Piyasası Araçları



Sermaye piyasası araçları menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları olmak üzere üç kısımda sınıflandırılabilir. Bölüm içerisinde tezin konusu bakımından yalnızca menkul kıymetler piyasasına yer verilmiştir.

1.3.1. Menkul Kıymetler Piyasasına Genel Bakış

Sermaye piyasasında sunu ile istemin karşılaştırılmasında kendilerinden yararlanan piyasanın araçları denilen temel belgeler, taşınır değer (menkul kıymet)lerdir.¹⁵ Menkul kıymet alım satımlarının yapıldığı piyasalar ise menkul kıymetler piyasaları olarak adlandırılmaktadır. Menkul kıymetler piyasaları, belirli ekonomik gelişmişlik aşamalarından sonra oluşmaktadır. Çünkü ellerindeki tasarruflardan daha fazlasını talep eden yatırımcılar, diğer alanlara yaptıkları yatırımlardan azalan verimler yasası gereği giderek daha az kazanmaya başlayacaklardır. İşte bu elindekinden fazla tasarrufa duyulan talep, menkul kıymetler piyasalarını oluşturmuştur. Yine bankalar kanalıyla yapılan borçlanmalar da belirli bir maliyet yüklediğinden menkul kıymetler piyasasına

¹⁵ Gültekin Rodoplu, **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul-1993, s.140.

ihtiyaç vardır. Zira işletmelerin aktiflerinin bir yerden sonra borçları ödeyemeyecek yapısı itibariyle işletmeler, aktiflerini arttırma ihtiyacı duyarlar. Finansal piyasalarda bankaların işletmelere maliyet yükleyici özelliği de yine işletmelerin direkt hane halkına borçlanması ihtiyacını doğurmuştur. Tasarruf sahibi olan hane halkı ise tasarruflarını bankalarda değerlendirmenin getirisi ile menkul kıymetlere yatırım yapmanın getirisini kıyaslamaktadır. Sonuç olarak bankalardan elde edeceği faiz getirisinden daha fazlasını elde edebileceği menkul kıymetler piyasasına yapacağı yatırımlar ile tasarruflarını doğrudan işletmelere kanalize etmektedir. Tüm bu süreç ise menkul kıymetler piyasasının oluşumunun gerekliliğini ve sürecini özetlemektedir.

Menkul kıymetler piyasasının taraflarından biri de devlettir. A. Laffer'e göre, devletin toplayabileceği verginin bir maksimum noktası vardır. Devlet, bu noktadan sonra vergi toplamaya devam ederse vergi hasılatı azalacaktır.¹⁶ Peki fona ihtiyacı olan devlet, vergi hasılatının maksimum noktasından sonra nasıl fon temin edecektir? İşte vergi gelirlerinin yeterli olmadığı durumlarda devletler de menkul kıymetler piyasasında bir aktör olarak yerlerini almaktadırlar. Devletlerin hane halkı tasarruflarını belirli bir faiz karşılığında tahvil ihraççısı olarak toplaması ihtiyacı da yine menkul kıymet piyasalarının oluşumunu gerektirmiştir. Ancak menkul kıymetler piyasasının işlevini yerine getirmesi için devlet tarafından çıkarılan tahviller karşılığında toplanan fonların yatırımlara aktarılması ve katma değer yaratması gerekmektedir. Aksi takdirde bu piyasa, yalnızca finans piyasası olarak değerlendirilebilir. Çünkü sermaye piyasasından söz edebilmek için o piyasanın sermayenin oluşumuna katkıda bulunması gerekmektedir. Bu yönüyle değerlendirildiğinde menkul kıymetler piyasası hem sermaye hem de yalnızca finans piyasası işlevlerini yerine getirebilmektedir. Daha açık bir ifade ile; menkul kıymetler ilk halka arz edildiğinde tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesi fonksiyonunu yerine getirerek sermaye piyasası işlevini yerine getirirken ikincil piyasada işlem gören menkul kıymetlerin yatırımlara doğrudan ilave bir katkısı yoktur. Birincil piyasayı derinleştirdiğinden dolayı yoldan bir etkisi vardır. Menkul kıymetler piyasasında önemli olan diğer bir husus ise fon talep edenler ile arz edenlerin güvenli bir ortamda karşı

¹⁶ <https://nedir.ileilgili.org/laffer+e%C4%9Frisi> Erişim Tarihi: 19.11.2020

karşıya gelebilmeleridir. Güvenli bir menkul kıymetler piyasası sonuç olarak menkul kıymetler borsalarının oluşmasını sağlamaktadır.

Güvenli bir menkul kıymetler piyasası, ekonomilerde fonların yatırımlara aktarılmasını sağlarlar. Menkul kıymetler piyasasının bu işlevi yerine getirebilmesi için;

-alım satımların belirli kurallara göre yapılmasını sağlayacak hukuki yapının oluşturulması,

-hane halkına doğru bilgilerin aktarılmasını sağlayacak bir sistem,

-halka arz sürecini gerçekleştirebilecek ekonomik birimlerin belirli bir düzene bağlanması,

-aracı ve yardımcı kuruluşların güvenilirliğini temin edecek hükümlerin varlığı,

-hane halkının tasarruflarını menkul kıymetler piyasasına aktarmalarını sağlayacak önlemler gereklidir.

Menkul kıymetler piyasasının en önemli ekonomik fonksiyonu tasarrufları mobilize (harekete geçirme) işlevini temin etmesidir.¹⁷ Hane halkı tasarruflarını yastık altında tutmak ya da altın, konut gibi alanlara yatırmak yerine faiz karşılığında bankalara yatırabilirler. Bankaların sermaye temin etmede yüklediği maliyet ise menkul kıymetler piyasasının oluşmasını gerekli kılmaktadır.

1.3.2. Hisse Senedi Tanımı, İhracı ve Türleri

Hisse senedi sahibine paydaşlık hakkı sunan menkul değerlerdir. Sermaye şirketlerine hisse senetleri aracılığıyla paydaş olanlar kardan pay almaktadır. Bu nitelikleriyle hisse senetleri, sermaye şirketlerinde pay sahiplerinin, sermaye payları üzerindeki tasarruf hakkını temsil eden belgeler niteliğindedir.¹⁸ Bir diğer tanımlamaya göre hisse senedi, bir anonim şirketin eşit paylara bölünmüş, kıymetli evrak hüviyetinde ve her birinin daha fazla bölünemeyeceğini ifade eden hukuki birim yapısını taşıyan tedavül kabiliyetindeki

¹⁷ Kara, s.86.

¹⁸ Yüksel, Rodoplu, s.82 (Aktaran: Rıza Aşıkoğlu, s.32)

ortaklık belgeleridir.¹⁹Günümüzde finans piyasalarının artması, anonim şirketlerinin ve şirketlerin öz kaynaklarının artması sonucu hisse senetlerinde de artış olmuştur.

“Hisse senetleri, anonim ve hisseli komandit şirketlerde payları temsil etmek üzere şirketçe düzenlenen şekil şartına tabi, kıymetli evrak niteliğinde belgeler” olarak tanımlanabilir.²⁰ Türk Ticaret Kanunu’nun 487. Maddesinde şekil şartlarını şu şekilde belirtilmiştir:

- şirketin unvanını
- sermaye tutarını
- kuruluş tarihini
- kuruluş sermayesini
- çıkarılan hisse senedinin tertibini
- tescil tarihini
- senedin türünü ve itibari değerini
- kaç payı içerdiğini belirtmesi
- şirket adına imzalamaya yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imzalanmış olması gerekmektedir.²¹

Şirketler esas sözleşmelerinde sermayelerini eşit olarak kaç paya böleceklerini belirlerler. Eşit paylara bölünen paylara sahip olanlar ortaklık hakkı elde etmektedirler. Eşit paylara bölünmüş hisse senetleri daha küçük paylara bölünemezler. Bu sebeple bir hisse senedinin birden daha fazla sahibi olması durumunda sahiplerin her biri müşterek olarak o hisse senedinin maliki konumundadırlar.

Hisse senetleri, kıymetli evrak niteliğindedirler. TTK’nın tanımlamasına göre kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği

¹⁹ Kara, s.90.

²⁰ Hayri Domaniç, **Kıymetli Evrak Hukuku**, (İstanbul, 1975), s.520, (Aktaran: Rıza Aşıkoğlu, s.33)

²¹ **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu**, m.487/1, Tertip:5, Cilt:50.

gibi başkalarına da devredilemez.²² Bu hüküm, hisse senetlerinin içerdiği hakkın devri için senedin devrini gerekli kılmaktadır.

SPK, hisse senetlerini menkul kıymetler tasnifi içerisine almaktadır. Ancak halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka açık olmayan pay ihraçları, SPK kapsamı dışında tutulmuştur.²³ Burada halka arz; menkul kıymet satışı için her şekilde çağrışı ve bu çağrı ile satışı ifade etmektedir. Pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları, halka arz olunmuş sayılırlar.²⁴

Hisse senetleri, ortaklık belgeleri olduğundan hisse senedi sahipleri de şirketlerin kar veya zararlarına ortak olmaktadır. Aynı zamanda bu ortaklık ilişkisi içerisine giren hisse senedi sahipleri şirketin yönetimine katılma hakkının da sahibidirler. Hisse senedi sahiplerinin ortaklık ilişkisinden doğan hakları;

-kara/zarara ortak olma,

-yönetime katılma,

-oy kullanma,

-tasfiyeden pay alma,

-rüçhan haklarına sahip olma,

-bilgi alma ve inceleme hakkı, olarak sıralanmaktadır.²⁵

Hisse senetlerinin taşıdığı bu hakları elde edebilmek için hisse senedi sahipleri, borçlarını ifa etmekle yükümlüdürler. İfa edilmeyen, temerrüde düşen borçlar için cezai şartlar uygulanabilir, gecikme faizi yürütülebilir, haklar elden alınabilir ve ortaklıktan çıkarılma söz konusu olabilir.²⁶ Hisse senedi el değıştirse dahi sorumluluk, devralana geçmektedir.

TTK'nın 489. Maddesi uyarınca hamiline yazılı hisse senetlerinin devri, yalnızca teslim ile gerçekleşmektedir. Nama yazılı hisse senetlerinin devrini ise ciro ve teslim işlemi

²² TTK, m. 645.

²³ SPK, m.2.

²⁴ Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç tutulmuştur. (SPK, m.16)

²⁵ TTK, m.424-437.

²⁶ TTK, m.128-130.

mümkün kılmaktadır. Ancak karşılığı tamamen ödenmemiş payların devrinde şirketin onayı esastır. Nama yazılı hisse senedini devredilmesinde devralanın şirketle ve üçüncü kişilerle olan ilişkilerinde paylarının geçerlilik kazanabilmesi için Merkezi Kayıt Kurumu'na takibi yapılan pay defterine kaydının yapılmış olması ve bu kaydın şirket tarafından hisse senedine işaretlenmesi gerekmektedir. Hamiline yazılı payların çıkarılabilmesi için bedelin tamamının ödenmesi gerekmektedir. Karşılığının tamamı ödenmiş hamiline yazılı hisse senetleri, üç ay içerisinde bastırılabilir. Karşılığın tamamının ödenmesine kadarki süre içerisinde il mühaber çıkarılabilir. İl mühaberler için hukukta kıyas yöntemi uygulanması öngörülmüştür ve nama yazılı hisse senetlerine uygulanan hükümlere tabidirler. Payların karşılığının tamamının ödenmesi durumunda ise il mühaberler, çıkarılan hisse senetleri ile değiştirilmektedirler. Sermaye artırımında da il mühaber verilmektedir.

Hisse senetlerinin üzerlerinde kuponları bulunmaktadır. Her biri bir yıla aittirler ve hamiline yazılı olarak kabul edilmektedirler. Temettüsü ödenmemiş kuponlar, iptal edilmiş sayılırlar. Kuponların bitmesi durumunda pay senetleri yenilenebilir veya talon uygulamasına geçilebilir.²⁷

Hisse senetleri, üç değeri taşımaktadırlar. Bunlardan nominal değer olarak ifade edileni, senedin üzerinde kayıtlı olan değerdir. Bir diğeri olan ihraç değeri, nominal değer altında, üstünde ya da nominal değere eşit olabilir. Ancak ülkemizde ihracın alt sınırı, en az nominal değer kadardır. Nominal değer altında ihraç yapılamaz. Son olarak hisse senedinin içerisinde taşıdığı piyasa değeri, arz ile talebin kesiştiği değeri ifade etmektedir. Bu sebeple piyasa değeri dinamik bir yapıya sahiptir.

Şirketler hisse senetlerini halka arz olarak yapabilmektedir. Halka arz, şirketlerin yatırımcıları şirkete ortak olmaları için yaptıkları çağrıdır. Kuruluş aşamasındaki şirketlerin pay senetlerini halka arz etmeleri, payların bir kısmının şirket ortakları tarafından taahhüt edilmesi ve geri kalan kısmının ise halka arz edilmesi şeklinde olmaktadır. Ancak ülkemizde bu tür bir kuruluş şekli, formalitelerin çokluğu sebebiyle pek tercih edilmemektedir. Esas sözleşmede taahhüt edilmiş olup da taahhüt sahiplerince, şirketin tescilinden itibaren en geç iki ay içinde halka arz edileceği esas sözleşmede

²⁷ TTK, m.660.

belirtilmiş ve ayrıca garanti edilmiş bulunan nakdî payların karşılıkları satıştan elde edilen gelirden ödenir. Pay senetlerinin halka arz edilmesi sermaye piyasası mevzuatına göre yapılır. Satış süresinin sonunda, payların itibarî değerlerinin, varsa çıkarma priminin karşılığı şirkete, giderler düştükten sonra kalan tutar ise, pay senetlerini halka arz eden pay sahiplerine ödenir.²⁸

Zaten kurulmuş olan bir anonim şirketin pay senetlerinin halka arz edilmesi ise şirketin tüzel kişilik kazanmasından sonra gerçekleşir.

Türk Ticaret Kanunu'na göre hisse senetleri hamiline yazılı ve nama yazılı olarak çıkarılabilir. İçerdiği haklara göre ise imtiyazlı ve adi olarak ayrılırlar. Sermayeye ve yönetime katılma hakkı vermeyen hisse senetleri ise kuruluş aşamasında kurucu hisse senetleri, kuruluştan sonrasında intifa senetleri şeklinde düzenlenebilmektedirler veya ortaklık hakkı veren ancak oy kullanma hakkı vermeyen şeklinde de düzenlenebilmektedirler.

Dolaşım İmkânı Açısından

Tedavül edilebilirlik açısından hisse senetleri nama yazılı ve hamiline yazılı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

-Nama Yazılı Hisse Senetleri

Nama yazılı hisse senetleri, şekil olarak üzerlerinde pay sahiplerinin ad, soyadı ve ikametgahlarını bulundurmaktadır. Senedin nama yazılı olduğu belirtilmelidir. Senedin üzerinde nama yazılı olduğu belirtilmemiş ise hamiline yazılı olduğu anlaşılır. Bedelleri tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılamaz.²⁹ TTK' ya göre bu tür payların nama yazılı olarak çıkarılması gerekir.

Şirketler, esas sözleşmelerinde payların ne kadarlık kısmının nama yazılı olduğunu belirlemektedirler. Şirketlerin kuruluşunda payların ne kadarlık kısmının hangi ortağın namına yazılı olduğu esas sözleşmede belirtilir. Şirket kurulduktan ve tüzel kişilik kazandıktan sonrasında ise ada yazılı pay senetleri, ortakların şirketle ilişkilerinin bir

²⁸ TTK, Md. 346/1.

²⁹ TTK, Md.484/2.

gerekliliği olarak pay defterine kaydedilir. Zira TTK, ortakların şirkete karşı ortaklık hakkını kullanabilmelerini pay defterlerindeki kayıtlarla mümkün kılmaktadır.

Nama yazılı pay senetlerinin devri ciro ve teslim işlemi ile olmaktadır. Senedi devralan kişi, şirketin ortağı kabul edilmektedir. Bu sebeple senedin devredildiği, şirketin pay defterine kayıt edilmesi gerekmektedir. Pay defterine kaydı yapılmamış devirlerde şirketin önceki senet sahibine yaptığı temettü ödemelerinden dolayı devralana karşı sorumluluğu kalkmış olmaktadır. Devralan bu durumda şirkete karşı hak ileri sürememektedir.

Kanunda mal karşılığı olarak çıkarılan hisse senetlerinin başkalarına aktarılması yasaktır. Bu yasak gereği, mal karşılığı çıkarılan hisse senetleri, nama yazılı olarak çıkarılmalıdır. Ancak sözleşmede aksine bir hüküm bulunmadıkça dönüştürme yolu ile nama yazılı paylar, hamiline yazılı olarak dönüştürülebilir. Kanun nama yazılı hisse senetlerinin hamiline yazılı olarak dönüştürülmesini, taahhüt edilen karşılığın tamamının ödenmesi ile mümkün kılmaktadır.

-Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Anonim şirketler, taahhüt ettikleri sermayenin tümünü ödemediği hamiline yazılı pay senedi çıkaramazlar. Anonim şirketler esas sözleşmelerinde payların ne kadarının hamiline yazılı olacağını belirlemektedirler. Ancak bazı durumlarda kanun, hamiline yazılı pay senetleri için bir limit belirleyebilmektedir.

Hamiline yazılı pay senetlerinin devri, “şirket ve üçüncü kişiler hakkında, ancak zilyetliğin geçirilmesiyle hüküm ifade eder”.³⁰ Senedi elinde bulunduran kimse senedin içerisindeki hakkın (payın) da sahibi olmaktadır. Yani hamiline yazılı hisse senedinin devri, hukuki olarak yalnızca teslim ile gerçekleşmektedir. Teslim ile zilyet, hisse senedinin sağladığı hakkın da sahibi olmaktadır. Devri kolay olduğundan hamiline yazılı hisse senetleri, sermaye piyasasına hız kazandırmakta ve yatırımlarda da süreci hızlandırmaktadır. Bu sebeple sermaye piyasasının gelişiminde büyük rol üstlenmektedir.

³⁰ TTK, Md. 489/1.

Sağladıkları Hakların Niteliklerine Göre

Hisse senetleri, şirket yönetimi ve denetimi, şirketin varlıkları ve kar üzerine ortaklarına sağladığı hakların nitelik ve derecelerine göre de sınıflandırılabilir.³¹

-Adi Hisse Senetleri

Adi hisse senetleri, anonim şirketlerin öz sermayesidir. Anonim şirketlerde kâr payı, tasfiye ve varlıkların dağıtılması gibi diğer işlemlerde ortaklar arasında farklılık yaratmayan hisse senetleridir. Adi hisse senetleri, sahiplerine eşit haklar tesis etmektedirler.

-İmtiyazlı Hisse Senetleri

Adi hisse senetlerinin aksine kâr payı, tasfiye ve varlıkların dağıtılması gibi diğer işlemlerde diğer hisse senetlerinden farklılık yaratan senetlerdir. İmtiyazlı hisse senetleri, hakların niteliğine göre eşitliğin olmadığı pay senetleridir. T.T.K. Md. 507 “Esas sözleşmede payların bazı türlerine tanınan imtiyaz haklarıyla özel menfaatler saklıdır.” Hükmü ile imtiyazlı hisseleri koruma altına almaktadır.

Şirketler esas sözleşmelerinde pay senetlerinin hangilerinin imtiyazlı olduklarını belirtirler. Hangi hak bakımından imtiyazlı olduğu da açıkça belirtilir. Oy bakımından imtiyazlı pay senetleri, yönetimin gücünün belirli ellerde tutulması amacıyla çıkarılırlar. Bu şekilde çıkarılan pay senetlerine yönetim ağırlıklı denilmektedir.³² Yönetim açısından daha da imtiyazlı hisse senetleri de çıkarılabilmektedir. Altın hisse denilen bu paylar, sahiplerine veto hakkı da vermektedir. Görüldüğü üzere sahiplerine tanındıkları kâr payı eşit olsa dahi ilave haklar tanıyan hisse senetleri çıkarılabilmektedir. Bu senetler, eşitliği bozucu imtiyazlı pay senetleridir.

-Kurucu Hisse Senetleri

Kurucuların şirketin kuruluş aşamasındaki hizmetlerinin bir karşılığı olarak çıkarılmaktadırlar. Esas sözleşme ile belirlenen kurucu hisse senetleri, belirli bir sermayeyi temsil etmemektedirler. Yönetime katılma hakkı da vermeyen kurucu hisse

³¹ Bayar, Bükler, s. 159 (Aktaran: Rıza Aşıkoğlu, s. 33)

³² Kara, s.97.

senetleri sahiplerine şirket karının belirli bir bölümüne katılma hakkı vermektedir. Ancak TTK 348. Maddesi “Şirketi kurdukları sırada harcadıkları emeğe karşılık olarak kuruculara, para ve bedelsiz pay senedi vermek gibi şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınamaz. Bu hükme aykırı esas sözleşme hükümleri geçersizdir.” Kanun hükmünden de anlaşılacağı üzere kurucu hisse senedi ihracına yönelik bir yasaklama bulunmamaktadır. Yalnızca kardan pay alma hakkı veren kurucu hisse senetleri şirket sermayesini azaltıcı bir etki doğurmadığından Türkiye’de kurucu hisse senetlerine yönelik herhangi bir yasaklama söz konusu değildir.

-İntifa Senetleri

İntifa senetleri, şirketlerin genel kurullarının kararı üzerine çıkarılmaktadır. Herhangi bir sermaye payını temsil etmezler. İntifa senetleri, bir alacağa karşılık, alacaklı lehine düzenlenmektedir. Kurucular lehine de çıkarılabilmektedir ve hamiline ya da nama yazılı olarak düzenlenebilmektedirler. İntifa senetleri şirket esas sözleşmesinde belirlenmiş olabileceği gibi genel kurul kararıyla esas sözleşmede değişiklik yapılarak da çıkarılabilmektedir. Esas sözleşmede çıkarılması öngörülmuş olan intifa hisse senetlerinin ne kadar olacağı ve içeriğindeki hakların açıkça belirtilmesi gerekmektedir. TTK 502. maddesinde intifa senetlerinin tanıdığı haklar;

-net kara iştirak etme,

-tasfiye durumunda kalan tutara katılma,

-yeni çıkarılacak olan hisseleri alma, olarak sıralanmıştır.

Kanun, anonim şirketlerde, dağıtılabılır kardan yedek akçe ve hissedarlar için %5’lik temettü ödenmesinden sonra arta kalan karın en çok onda biri kadarlık tutarı intifa senetleri karşılığında kuruculara ödenmesini öngörmüştür.

-Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Pay sahiplerinin çok olduğu şirketlerde ortakların genel kurulda bir araya gelmesinin imkansızlığı, oy hakkı tanımayan pay senetlerinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Nitekim halka açık anonim şirketlerden pay senedi sahibi olan kimseler de yönetime katılma isteği içerisinde değildir. Bu kimselerin hedefi, sahip oldukları pay senetlerinin

değerlerinin artmasıdır. Yüksek temettü getirisi alamadıklarında bu ortaklar, hisselerini satarak ortaklıktan çıkmaktadırlar.

Şirketlerde yönetici vasfı ile bulunmak, belirli bir uzmanlık gerektirmektedir. Yöneticiler edindikleri deneyimler ile şirketin yönetiminde uzmanlaşarak “menager” sıfatını kazanmaktadırlar. Yönetimin ihtisas gerektirmesi sebebiyle yönetim konusunda bilinçsiz yatırımcıların da oy hakkına sahip olmaları şirketler için istenilen bir durum değildir. Oydan yoksun pay sahibine ek olarak farklı bir menfaat eklenmiş ise pay sahibi için de bu durumun bir zarureti olmayacaktır. ABD’de oydan yoksun pay senetleri de tam olarak bu sebepten ortaya çıkmıştır.

Türk Hukuku, “Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği” ile 28 Temmuz 1981 tarihinde anonim ortaklıkların oydan yoksun hisse senedi ihracına yönelik düzenleme getirmiştir. SPK’nın 14/A maddesine dayanılarak hazırlanan düzenleme ile anonim ortaklıklara sermaye artırımı koşulu ile esas sözleşmede yer alıyor ise oydan yoksun hisse senedi ihraç edebilme hakkı tanınmıştır. Ancak 20 Mart 2003 tarihinde 25054 sayılı Resmî Gazete ‘de yayımlanan Seri: I, No:30 sayılı “Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği” yürürlükten kaldırılmıştır.³³ Nitekim TTK 434. Maddesi gereği de oydan yoksun hisse senedi uygulaması imkân dahilinde değildir. Kanun “her pay sahibi en az bir paya sahip olsa bile en az bir oy hakkına haizdir” hükmü ile oydan yoksun hisse senedi uygulamasına müsaade etmemektedir.³⁴ Ancak kanunda bir üst limit belirlenmediğinden ve kanunun lafzi yorumundan da anlaşılacağı üzere bir paya birden çok oy hakkı tanınabilmektedir. Bu durumda birden fazla oy hakkı bulunan bir hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi niteliğini kazanacaktır.

Oydan yoksun hisse senetlerinin çıkarılması, gelişmiş bir menkul kıymetler borsasını gerektirmektedir. Çünkü menkul kıymetler borsalarındaki davranış biçimi esas olarak karlılık durumuna bağlıdır. Yönetime katılmak gibi bir amacı olmayan yatırımcı davranışı oy hakkından bağımsız olarak gerçekleşmektedir. Bu durum, menkul kıymetler borsasının gelişmesini sağlarken hukuki düzenlemeler de oydan yoksun hisse senetlerini destekleyecek çerçevede geliştirilecektir.

³³ ongoren.av.tr, Erişim Tarihi: 13.11.2019

³⁴ TTK, m.434.

1.3.3. Tahvil Tanımı, İhracı ve Türleri

1.3.3.1. Tahvil Tanımı ve Ekonomik Etkileri

Tahviller uzun vadeli bir borçlanma aracı olup farklı şekil ve özelliklerle finansal sistem içerisinde yer alabilmektedir. Tahviller alacaklısına faiz ve anapara ödemesi taahhüt ederken ihraççısına uzun vadeli borçlanma imkânı sunmaktadırlar.

Türkiye’de 1970’lerden beri büyük işletmeler tarafından kullanılmaya başlanan tahviller, uzun vadeli bir borçlanma aracı olması sebebi ile işletmelere vade bakımından büyük bir avantaj sağlamaktadır. Tahviller, Türk Hukuku’nca iki yıldan uzun bir vade için çıkarılırlar. Vade sonunda tahvili elinde bulunduran taraf, faiz getirisi elde etmektedir. Ancak ikincil piyasada da alım satıma konu olduğundan likit bir menkul kıymettir. Tahvili alan birikimci, tahvil ihraç eden kuruluşa durağan faizle borç vermiştir.³⁵ Tahvil ihraççısı, üzerine düşen anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır.

Tahvil, Türk Hukukunca menkul kıymet olarak değerlendirilmektedir. Tahvilin getirisi faizdir. Ancak faiz getirisi ile birlikte veya faiz getirisi olmadan farklı menfaatler içerecek şekilde düzenlenebilmektedirler. Tahviller esas olarak TTK’ da düzenlenmiştir. Ancak halka açık anonim şirketlerin tahvil ihracına yönelik izin almasına dair hüküm, SPK’da düzenlenmiştir.

Tahviller anonim şirketlerin borçlanma araçlarıdır. Bir borç senedi olmasına rağmen tahviller seri halde ihraç edildiklerinden şirketlerin diğer kişi ve kuruluşlara verdiği borç senetlerinden ayrılmaktadır. Tahviller, para dışındaki borçlar için düzenlenemezler.

Tahvil, devlet ya da şirketler tarafından ihraç edilebilmektedir. Özellikle devletin ihraççısı olduğu tahvillerin, “devlet garantisi” taşıdığından riski düşüktür. Devlet tahvillerinin garantisi, devletin vatandaşları vergilendirme erkinden gelir.³⁶ İşletmeler ya da devlet tahvil ile kendilerine fon sağlamaktadırlar. Vade sonunda ise kendilerine borç veren tasarruf sahiplerine olan yükümlülükleri, anapara ve faizi ödemektir. Tahvil satın alarak şirketlere fon sağlayan tasarruf sahipleri herhangi bir hisseye sahip olmadıkları

³⁵ Rodoplu, s.161.

³⁶ Yılmaz Erolgaç, **Para Yönetiminde Profesyonel Yollar**, Dharma Yayınları, 1. Basım: Aralık 2005, İstanbul, s.29

gibi kara ya da zarara da ortak değillerdir. Tahvil çıkaran şirket, kar etsin ya da etmesin borçlu olarak anapara ve faiz ödemesi şeklindeki yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır.

Halka açık anonim şirketlerin tahvil ihracı, SPK uyarınca “genel kurulca onaylanan ve bağımsız denetimden geçen son bilançoda görülen ödenmiş veya çıkarılmış sermaye ve yedek akçeler ile yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez.”³⁷ Halka açık olmayan anonim şirketlerin ise limiti, bağımsız denetimden geçerek genel kurulun onayını almış son bilançoda görülen ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme artış fonu toplamı ile sınırlı tutulmuştur.

Tahvillerin anaparaları, vade sonunda ödenir. Kanun tahvillerin vadesini 2 yıldan az olmamak koşulu ile serbestçe belirlenebileceği hükmünü barındırmaktadır. Vade, tahvil satış sürecinin son gününden başlamaktadır. Türk Yasaları, tahvilin faiz dışında bir getiri sağlamasını yasaklamaktadır.

Tahvillerin faizlerinin itfası dönemlik kuponlar ile yapılabilmektedir. Bu kuponlar 3 aylık, 6 aylık ve yıllık olabilmektedir. Aynı basıma tabi tahvillerin farklı kuponları için faiz ödemeleri farklı dönemlerde olacak şekilde belirlenebilmektedir.

Tahviller, finansal sistem içerisinde önemli bir enstrüman olup olumlu etkileri şu şekilde sıralanabilir:

-Tahviller, sermaye piyasasının gelişmesine büyük katkı sağladığından ekonomik kalkınma üzerinde de etkilidir.

-Tahvil satın alıcıları, küçük fon sahipleridir. Bireyler, tek başlarına yeterli bir sermayeye sahip olamazlar ve birbirlerini tanımazlar.³⁸ Hane halkının elindeki bu küçük fonlar tahvil ile bir araya gelerek işletmelere yüksek miktarda fon sağlamakta, ayrı ayrı yeterli güce sahip olmayan fonlar bir araya gelmektedir.

-Şirketlerin, endüstrilerin ve ekonominin gelişmesine, büyümeye katkı sağlamaktadır.

-Vergi matrahını azaltmaktadır.³⁹

³⁷ **SPK Tahvil Yönetmeliği**, m.7.

³⁸ Aşıkoğlu, s.36.

³⁹ Tahvil faiz ve masrafları yıllık kardan gider olarak düşülebilmektedir.

-İşletmeler daha az vergi ödemektedir. Bu sebeple vergi kaçakçılığı azalmakta ve devletin vergi gelirleri artmaktadır.

- Tahvil ihraç ederek borçlanan işletmeler büyüme imkânı elde edebilmektedir. Sonuç olarak endüstriler de büyümekte ve istihdam artmaktadır.

-İşletmeler uzun vadeli fon temin edebilmektedir.

-İşletmelerin toplam sermayesi üzerinden gerçekleştirdiği karlılık oranı tahvil faiz oranından yüksek olduğu sürece tahvil sermayesi tıpkı bir kaldıraç etkisiyle öz sermayeye düşen karları arttırmış olur.⁴⁰

-Tahviller, alıcısına ortaklık hakkı vermez. İşletmelerin yönetiminde herhangi bir değişikliğe neden olmamaktadır.

-Enflasyon hızının yüksek olduğu ülkelerde genellikle nominal para birimleriyle yapılan geri ödeme bağlantıları tahvillerin işletmelere olan gerçek maliyetlerini yok denecek düzeye indirmekte ve işletmeler ucuz maliyetle fon temin etmektedirler.⁴¹

-İkincil piyasada satılabildiklerinden kredili borçlanmaya göre şirketlere likidite imkânı sunmaktadır.

-Riskin yayılmasını sağlar.

-Kredili borçlanmadan daha az maliyet imkânı sunabilmektedir.

Tahvillerin firmalara, devletlere ve hane halklarına sağladığı olumlu etkileri olmakla birlikte olumsuz etkileri de bulunmaktadır. Tahvillerin olumsuz etkileri ise aşağıdaki gibi sıralanabilir:

-Enflasyonist eğilimin yüksek olduğu piyasalarda, sabit faiz getirisi sağlayan tahvillerin faizi aşınmaktadır. Değişken faizli tahvil satın alınmış olsa bile enflasyon, tasarruf sahibinin anaparasının değerinin aşınmasına neden olmaktadır.

⁴⁰ Aşıkoğlu, s.37.

⁴¹ Aşıkoğlu, s.37.

- Tahvil ihracına yönelik işlemlerin hukuki süreci uzun sürmektedir. Ayrıca maliyetler de dikkate alınacak olursa, küçük işletmelerin tahvil çıkarmak suretiyle borçlanmaları zorlaşmaktadır.

-Öngörülemeyen ekonomik koşullar, işletmeleri tahvillerin itfasında zora sokabilmektedir.

-Tahviller borçlanma aracı olduğundan şirketin borçlarının öz sermayesi karşısında artmasına neden olmaktadır. Borçların öz sermaye artmadan artması durumunda şirketin diğer kaynaklardan borçlanarak fon temin edebilmesini sınırlandırmaktadır.

-Tahviller uzun vadeli bir enstrüman olması sebebiyle gelecekteki faiz oranının belirsizliğine dayanan vade riskini bünyelerinde barındırmaktadırlar.⁴²

1.3.3.2. Tahvil İhracı

Şirketler tarafından ihraç edilen tahviller genel kurul kararıyla çıkarılmaktadırlar. “Genel kurul kararının çıkarılacak menkul kıymete ilişkin, gerekli bütün hüküm ve şartları içermesi gerekmektedir.”⁴³ Genel kurul kararlarını yerine getiren organ, yönetim kuruludur. Menkul kıymetin itibari değerini de genel kurul belirlemektedir. Ancak yetki verilmiş olduğu hallerde bu görevi yönetim kurulu da yerine getirebilmektedir. Tahvil ihraç işlemi, SPK’nın iznine tabidir. Tahvil ihraç işlemi, SPK’ya başvuruda bulunarak gerekli izin alındıktan sonra mümkündür. SPK’nın izni, özel sektör tahvillerine yönelik olarak devletin güvencesini vermemekle birlikte, ihraç işleminin devlet gözetim ve denetimi ile yapıldığını göstermektedir.

Halka arz edilecek tahvillere ilişkin başvurularda bulunması gereken hususlar:

-tahvil ihracına yönelik genel kurul ya da esas sözleşmede yetki verildiği hallerde yönetim kurulunun onayı olan belge,

-başvurayı temsile yetkililerin imzalamış bulunduğu ana sözleşme,

-çıkarılacak tahvile yönelik izahname,

⁴² Meral Tecer, **Tahvil Yatırımlarının Yönetimi**, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları No:233, 1989, Ankara, s. 80. (Bkz. Vade riski likidite tercih kuramına dayanmaktadır ve ödünç verenlerle borçlular tarafından riskin farklı olması ile açıklanır.)

⁴³ TTK, m.504.

- var ise aracılık sözleşmesi,
- çıkarılacak tahvilin bir örneği,
- satış bitiminde satılamayan tahvillerin satışın son gününden itibaren 6 iş günü içerisinde iptal edileceğine dair ihraççının beyanı,
- ihracın gerekçesi,
- ihraca garanti verilmesi durumunda SPK ve ihraç edene hitaben bir yazı,
- son 3 yıla ait bilanço ve gelir tabloları ve başvuru tarihine en yakın 3 er aylık dönem sonuna göre hazırlanıp önceki senenin aynı dönemi ile karşılaştırmalı mali tablolar,
- son üç yıla ait bağımsız denetim raporları,
- son üç yıla ait denetleme kurulu raporları,
- son bilanço dönemine ait yönetim kurulunun faaliyet raporları,
- Kurul'un gerekli gördüğü hallerde izahname ve sirküleri destekleyecek nitelikteki belgeler,
- Kurul tarafından gerekli görüldüğü hallerde istenen bilgi ve belgeler,
- izahname ve sirkülerde imzası bulunanların noter tarafından onaylı imza sirkülerleri, izahnamenin, sirkülerin ve tahvilin örneği SPK'dan alınır.

Şirketlerin izahname hazırlama yükümlülükleri vardır. İzahname; yatırımcıların şirketler hakkında objektif ve doğru bilgiye sahip olmaları için gerekli bilgileri içermektedir. İzahname hazırlanması, SPK 4. Maddesi ile zorunlu tutulmaktadır. Hazırlanan izahname, kurul (SPK) tarafından onaylanmaktadır. Sunulan izahnamede eksiklikler olması durumunda Sermaye Piyasası Kurulu durumu başvuru gününden itibaren olacak şekilde 10 iş günü içerisinde başvurana bildirerek eksiklikleri gidermesini talep etmektedir. Eksikliklerin giderilmesi için başvurana Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ek süre verilmektedir. Tüm eksiklikler de giderildikten sonra onaylanan izahname yayımlanır. Ancak ihraca başlanmadan ya da ihraç süresinde yatırımcılar için önemli husustaki ve izahnameye eklenmesi gerekli bilgilerin Sermaye Piyasası Kurul'una derhal bildirilmesi gerekmektedir. Bu durumda satış süreci durdurulabilmektedir. Değişiklik yapılacak ya da

eklenecek hususlar 7 iş günü içinde onaylanır. “İzahnamede ekleme ya da değişiklik yapılmadan öncesinde sermaye piyasası araçlarını satın almak için başvuruda bulunan yatırımcılar ekleme ve değişikliklerin ilanından sonraki iki iş günü içerisinde taleplerini geri alma hakkına sahiptirler.” SPK, m.8. Onaylanan izahname, tahvil ihracı için başvuran anonim ortaklığın 1 yıl içerisinde ihraç edeceği tüm tahvilleri kapsamaktadır. Ancak başvuran, her ihraç işlemi için ayrı ayrı başvuruda da bulunabilmektedir.

Tahvil, şirketin unvanını, konusunu, merkezini ve süresini, ana sözleşme ve ana sözleşmede değişiklik yapılmışsa tescil tarihilerini, tescil numarasını ve ticaret sicilini, şirketin tasdik ettiği bilançoya göre şirketin durumunu, tahvil çıkarılmasına ilişkin genel kurul kararının tescili ve ilan tarihini, işletmenin menkul ve gayrimenkullerini teminat olarak gösterip göstermediğini, daha önceden çıkarılmış ve çıkarılacak olan tahvillerin nominal değerlerini, çıkarılacak tahvillerin ödeme şekillerini, faiz oranlarını, nama ya da hamiline yazılı olduğunun belirtilmesi gerekmektedir.?

Tahvil borç senedi olarak kabul edildiğinden şirketler, ödenmiş sermayeleri, yedek akçeleri ve yeniden değerlendirme artış fonunun toplamından daha fazlası olmayacak kadar tahvil ihraç edebilmektedirler. Tahvil, hisse senetleri gibi sahibine ortaklık hakkı değil anapara ve faiz alacaklılık hakkı vermektedir. Tahvilin anapara ve faiz getirileri şirketin kar ve zarar durumundan bağımsızdır. Seri halde üretildiklerinden tahvil sahiplerinin korunması, siyasi otoriteler için bir gerekliliktir. Devlet tarafından çıkarılan tahviller sahiplerine tam güvence sağlarlar. Ancak riskin bu kadar düşük olması, faiz oranlarının özel sektörün ihraç ettiği tahvillere nazaran daha düşük kalmasına neden olmaktadır. Devlet tahvilleri, vergiden muaftır. Bu durum da devlet tahvillerinin özel sektör tahvillerine karşı bir üstünlüğüdür. TTK 'da özel sektör tahvillerinin ihracında tahvil sahibine güvence verecek hükümler yer almamaktadır.

Tahvillerin faiz oranlarının limiti, siyasi otoritelerce tayin edilmektedir. Bu limit, tahvil piyasasında faizin rekabet sebebi ile artışının istenmeyen seviyelere gelmemesi sebebiyledir. Çünkü bu önlem alınmaz ise işletmeler rakiplerine üstün gelebilmek adına faiz oranlarını arttıracak ve tüm işletmeler bu rekabete katılarak piyasadaki faiz oranlarının artmasına sebep olacaklardır.

Şirketler, tahvillerin anapara ve faiz ödemelerini aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapmak zorundadırlar.⁴⁴ KİT'ler, mahalli idareler, idarelerle ilgili özel mevzuatlar sebebi ile faaliyet gösteren kuruluşlar ve işletmeler, bu zorunluluktan hariç tutulmaktadır.

1.3.3.3. Tahvil Türleri

Tahviller, birçok hususa göre çeşitlerine ayrılabilir. İhraç eden kurumlara göre devlet ve özel sektör tahvilleri olarak ayrıma tabi tutulabilecekleri gibi; vadelerine göre kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli olarak ayrılmaktadırlar. Satış fiyatlarına göre başabaş ve primli; sağladıkları ek haklarına göre rüçhan hakkı olan, ikramiyeli ve imtiyazlı tahviller; garanti veriyor olması bakımından garantili ve garantisiz; faiz açısından değişken faizli ve sabit faizli; düzenlenme şekline göre nama ve hamiline yazılı; son olarak da enflasyonun yüksek olduğu piyasalarda korunma amaçlı olarak dövize veya altına endeksli olarak ihraç edilebilmekte ve sınıflandırılabilirler. Son dönemlerde ise çevreci tahvil olarak da adlandırılan yeşil tahviller gündeme gelmektedir.

Devlet Tahvilleri

Devlet ve devletin kurumları tarafından ihraç edilmektedirler. Türkiye'de Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilerek TCMB tarafından birincil piyasada satılırlar. Hazine bonoları, kısa vadeli bütçe dengesizliklerini gidermek amacıyla çıkarılırken devlet tahvilleri yatırımları gerçekleştirmek amacıyla çıkarılmaktadırlar. Devlet tahvillerini vadelerine göre ayırdığımızda; istikraz tahvilleri, uzun vadeli, tasarruf bonoları; orta vadelidir.

Devlet tahvilleri sahiplerine birçok menfaat sağlamaktadır. Örneğin ihalelerde teminat olarak kullanılabilirler. Ayrıca işleyen faizler, her an tahsil edilebilmesi özelliği ile likittir. Enflasyon ortamında birikimlerini koruma altına almak isteyen yatırımcılar, garantili devlet tahvillerine yönelerek kısa vadeli faiz getirisinden mahrum kalmamaktadırlar.⁴⁵ Garantili devlet tahvilleri teminat olarak kullanıldıklarında yatırımcıları enflasyondan korurken faiz getirisi de sağlamaktadırlar. Devletler iç borçlanma yoluyla finansman bulabilecekleri gibi dış borçlanma yoluna da gidebilmektedir. Devletler bunu, iç piyasalara kaynak sağlamak ya da iç kaynakların

⁴⁴ **SPK Tahvil Yönetmeliği**, m.20 (Değişik: Seri: II, No: 20 sayılı Tebliğ)

⁴⁵ Kara, s.110.

yetersiz kalması durumunda yapabilmektedirler. Euro tahviller; ihraççı ülkenin ulusal para dışında döviz cinsinden ihraç edilen tahvillerdir.

Özel Sektör Tahvilleri

Kurul'dan izne tabi olmak suretiyle anonim şirketlerin ihraç ettiği tahvillerdir. Garantili ya da garantisiz olarak ihraç edilebilmektedirler. Garantili olanlar, bir banka ya da holdingin tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin vadesinde yapılacağına dair garanti taahhüt etmektedirler. Garantisiz olanları ise böyle bir garanti vermemekte, mevzuatın gerektirdiği şekilde ihraç edilmektedirler. Garantisiz tahviller sahibine alacaklılık ve ihraç edene borç yüklediğinden tahvil ihraç eden anonim şirketler tahvil ilişkisinden doğan borçlarından dolayı alacaklılara karşı malvarlığı ile sorumludurlar.

Nama Yazılı Tahviller

Sermaye Piyasası Kanunu'nda tahviller birer menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır. Bu sebeple tahviller de nama yazılı olarak ihraç edilebilmektedirler. Ancak tahvilin üzerinde "nama yazılı" ibaresi yer almalıdır. Aynı zamanda tahviller devir açısından kıymetli evrakın devredilmesi hususlarına göre devredilmektedirler. Bu bakımdan nama yazılı olan tahvillerin devri de ciro ve teslim işlemlerinin tamamlanmasıyla yapılmaktadır.

Tahviller daha çok hamiline yazılı olarak düzenlenmektedirler. Çünkü şirketlerin vergisini ödemediği paraların şirket ortaklarına tahviller yoluyla aktarımının sağlanması durumunda nama yazılı olan tahvil sahipleri kolaylıkla anlaşılmaktadırlar. Alacaklı olan ortaklar bu durumdan kaçınmak için tahvilin düzenlenme şeklinin nama yazılı olmamasını isterler.

Şirketin nama yazılı tahvilleri şirket ortaklarına değil de üçüncü kişilere ihraç etmesi durumunda ise tahvilin düzenlenme biçimi, dışsal nedenlerden etkilenmektedir. Hamiline yazılı tahvillerin vergi oranlarının nama yazılı olanlardan düşük olması durumunda tasarruf sahiplerinin hamiline yazılı tahvilleri tercih etmeleri, buna örnektir. Ya da tam tersi durumda tasarruf sahipleri, nama yazılı tahvilleri satın almak isteyeceklerdir.

Hamiline Yazılı Tahviller

Tahviller daha çok hamiline yazılı olarak ihraç edilmektedirler. Özellikle devlet tahvil ihraç ederken hamiline yazılı olarak düzenlemeye özen göstermelidir. Çünkü devlet, hamiline yazılı tahviller vasıtasıyla vergilendiremediği tasarrufları toplamaktadır. Bu sebeple vergiden kaçınan tasarruf sahipleri nama yazılı tahvilleri satın almak istemeyebilirler. Nama yazılı tahvillerin sahibinin kim olduğu hemen anlaşılırken, hamiline yazılı tahvillerin üzerlerinde herhangi bir isim yazmadığından devlet, vergi dışı kalan tasarrufları toplayabilmektedir.

Hamiline yazılı tahvillerin devri de kıymetli evrak hukukunun öngördüğü şekilde teslim işlemi ile gerçekleşmektedir. Zilyetliğin geçmesi ile hamiline yazılı tahviller, devredilmiş olmaktadır.

Şirketler vergisini ödemediği paraların ortaklara dağıtılmasında hamiline yazılı tahvilleri kullanabilmektedirler. Yine servet beyannamelerinin vergi mükelleflerince verilmesinin mecburi olduğu ülkelerde, servetin hamiline yazılı tahviller ile saklandığı da görülebilmektedir.⁴⁶

İmtiyazlı Tahviller

Faizden hariç olarak sahibine ek menfaat sağlayan tahviller, imtiyazlı tahvillerdir. Ülkemizde yasalar, tahvillerin faiz dışı bir menfaat sağlamasına olanak vermemektedir. Bu sebeple imtiyazlı tahvil uygulaması ülkemizde yoktur. Ancak mevzuat, tahvillerin nominal ihraç fiyatının yüzde 5 altına satılmasını imkan dahiline almaktadır. ? Bu durum primli bir menfaat sağlamaktadır. Ayrıca mevzuat, tahvilin satış tarihinin başlangıç ve bitişi arasındaki süreçte işleyen faizin indirilmesini olanaklı kılmaktadır. ?

Tahviller uzun vadeli olduğundan tasarruf sahipleri tahvil satın almaktan kaçınabilmektedirler. Bu sebeple tahvilleri daha cazip hale getirmek maksadıyla ikramiyeli tahviller de ihraç edilebilmektedir.

Bir diğer imtiyazlı tahvil çeşidi ise sahibine rüçhan hakkı veren tahvillerdir. Rüçhan hakkı, ön alım hakkı anlamına gelmektedir. Rüçhan hakkı veren tahviller ise sahiplerine,

⁴⁶ Kara, s.111.

şirketin olası sermaye artırımına gitmesi durumunda ihraç edecekleri hisse senedi ortaklık belgelerini nominal değerinden satın alma imkânı tanımaktadır. Yatırımcılar tarafından başarılı olup hisselerinin artacağı beklenen şirketlerden böyle bir rüçhan hakkı talep edebilmektedirler. Rüçhan hakkı, kanunen ortaklara verilen bir haktır. Tahvillerin rüçhan hakkı tanınarak ihraç edilebilmesi için ortakların rüçhan hakkından vazgeçmeleri gerekmektedir. Genel kurul, ortakların rüçhan hakkının kaldırılmaması yönünde bir karar da verebilmektedir.

Bir diğer imtiyazlı tahvil ise faiz ödemeleriyle beraber anaparalarının da dönemsel olarak ödenmesinin isteğe bağlı olduğu tahvillerdir. Çünkü tahviller en az iki yıl süreli olarak ihraç edilmektedirler. Anapara ödemeleri de en az iki yılı gerektirdiğinden tasarrufları çekmek isteyen şirketler tahvilleri daha cazip hale getirmek maksadıyla anaparaların da faizlerle beraber tahvil vadesinden önce ödeneceğini temin edebilmektedirler. Zira kazançlı yatırım fırsatlarını kaçırmak istemeyen tasarruf sahipleri bu çeşit imtiyazlı tahvilleri satın almaktadırlar. Çünkü tasarruf sahibi hem tahakkuk eden faizi hem de isteğine bağlı olarak anaparayı da alabilmektedir.

Sabit Faizli ve Değişken Faizli Tahviller

Enflasyon ortamlarında tahvillerin getirisi olan faiz getirisi aşınmaktadır. Hatta getirinin negatife dönüşerek tasarruf sahibinin zarar etmesi durumu bile söz konusu olabilmektedir. Bu sebeple yüksek enflasyon ortamlarında sabit faiz getirisi sağlayan tahviller tercih edilmemektedir. Faiz oranlarının yükselmesi ihtimaline karşın konjonktürün hareketli olduğu ekonomilerde sabit getirili tahviller tercih edilmemektedir. Çünkü yatırımcılar tarafından artan oranların, tahvil getirisine de yansımaları istenilmektedir.

Tahviller genellikle sabit faizli olarak çıkarılmaktadırlar. Ancak sabit faizli tahvillerin getirilerinin enflasyon ortamında aşındığı gerçeği de yatırımcılar tarafından unutulmaması gereken bir husustur.

Endeksli Tahviller

Yatırımcılar, enflasyon ortamında faiz getirisinin aşınması riskine karşılık değişken faizli tahvilleri tercih edebilmektedirler. Ancak enflasyon dönemlerinde ulusal paranın değer

kaybetmesi sonucu anaparanın da değeri aşınmaktadır. Satın alma gücü düşen anaparanın değerinin korunması için endeksli tahviller tercih edilmektedir.

Tahviller, altına ya da dövize endeksli olarak ihraç edilebilmektedir. Dövize endeksli tahvillerde anapara ödemeleri, ödeme günündeki döviz kuru baz alınarak ulusal para cinsinden yapılmaktadır. Özellikle döviz sıkıntısı çeken ekonomilerde dövize olan talebin döviz arzını aşması ve döviz kurlarının artması kaçınılmazdır. Bu durumu bilen homoeconomicuslar, yatırımlarını dövize endeksli tahvillere aktarmayı tercih edecektirler. Altına endeksli tahvillerde ise anapara ödemeleri vade sonunda borsa fiyatı üzerinden yapılmaktadır. Türkiye’de hane halkının tasarruf alışkanlığı olarak altına büyük rağbet göstermesi, altının ekonomi içerisinde âtil kalmasına sebep olmaktadır. Bu sebeple altına endeksli tahviller, hane halklarının ekonomide âtil kalan altınlarını menkul kıymetler piyasasına aktarmalarına ve yatırımcıların da fon ihtiyaçlarını gidermelerinde büyük rol oynamaktadırlar. Ayrıca altına endeksli tahviller yatırımcıya ek satın alma gücü yaratması açısından ekonomide önemli bir fonksiyon üstlenmektedirler. Ancak işletmeler, enflasyonun kendi lehlerine olduğunun bilinci ile endeksli tahvil ihracını tercih etmemektedirler.⁴⁷ Devlet ise döviz sıkıntısına girildiği hallerde dövize endeksli tahvil ihraç ederek ekonomideki döviz sıkıntısını giderebilmektedir.

1.3.3.4. Tahvil Türevleri

Tahvil türevleri kara iştirakli tahviller, hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller ve hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

Kara İştirakli Tahviller

Tahvillerin satışını kolaylaştırmak amacı ile şirketler, kara iştirakli tahvil ihracına yönelebilmektedirler. Bu tahvillerin getirisi, şirketin kar elde etmesine bağlıdır. Kara iştirakli tahviller bu açıdan hisse senetlerine benzerlik gösterse de sahibine ortaklık hakkı vermemesi dolayısıyla borç senedi niteliği taşımaktadırlar. Enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde yatırımcıların kara iştirakli tahvillere yönelerek enflasyonun etkisini — azaltabilmektedirler. Sermaye piyasasının önemli araçlarından biri olan tahvilin geliştirilmesi amacıyla faiz getirisine ek olarak kara iştirak hakkı da verilebileceğine dair

⁴⁷ Kara, s.114.

düzenleme Türk mevzuatında da yerini almıştır. 7 Haziran 2013 tarihinde Kurul tarafından yayınlan II-31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nin 16. maddesi, “tahvillere kârdan pay verilmesi” başlığı altında tahvil ihraççıları ana sözleşme veya özel mevzuatlarında hüküm olması kaydıyla tahvillere kardan pay verilebilecekleri ifade edilmektedir.⁴⁸ Esasen kara iştirakli tahvil ihracı Türk mevzuatında çok önceleri de yer almaktaydı.⁴⁹ Ancak uygulamada çok geç vukuu bulmuştur.

Tahvil ihraççıları kara iştirakli tahvillerde faizin yanında kâr payı verebilecekleri gibi tahakkuk eden kâr payının faiz getirisinden daha düşük olması durumunda faiz ödemesi yapmakla yükümlüdürler. Tahakkuk eden kâr payı ve faiz getirisine eşit veya faizden daha yüksek olursa kâr payını ödemekle yükümlü olmakla birlikte, faiz getirisi olmaksızın kardan pay veren tahvil ihraç edebilmektedirler.

Kara iştirakli tahvillerin kâr payı oranı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{KİT kâr payı oranı} = \frac{\text{KİT tutarı (yazılı değer toplamı)}}{\text{Öz kaynaklar (Ödenmiş Sermaye + Yedek akçe ve İhtiyatlar) + KİT tutarı}}$$

Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller

İmtiyazlı tahviller arasında yer alan hisse senedine çevrilebilir tahviller, tahvilleri yatırımcılar için daha cazip hale getirmektedirler. Hisse senetlerine dönüştürülebilir tahviller, belirli koşullar altında belirli bir süre zarfında sabit getirili tahvilin hisse senetlerine dönüştürülebilmesini ifade etmektedir. Bu tip tahvillerin hisse senetlerine çevrilmesi yatırımcıların seçimlik hakkıdır. Ancak hak, bir kez kullanılmakla tükenir. Tahvilin bir kez hisse senedine çevrildikten sonra tekrar tahvile dönüştürülmesi imkân dahilinde değildir. Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerde tahvil sahibi şirketin kazanç ihtimalleri artmış bulunuyorsa, bu haklarını kullanarak tahvilini hisse senedi ile değiştirebilir.⁵⁰

⁴⁸ Buket Çatakoğlu, **Tahvillere Sağlanan Kar Payı Hakkı ve Hak Sahiplerinin Korunması**, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, s.712, dergipark.org.tr, Erişim Tarihi: 13.11.2019

⁴⁹ RG: 29.08.1974, S.14991.

⁵⁰ Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler: II Anonim Şirketlerin Organizasyonu ve Tahviller**, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1960, s.311.

Hisse senetlerinin getirisinin artması beklentisine sahip, ancak hisse senetleri piyasasındaki fiyat değişkenliğinin riskinden kaçınmak isteyen yatırımcılar, dönüştürülebilir tahvillere yönelmektedirler. Bu tip tahviller yatırımcıya tahvilin vade sonundaki anapara ile faiz ödemelerini ve hisse senetlerinin yüksek kardan pay alma olanağını birer alternatif olarak sunmaktadır.

Hisse senetlerine çevrilebilir tahvillerin faiz oranları uygulamada diğer tahvil türlerine göre görece düşük belirlenmektedir. Bunun sebebi, hisse senedine çevrilebilme imtiyazı sunmasıdır. Yatırımcılar, şirketin hisselerinin değerinin artacağı beklentisine sahip ise bu tip tahvillere yönelmektedirler. Hisselerin arttığı bir şirketin hisse senetlerine piyasada sahip olamayan yatırımcılar, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil satın alarak daha sonrasında şirketin ortağı olma imkânı elde edebilmektedirler. İhraççılar açısından ise bu tip tahvillerin faiz oranı daha düşük olduğundan düşük bir maliyetle fon temin edebilmektedirler.

Hisse senedine çevrilebilir tahviller Türk mevzuatında Seri 2 No 22 Sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Buna bu tip tahvillerin vadesi 1 yıldan az olamaz. Tahvilin sahibi hisse senedine çevirmeye yönelik seçimlik hakkını vadenin başlamasından itibaren en erken 1 yıl sonrasında kullanabilmektedir.⁵¹

Hisse Senedi Satın Alma Hakkı Veren Tahviller

Hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller de imtiyazlı tahviller tasnifine girmektedir. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerde olduğu gibi burada da tahvilin sağladığı, seçimlik bir haktır. Bu hak, daha önceden belirlenmiş sayıda ve fiyattan hisse senedi alma menfaatini içermektedir. Ancak bu tip tahvillerin sağladığı seçimlik hakkın süresi önceden belirli bir tarih olabileceği gibi süresiz olarak da belirlenebilmektedir.

1.3.4. Diğer Menkul Kıymetler

Diğer menkul kıymetler kar ve zarar ortaklığı belgeleri, intifa senetleri ipotekli borç senetleri ve finansman bonoları olmak üzere dörde ayrılmaktadır.

⁵¹ RG: 21.01.2009, S:27177, “**Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**”, (Seri: II, No:22), m.35.

1.3.4.1. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

Anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak koşulu ile, kar ve zarara ortak olmak üzere iştigal sahalarına giren tüm faaliyetlerinin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını sağlamak için yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere kar ve zarar ortaklığı belgesi adı altında menkul kıymetler ihraç edebilir ve halka arz yoluyla satabilirler.⁵² Kar zarar ortaklık belgeleri, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri 3 11 numaralı tebliğinin 3. Maddesinde düzenlenmiştir.⁵³ Kar ve zarar ortaklığı belgeleri, herhangi bir faiz getirisi taahhüt etmemektedir. Şirkete ortaklık hakkı da vermemesi yönüyle hisse senetlerinden ayrılmaktadır. Ancak yatırımcılar, kara ya da zarara iştirak etmektedirler. Bu belgeler karşılığında ödenen karlar da faiz gibi gider olarak muhasebeleştirilmekte ve şirketin vergilerini azaltmaktadır. Dini inanışından dolayı faiz dışı getiri sağlayan ve şirkete ortak olmak istemeyen, ancak kar elde etmek isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

1.3.4.2. İntifa Senetleri

İntifa senetleri, TTK 502 ve 503. Maddede düzenlenmiştir. Anonim şirketlerde “genel kurul, esas sözleşme uyarınca veya esas sözleşmeyi değiştirerek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri çıkarılmasına karar verebilir.”⁵⁴ İntifa senetleri emre ya da nama yazılı olarak çıkarılabilmektedir.

Mevzuat uyarınca intifa senetlerine ortaklığa ilişkin haklar tanınmamaktadır. İntifa senetleri “net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları tanınabilir.”⁵⁵ İntifa senedi sahibine oy hakkı vermez. Dolayısıyla şirketin yönetiminde de söz hakkı veren senetler değildirler. Şirketten bir şekilde alacağı olan kişilere yönelik olarak düzenlenmektedir. Ancak herhangi bir sermayeyi temsil etmemektedirler.

Kurucu intifa senetleri, şirketin kuruluş aşamasında verdiği hizmetler dolayısıyla ya da herhangi bir şekilde şirketten alacağı olan kişiler lehine düzenlenmektedirler ve her

⁵² Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul-2005, s.34.

⁵³ RG:14.07.1992, No: 21284.

⁵⁴ TTK, m.502.

⁵⁵ TTK, m.503.

dönem sabit bir oranda kardan pay alırlar. Türk mevzuatı gereği “şirketi kurdukları sırada harcadıkları emeğe karşılık olarak kuruculara, para ve bedelsiz pay senedi vermek gibi şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınmaz. Bu hükme aykırı esas sözleşme hükümleri geçersizdir. Ancak, dağıtılabılır kârdan yedek akçe ile pay sahipleri için yüzde beş kâr payı ayrıldıktan sonra kalanın en çok onda biri intifa senetleri bağlamında kuruculara ödenir.”⁵⁶ Bu sebeple büyüyen şirketlerin artan karlılığına bağlı olarak kurucu intifa senetlerinin getirisi de artmaktadır. Katılma intifa senetleri ise şirket kurulduktan sonra çıkarılırlar. Kurucu intifa senetlerinden bir diğer farkı ise para karşılığı olarak düzenlenmeleridir.

1.3.4.3. İpotekli Borç Senetleri

İpotekli borç senedi, gayrimenkul ipoteği ile temin edilmiş kişisel alacak karşılığında verilen senettir. Bu tür senetler kıymetli evrak sayılırlar ve elden ele dolaşabilirler.⁵⁷ Türk mevzuatında bu tip senetler menkul kıymetler olarak kabul edilmektedirler. İpotekli borç senetleri, Türk Medeni Kanunu’nda düzenlenmiştir. Bu sebeple bu tip senetler Türkiye’de Medeni Kanun hükümlerine tabidir.

Türk Medeni Kanunu hükümlerine göre ipotekli borç senedi, taşınmaz üzerine rehin hakkı kuran senetlerdir. Ancak bu tip senetler için bizatihi tapu tarafından ipotek ettirilecek taşınmaza değer biçilmesi gerekmektedir. Tapu idaresinin belirlediği resmi değeri aşan kısım için ipotekli borç senedi ile rehin hakkı tanınmaz.⁵⁸ Ayrıca TMK, “değer biçilmesinde gereken özenin gösterilmemesinden Devlet sorumludur. Devlet, kusuru olan memurlara rücu edebilir.”⁵⁹ hükmü ile ipotekli borç senetlerini teminat altına almıştır.

İpotekli borç senetleri bir alacak lehine düzenlenebilmektedirler. Ancak daha önceden var olan bir borç için ipotekli borç senedi çıkarılması sonucu mevcut borç, yenileme yoluyla sona erer.⁶⁰ TMK, “ipotekli borç senetlerinin nama ya da hamiline yazılı olarak düzenlenebileceğini hükme bağlamıştır.”⁶¹

⁵⁶ TTK, m.348.

⁵⁷ muhasebeturk.org, Erişim Tarihi:15.11.2019

⁵⁸ TMK, m. 898-899.

⁵⁹ TMK, m.905.

⁶⁰ TMK, m.910.

⁶¹ TMK, m.914.

İpotekli borç senetleri, tapuda kaydı bulunmayan gayrimenkuller üzerine düzenlenmesi mümkün değildir. Kanun ipotekli borç senetlerinin üçüncü kişiler üzerine kayıtlı gayrimenkuller üzerine de düzenlenebileceğini hükme bağlamıştır. Ancak taşınmazın maliki durumundaki kişi borçtan yalnızca ipotekli taşınmaz ile sorumludur.⁶² Ayrıca kanun koyucu, ipotekli borç senedi çıkarılması için rehin senedinin de çıkarılmasını zorunlu tutmaktadır. İpotekli borç senedinin şekli, 2017 yılı Anayasa Değişikliği ile Bakanlar Kurulu’nun çıkardığı Tüzük uygulamasının kalkması ile Cumhurbaşkanı tarafından çıkarılan yönetmelik ile belirlenebileceği hükme bağlanmıştır.⁶³

1.3.4.4. Finansman Bonoları

Finansman bonusu, SPK’nın tanımlamasına göre “ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre ya da hamiline yazılı menkul kıymet değerindeki kıymetli evraktır.”⁶⁴

Finansman bonoları, en az 60 günlük vade için düzenlenebilmektedir. Vadenin üst sınırı ise 720 gün ile sınırlı tutulmuştur. Kısa vadeli bir borçlanma enstrümanı olmalarına rağmen bankalardan kredi çekmenin maliyetli olduğu dönemlerde şirketlerce tercih edilmektedir. Ayrıca tahvillerin uzun vadeli oluşu, şirketler açısından bir faiz riski doğurmaktadır. Bu sebeple şirketler, finansman bonolarını tercih edebilmektedirler.

1.4. Türk Sermaye Piyasasına ve Araçlarına Genel Bakış

Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde reel sektöre kaynak sağlanması bakımından sermaye piyasasının gelişimi oldukça önemlidir. Nitekim ekonomi içerisindeki şirketlerin uluslararası ticarete rekabet gücünü arttırmak için daha fazla kaynağa ihtiyaç duymakta ve bu kaynağın temini için sermaye piyasalarına sıklıkla başvurumaktadırlar.

1.4.1. Türk Sermaye Piyasasının Finansal Piyasa İçerisindeki Yeri Önemi

Türkiye’de tasarruf sahibi, biriktirdiği parasını sahip olduğu tür seviyesine ve alışkanlıklarına göre çeşitli şekillerde elde tutmakta, bankaya yatırmakta, bir kısmını da

⁶² TMK, m.901.

⁶³ 02.07.2018 tarihli ve 700 sayılı KHK’nin 139 uncu maddesiyle, TMK’nın 913. Maddesindeki “tüzükle” ifadesi kaldırılmış olup yerine “Cumhurbaşkanınca çıkarılan yönetmelikle” ibaresi eklenmiştir.

⁶⁴ RG: 31.07.1992, S: 21301.

yatırım sahalarına aktarmaktadır.⁶⁵ Bu bağlamda ülkemizde son yıllarda sermaye piyasasında hane halkının da fon arz edicisi olarak yer alması için çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bireysel emekliliğin cazibesinin artırılmasına yönelik olarak yapılan çalışmalar da bu doğrultuda gerçekleşmiştir. Bireysel emekliliğe otomatik katılım ve yüzde 25 devlet desteği gibi düzenlemelerden de anlaşılabacağı üzere devlet BES'in geliştirilmesine yönelik düzenlemeler getirmiştir. Bunun sonucunda 2019 Ekim ayı itibarıyla BES toplam kullanıcı sayısı 6 milyar 802 bin 178 kişi iken fon tutarı toplamda 93,290,008,015 TL'ye ulaşmıştır.⁶⁶

Devlete bağlı kurumlar da Türkiye'de finans sistemi içerisinde önemli role sahiptir. Finansal sistemin gelişmesi açısından Türkiye'de SGK Reformu bazında 20 Mayıs 2006 tarihinde Resmî Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 5502 sayılı Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu uyarınca SSK, Bağ-Kur ve Emekli Sandığı tek çatı altında toplanmıştır. SSK 1963-75 döneminde biriken fazla fonların ortalama %53,9'unu tahviller, %17,2'sini krediler ve %10,9'unu sermaye piyasasına sunarak değerlendirmiştir.⁶⁷ 1971-81 döneminde T.C Emekli Sandığı biriken fonların ortalama %45,9'unu tahvillere, %17,5'ini mevduata, %8,6'sını hisse senetlerine ve %27,7'sini de sair aktiflere yatırılmak suretiyle sermaye piyasasına fon sunumu gerçekleştirmiştir.⁶⁸ BAĞ-KUR ise elinde biriken fonların %14'ünü devlet tahvillerine yatırmıştır.

2014 Sayıştay Raporu'nda ise 1,294,538,68 TL'lik menkul kıymet ve varlıklar hesabının hepsi hisse senetlerinden oluşmaktadır. Seyreden 2015 ve 2016 yıllarında ise menkul kıymet ve varlıklar hesabı 0'dır.⁶⁹

Ülke ekonomisi içerisinde sermaye piyasaları, şirketler için de giderek önemli hale gelmektedir. Nitekim TTK'nın 329.maddesinde "sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirketlerdir."⁷⁰ şeklinde tanımlanan anonim şirketlerin sayısındaki artış, finansman ihtiyaçlarının artması

⁶⁵ Cüneyt Binatlı, **Türkiye'de Devlet Tahvillerinin Faiz Rejimi**, Sevinç Matbaası, Ankara, 1974, s.53.

⁶⁶ egm.org.tr Erişim Tarihi:12.10.2019 (04.10.2019 verileri verilmiştir.)

⁶⁷ Aydın, s.96 (Aktaran: Rıza Aşıkoğlu, s.18)

⁶⁸ Aydın, s.106 (Aktaran: Rıza Aşıkoğlu, s. 19)

⁶⁹ Ayrıntı için bkz. Sosyal Güvenlik Kurumu 2016 Yılı Düzenlilik Denetim Raporu

⁷⁰ ticaretkanunu.net Erişim Tarihi: 13.10.2019

dolayısıyla sermaye piyasasından uzun vadeli fon temin edebilmek amacıyla yer almayı gerektirmektedir.

Sermaye piyasası, devletin bazı işlevlerini yerine getirebilmesi açısından önem arz etmektedir. Nitekim tarihte Osmanlı Devlet tahvilleri için 1854 tarihinden itibaren menkul kıymetler piyasası oluşmuştur.⁷¹ Cumhuriyet döneminde ilk olarak 1933 yılında iç borçlanmaya başvuran Türkiye’de, vergi gelirleri ile finanse etmenin imkânsız olduğu harcamalar finanse edilirken (savaş, büyük fon gerektiren yatırımlar vb.) günümüzde APİ olarak tanımlanan piyasaya müdahale aracı olarak da kullanılabilmektedir. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, 19 Ağustos 2016’da kabul edilen ve 26 Ağustos 2016’da yayımlanan 6741 sayılı TÜRKİYE VARLIK FONU YÖNETİMİ ANONİM ŞİRKETİNİN KURULMASI İLE BAZI KANUNLARDA DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR KANUN ile kurulmuştur. Kuruluş sermayesi 50 milyon lira olan şirketin sermayesi Özelleştirme idaresi tarafından nama yazılı hisse senetleri ile sağlanmıştır.⁷² İlk kurulduğunda Başbakanlığa bağlı olan A.Ş., Cumhurbaşkanlığı sistemine geçiş ile Cumhurbaşkanlığı’na bağlanmıştır. Özel hukuk hükümlerine tabi olan AŞ’nin amacı; “sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin (Şirket) kurulması, yönetimi ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir.” şeklinde belirtilmiştir.⁷³

Portföyünde Türk Hava Yolları A.O’nun %49,12 oranındaki hissesi, Türk Telekomünikasyon A.Ş’nin %6,68 oranındaki Hazineye ait hissesi, Ziraat Bankası’nın sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türkiye Halkbank A.Ş’nin %51,11 oranındaki hissesi, Türkiye Petrolleri A.O’nun (TPAO) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Boru Hatları ve Petrol Taşıma A.Ş’nin (BOTAŞ) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Posta ve Telgraf Teşkilatı A.Ş’nin

⁷¹ Kara, s.85.

⁷² Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, m.2/5-6.

⁷³ Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, m.1

(PTT) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türksat sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Borsa İstanbul A.Ş.'nin sermayesinin Hazineye ait hisselerinin tamamı, Milli Piyango Nakit oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ilgili daha değişik yeni oyunların yapılmasına izin verilebilecek oyunlarına ilişkin lisans 49 yıl süreyle, TCDD(İzmir Limanı devri işlemleri tamamlanıncaya kadar TCDD'nin yönetiminde kalmasına ve TCDD tarafından işletilmeye devam edilmesine karar verilmiştir.), Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.'nin sermayesinde bulunan %49 oranındaki hisse, ETİ Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin %10 oranındaki hissesi, Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (ÇAYKUR), Türkiye Jokey Kulübü 'nün yurt içinde at yarışları düzenleme, yurt içi ve dışında düzenlenen at yarışları üzerine yurt içi ve dışından müşterek bahis kabul etme hak ve yetkilerine ilişkin lisanslar, topluca 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren 49 yıl süreyle ve Mülkiyeti Hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazlar yer almaktadır. Devredilen varlıkların değeri ortalama 200 milyar doları bulmaktadır. Ancak 9 Kasım 2016'da Resmî Gazete 'de yayımlanarak yürürlüğe giren “TÜRKİYE VARLIK FONU YÖNETİMİ ANONİM ŞİRKETİNİN YAPISINA VE İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN USUL VE ESASLAR HAKKINDA KARARIN YÜRÜRLÜĞE KONULMASI HAKKINDA KARAR” ın Beşinci Bölümü, finansal tablolar ve bağımsız denetimden bahsederken Madde 18 “Şirket, kendisine ve TVF'ye ait yıllık faaliyet raporlarını Şirket internet sitesinde ilan eder. Faaliyet raporlarının içeriği yönetim kurulu tarafından belirlenir.”⁷⁴ şeklinde düzenlenmiştir. Türkiye Varlık Fonu, aktarılan fonun büyüklüğü, ülkemizde sermaye piyasasının büyüklüğü ve derinliği açısından önem arz etmektedir.

1.4.2. Türkiye Menkul Kıymetler Piyasasına Genel Bakış

Türkiye’de sermaye piyasaları açısından kapsamlı ilk düzenleme 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu’dur. Bu Kanun, 1983 yılında İMKB’yi kurmak üzere çıkarılan 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname’ye kadar ülkede borsacılık faaliyetlerini düzenleyen temel kanun olmuştur.⁷⁵ Ülkenin sermaye piyasalarının

⁷⁴ **TVF Bakanlar Kurulu Kararı**, 17 Ekim 2016, Beşinci Bölüm, m.18.

⁷⁵ Celali Yılmaz, **Osmanlıdan Günümüze Borsa, İstanbul Esham ve Tahvilat Borsası 1929-1985**, Borsa İstanbul A.Ş., Aralık 2015, İstanbul, s.19.

incelenmesinde bu düzenlemeler, sermaye piyasasının ne kadar genç bir piyasa olduğunu göstermektedir.

Menkul kıymetler piyasasının güvenli bir şekilde işlemesi için menkul kıymetler borsalarına ihtiyaç vardır. Menkul kıymetler borsalarının olmadığı piyasalarda da menkul kıymet alım satımı yapılabilmektedir. 1981 yılında Türkiye’de böyle bir durum olmuştur. Ancak menkul kıymetler borsalarının olmadığı durumda menkul kıymetler piyasasına aracılık eden kurumlar hane halkına yeterli güveni verememektedir. Hane halkı ise bu durumda tasarruflarını daha güvenli alanlara (altın, konut vs.) kanallara etmeyi tercih etmektedir. Döviz sıkıntısı çeken bir ekonomide hane halkı tasarruflarının bankalarca dövizle yönlendirilmesi ihtimaller arasındadır. Bu sebeple hane halkının tasarruflarının menkul kıymetler piyasasına aktarılması bir gerekliliktir.

Türkiye’de sermaye piyasasına ilişkin hukuki işlevi Sermaye Piyasası Kurulu yürütmektedir. 30 Aralık 2012 Tarihinde yayımlanan Sermaye Piyasası Kanunu’nun 117. Maddesinde “Bu Kanunla ve ilgili mevzuatla verilen görevleri yapmak ve yetkileri kullanmak üzere kamu tüzel kişiliğini haiz, idari ve mali özerkliğe sahip Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Kurulun merkezi İstanbul’dadır. Kurul, Kurul Karar Organı ve Başkanlık teşkilatından oluşur. Kurul, bu Kanunla ve mevzuatla kendisine verilen görev ve yetkileri kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır. Kurulun kararları yerindelik denetimine tabi tutulamaz. Hiçbir organ, makam, merci veya kişi Kurulun kararlarını etkilemek amacıyla emir ve talimat veremez.” ibaresi yer almaktadır.⁷⁶

1.4.3. Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Hukuki Yapısı

Menkul kıymetler, ihraç eden ile satın alan arasında alacaklılık ya da ortaklık ilişkisi sağlayan standart tipte, piyasada tedavül edebilen yapıda ve sahibine belli dönemlerde ilave satın alma gücü biçiminde gelir getiren kıymetli evraklardır.⁷⁷ Menkul kıymetler, fon arz ve talebinin doğrudan doğruya karşılaşmasını sağlamaktadır. Ticaretin gelişmesi ile önceleri mal veya para olarak çıkarılan senetler, şirket kavramının ortaya çıkması

⁷⁶ **Sermaye Piyasası Kanunu**, Yedinci Kısım “Sermaye Piyasası Kurulu’na İlişkin Esaslar”, m.117/1-2.

⁷⁷ Kara, s.88.

çeşitlenmiştir. Menkul kıymetlerin ortaya çıkışı, sermayenin yayılması ihtiyacı ile orantılıdır. Bir senedin menkul kıymet niteliği taşıması için:

- parayla ifade edilebilir ve değişim aracı olarak kullanılabilir olması,
- gelir getirmesi (kâr payı, faiz vb.),
- sermaye piyasası aracı olması,⁷⁸
- uzun vadeli olması, gerekmektedir.⁷⁹

Menkul kıymetler piyasasında arz ve talebi karşı karşıya getiren araçlar, menkul kıymetlerdir. Ülkemizde menkul kıymetler SPK'da düzenlenmiştir. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Yasası'na göre Sermaye Piyasası araçları, "Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını" kapsamaktadır.

Menkul Kıymetler ise "Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;

- 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını,
- 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını" kapsamaktadır.

SPK'na göre menkul kıymetler olarak sayılan belgeler şöyle sıralamaktadır:

- devlet ve özel sektör tahvilleri,
- hazine bonoları,
- tasarruf bonoları,
- gelir ortaklığı senetleri,
- hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller,
- kar/zarar ortaklığı belgeleri,

⁷⁸ SPK, m.3/o (para, çek, poliçe ve bono menkul kıymetlerden hariç tutulmuştur.)

⁷⁹ Ünal Tekinalp, "**Yeni Sermaye Piyasası Yasası Konulu Seminer**", E.İ.T.İ.A. Eskişehir, 9 Nisan 1982, (Aktaran: Aşıkoğlu, s.31/32.)

- kara iştirakli tahviller,
- ipotekli borç ve irat senetleri (tertıp halinde çıkarılan ve 2 yıldan daha uzun süreli),
- hisse senetleri ve çeşitleri,
- intifa senetleri,
- yatırım fonu katılma belgeleri.

Menkul kıymetler, sabit ve değişken getirili olarak da bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Kamu hisse senetleri, tahviller, hükümet tarafından yapılan veya hükümetçe kefil olunan borçlanmalar sabit getirili menkul kıymetlerdendir.⁸⁰ Hisse senetleri ile yatırımcılar ortaklık hakkı elde ettiklerinden getirileri de kar veya zarar etme durumuna bağlı olmaktadır. Bu sebeple hisse senetleri, değişken getirili menkul kıymetlerdendir.

Menkul kıymetler, genel tanımlamasıyla kıymetli evrak niteliği taşımaktadır. Standartlardır ve belirli bir meblağa göre düzenlenirler. Hukuki olarak belirli şekil şartlarını taşımaktadırlar ve çok sayıda ihraç edilirler. Menkul kıymetler sahibine alacaklılık ya da ortaklık hakkı verirler. Ayrıca yazılı ve piyasa değeri olan ekonomik satın alma gücü likiditesini sağlayan değerlerdir.⁸¹

Menkul kıymetler hamiline ya da nama yazılı olarak çıkarılmaktadırlar. Hamiline yazılı belgelerde alacaklılık hakkı belgeyi taşıyana aittir ve devir işlemi de teslim ile gerçekleşir. Nama yazılı belgelerde ise senedin içerisindeki hakkın devri ciro ve teslim ile gerçekleşmektedir.

Faiz, temettü kuponları ve talonlar, aksi belirtilmediği takdirde hamiline yazılı olarak kabul görmektedirler. Hisse senetleri sahibine ortaklık hakkı vermektedirler. Bu sebeple zamanaşımından etkilenmemektedirler. Ancak şirketin tasfiye olması ya da senedin itfası durumunda 10 yıllık zamanaşımı süresine tabidirler. Tahvil benzeri menkul kıymetlerde de zamanaşımı 10 yıldır. Ancak zamanaşımı süresi kuponlu ise en son kuponun vadesinden itibaren, borç itfa edilmiş ise itfa tarihinden başlamaktadır. Tahvil faiz kuponları da hisse senetleri temettü kuponları gibi 5 yıllık zamanaşımı süresine tabidirler.

⁸⁰ **Borsa Rehberi (1928), Borsa Tarihi Araştırmaları**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul-1990, s. 237.

⁸¹ Kara, s.89.

TAHVİLLER

- 1 Tahvil bir borç senedir.
- 2 Tahvil sahibi tahvil çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır.
- 3 Tahvil sahibinin bir şirkete sağladığı sermaye yabancı sermayedir.
- 4 Tahvil sahibi şirketin aktif üzerindeki alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt karından önce tahvil sahiplerine faiz ödenir. Bundan sonra, bilanço kar gösterirse hisse senetlerine temettü ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra şirketin mal varlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.
- 5 Tahvilde kesin bir vade vardır. Bu vade sonunda tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki ilişki sona erer.
- 6 Tahvilin getirisi belli ve sabittir. (Değişken faizli tahvillerde faiz oranları ancak iktisadi şartlar değiştiğinde mevzuat değişikliği ile değişebilir.)
- 7 Şirketlerin çıkarabilecekleri tahvil miktarı sınırlıdır. Tahviller mevzuatta itibari değerinin altında bir değerle (iskontolu olarak) ihraç edilebilir.
- 8 Tahvil çıkaran şirket tahvillerinin bedellerini tamamen tahsil etmedikçe ikinci tertip tahvil çıkaramazlar.
- 9 Tahviller, şirketler dışında devlet ve belediyeler gibi tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşları tarafından da çıkarılabilir.
- 10 Tahviller bir itfa planı dahilinde itfa edilir.
- 11

82

HİSSE SENETLERİ

- Hisse senedi ise bir mülkiyet senedir.
- Hisse senedi sahibi ise hisse senedini çıkaran kuruluşun ortağıdır.
- Hisse senedi sahibi şirkete belli bir oranda sahiptir. Kullandığı sermaye öz sermayedir.
- Hisse senedi satın alarak şirketin ortağı olan hak sahipleri, kendilerine tanınan tüm ortaklık haklarından yararlanabilirler.
- Hisse senedinde vade olmadığı gibi hisse senedi sahibi ile şirket arasındaki ilişki ebedidir, sadece hisse senedinin sahibi değişebilir.
- Hisse senedinin getirisi, hisse senedinin değerinde meydana gelen artış ve şirketin dağıtacağı kar payıdır. Ancak senet sahibinin hangi yıl ne kadar gelir elde edeceği hatta gelir elde edip edemeyeceği belli değildir.
- Bir şirketin çıkarabileceği hisse senedi sayısı (halka açık şirketlerde SPK izni hariç) hiçbir kayda tabi değildir.
- Hisse senetleri itibari değerinin altında bir fiyatla satılamazlar.
- Oysa bir tertip hisse senedinden henüz ödenmemiş apeller kalsa bile ikinci bir tertip hisse senedi ihraç edilebilir.
- Birer katılma payını ifade eden hisse senetleri yalnız anonim şirketler tarafından ihraç edilebilir.
- Hisse senetlerinde prensip itibariyle itfa söz konusu değildir. Ancak isteğe bağlı olarak, hisse senetlerinin bir bölümü itfa edilebilir ki, bunun anlamı sermaye azaltımıdır. Hisse senetlerinin tamamen itfası ise şirketin tasfiyesi demektir.

Şekil 2: Tahvil ve Hisse Senetlerinin Farkları **Kaynak:** S. Ünal Şakar, Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1010, Eskişehir, 1997, s.122-123.

⁸² **Kaynak:** S. Ünal Şakar, Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1010, Eskişehir, 1997, s.122-123.

2. TAHVİLİN GETİRİSİNİ ETKİLEYEN TEMEL UNSURLAR VE TAHVİLİN FİNANSAL ANALİZDEKİ YERİ

Bölüm içerisinde tahvilin faiz ve enflasyon ile ilişkisi ele alınarak tahvillerin firmaların finansal oranlarına etkileri incelenerek hisse senedi getirisi ve hisse senedi ihracının finansal oranlara etkisi ile kıyaslanmıştır.

2.1.Tahvilin Getirisinin Teorik Olarak Hesaplanması

Tahvillerin temel olarak üç çeşit getirisi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, tahvilin ilk ihraç edildiği andaki nominal faiz oranı olan kupon faizidir. İkinci getirisi, günlük getiridir. Bir örnekle açıklamak gerekirse, piyasada %7 kupon faizli tahvil 850 \$ dan işlem görüyorsa günlük getiri, $7 / 85 = \%8.23$ 'tür. Bu durumda doğal olarak iskontolu olarak satılan tahvillerin günlük getirisi tahvilin kupon faizinin üzerinde olacaktır. Tam tersi primli satılan tahvillerin ise günlük getirisi kupon faizinin üzerinde kalacaktır. Bir örnekle açıklamak gerekirse, %6 kupon faizli tahvil 110 \$ dan işlem görüyorsa günlük getirisi, $6 / 110 = \%5.45$ olacaktır. Tahvil üzerinde yazan nominal değerden işlem gördüğünde ise nominal getirisi ile günlük getirisi birbirine eşit olacaktır. Bu durumda, piyasada faiz oranı arttığında tahvillerin fiyatının nominal yani ilk ihraç fiyatının altına düşeceğinden tahvili iskontolu fiyattan satın alan yatırımcının net getirisini arttıracaktır. Son olarak tahvilin vade sonundaki getirisini bir örnekle açıklamak gerekirse; %9 faizle 5 yıl vadeli olarak 1100 \$ dan ihraç edilerek piyasaya sürülen tahvillerin fiyatı 1000 \$ a düştüğünde bu tahvili temin eden yatırımcının net getirisi şu şekilde hesaplanacaktır:

$9/100 = 9$ tahvil sahibinin günlük getirisi olacaktır. Yatırımcı vade sonuna kadar tahvili elinde tutarsa 100 \$ ek getiri alacaktır. Bu durumda 100 \$ ek getiriye 5 yıl için bölersek yıllık 20 \$ ek getiri olacaktır. Yıllık faiz ise $1100/9 = 99$ \$ olacaktır. Sonuçta yıllık net getiri $(99+20) / 1000 = \%11.9$ olacaktır.⁸³

2.2.Tahvil Getirisini Etkileyen Unsurlar

Bu bölümde tahvilin getirisi ile enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişki teorik olarak incelemeye tabi tutulmuştur.

⁸³ Erolgaç, s.32-33.

2.2.1.Enflasyon ve Tahvil Getirisi İlişkisi

Enflasyon ile finansal piyasaların gelişimi arasında sıkı bir ilişki vardır. Makul düzeydeki enflasyon oranı ile finansal gelişim arasında negatif ilişki vardır.⁸⁴Olumlu etkileri bir yana, enflasyonun en önemli olumsuz etkilerinden biri menkul kıymetler piyasasına yaptığı etkidir. Enflasyon sonucunda menkul kıymetlerin piyasa değerleri düşebilmektedir. Çünkü enflasyon, menkul kıymetlerin getirilerini belirleyen en önemli etmenlerdendir.

Enflasyon sürecinde tasarrufların konut ya da altın gibi alanlara aktarılması, bireylerin tasarruflarını koruyucu bir eylem olsa da ülke ekonomileri açısından bu durum olumsuzdur. Tasarrufların katma değer yaratmayan bu çeşit alanlara kayması ekonomide yatırımların artmasını önlemektedir.

Menkul kıymetlerin getirisi enflasyon dönemlerinde azaldığından menkul kıymetler piyasasındaki talepte de azalma meydana gelir. Dolayısı ile enflasyon, menkul kıymetler piyasasında fon arz edenlerin azalmasına sebep olduğundan sermaye piyasasının gelişmesini önleyici bir rol üstlenmektedir.

Enflasyon dönemlerinde en çok zarar gören sabit getirilerdir. Tahvillerin de faizleri sabit olduğunda enflasyon dönemlerinde aşınmaktadırlar. Hatta tahvillerin anaparaları da enflasyon dönemlerinde aşınmaktadır. Paranın satın alma gücünün düşmesi sebebi ile tahvillerin reel getirilerinde azalma meydana gelmektedir. Bu sebeple enflasyon beklentisine sahip olan tasarruf sahipleri, fonlarını tahvillere kanalize etmekten itina etmektedirler. Dolayısıyla enflasyon, hep yüksek seyrettiği Türkiye gibi ülkelerde sermaye piyasalarının gelişimi açısından çözülmesi gereken bir problem olarak gündeme gelmektedir.

2.2.2.1. Enflasyon Kavramına Genel Bakış

Enflasyon, “Fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış eğilimidir.” Türkiye’de enflasyon, tüketici ve üretici fiyat gelişmelerini gösteren ve TÜİK tarafından yayımlanan resmi endeksler ile ölçülmektedir.⁸⁵ Fiyatlar genel seviyesindeki bir defaya mahsusluk bir artış,

⁸⁴ Cahit Sönmez, **Enflasyon Hedeflemesinde Mali Piyasaların Rolü: Hisse Senedi Getirileri ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi**, İMKB, İstanbul, 2007, s. 128.

⁸⁵ tcmb.gov.tr, Erişim Tarihi: 18.11.2019

enflasyon olarak nitelendirilemez. Literatürde çok eski dönemlere kadar dayandırılan enflasyon kavramı, bugün ekonominin birçok alanına etki etmektedir. Enflasyon sonucu ulusal paranın iç pazarlardaki satın alma gücü düşerken talep artmakta ve meşhur “enflasyon enflasyonu doğurur” söylemi gündeme gelmektedir.

Enflasyon, ekonomideki birçok parametreyi etkilemektedir. Türkiye’de 2. Dünya Savaşı sonrası durgun bir ekonomi mevcuttu. Cumhuriyet’in ilanının üzerinden çok geçmemiş ve 2. Dünya Savaşı’nın da etkisi ile ekonomik meseleler arka planda kalmıştır. Bu durgun denge durumu, 1954 yılına kadar devam etmiştir. Ülkenin üretiminin büyük bir kısmını karşılayan tarımsal alandaki üretimin artmaması ve dış ticarete yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle fiyatlar genel seviyesinde artış yaşanmasına sebep olmuştur.

Türkiye’de yaşanan büyük enflasyon dönemleri:

-1940-43 yılları arası (2. Dünya Savaşı sebebi ile)

-1956-59 yılları arası (Liberal Dönem)

-1971-83 yılları arası (Asya Petrol Krizi’nin küresel boyutlara ulaşması)

-1999-2001 yılları arası (1998 yılında Rusya’da yaşanan krizin dış ticarete Türkiye’ye yansımaları, 1999 yılında yaşanan iki büyük deprem ve siyasi nedenler, nihayetinde 2001 Krizi’nin oluşmasına zemin hazırlamıştır.)

-2008 yılı (Amerika’da yaşanan Mortgage Krizi’nin küresel boyutlara ulaşması)

Türkiye’de yaşanan ekonomik krizlerin hepsi, dış faktörlerden kaynaklanmaktadır. Ülke ekonomisinin dışa bağımlı olması ise krizlerin önlenmesinde iç kaynakların kullanılmasını yetersiz kılmaktadır. Ayrıca son yıllarda enflasyon verileri iki haneli rakamlara ulaşmıştır. Bu sebeple enflasyon ekonomi içerisinde büyüyen bir sorunsal olarak devam etmektedir. Asgari ücretlere yapılan yıllık zamlar ise mevcut enflasyon verileri karşısında yetersiz kalmaktadır. 2019 yılı için asgari ücrete yaklaşık %15’lik zam yapılarak 1777,5 TL’den 2029,5 TL’ye çıkarılmıştır. 2020 yılı için ise 2326 TL olarak belirlenmiştir. ⁸⁶Gerçekleşen enflasyon verileri karşısında asgari ücretlere yapılan zamlar satın alma gücünü arttırmada yetersiz kalmaktadır. Bu durum hane halkının tasarruflarını

⁸⁶ <https://www.ailevecalisma.gov.tr/asgari-ucret/> Erişim Tarihi: 22.11.2020

olumsuz yönde etkilemekte ve dolayısıyla tasarrufların değerlendirildiği sermaye piyasaları da olumsuz yönde etkilenmektedir

Enflasyon gelişmekte olan birçok ekonomi açısından büyük bir sorunsal oluştururken, Japonya gibi bazı gelişmiş ekonomiler ise deflasyonist baskıyı azaltmak amacıyla enflasyona şiddetle ihtiyaç duymaktadırlar. Çünkü enflasyon dönemlerinde hane halkının mal ve hizmetlere olan talebi artarken ekonomide toplam talep artmaktadır. Artan talep üreticiler açısından bir motivasyon oluşturmakta ve sonuçta toplam arz da artmakta, ekonomik büyüme yaşanmaktadır. Ancak enflasyonun kaynağını oluşturan unsur da bu noktada önemlidir. Maliyet enflasyonu olarak bilinen ve mal ve hizmetlerin maliyetlerindeki artıştan kaynaklanan enflasyon üreticiler için kısa vadede kâr marjının büyük oranda azalması ve buna bağlı olarak da üretimin düşmesi anlamına gelmektedir. Enflasyonun ekonomi açısından bir sorun olmasının yanında günümüzde WTO tarafından enflasyonun yüzde 2-3 civarlarında olması, ekonomiler açısından kabul edilebilir bir durumdur. Çünkü ekonomik büyüme, biraz enflasyon gerektirmektedir.

Enflasyon, para arzı artışlarından da kaynaklanabilmektedir. Bu durumda hükümetler kalkınmanın finansmanını, para arzı artışıyla finanse ederler. Enflasyonun bu şekilde ortaya çıkışı tüketimin azalıp tasarrufun artmasına sebep olabilmektedir. Artan tasarruflar yeni yatırım alanlarına kanalize olmakta ve ekonomik büyüme sağlanabilmektedir. Tasarrufların fon talep edenlere ulaşmasında ise rolü menkul kıymetler üstlenmektedirler.

Enflasyonun hesaplanmasında çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Türkiye’de TÜFE ve ÜFE ile ifade edilmektedir. Tüketici ve üretici fiyat endekslerinin ölçümünde, belirli bir mal sepeti kullanılmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, mal sepetinde yer alan mal ve hizmetlerin ekonomi açısından önemli olmasıdır. Örneğin; hane halkının tüketiminde zorunlu mallar tasnifi içerisinde yer almayan makaron ya da pinpon topunun fiyatlarındaki artışlar hane halkı açısından önemsizdir. Ancak ekmek ya da tuz gibi zorunlu tüketim mallarının fiyatlarındaki artış hemen fark edilmektedir. Gerçeği yansıtması için fiyat endekslerine dahil edilen mal ve hizmetlerin, fiyat artışlarının daha çok hissedildiği mal ve hizmetlerden seçilmesi önemli bir husustur. Üretici fiyat endeksine dahil edilen mal ve hizmetler ise toptan eşyalardır.

TÜFE hesaplamasında kullanılan iki yöntem vardır. Bunlardan ilki, bir baz yılı seçilerek cari dönemdeki fiyatlardaki değişimler baz yılına oranlanarak hesaplanır.

Cari Yılın Fiyatları

$$\text{TÜFE} = \frac{\text{Cari Yılın Fiyatları}}{\text{Baz Yılı Fiyatları}} \times 100$$

Baz Yılı Fiyatları

Türkiye’de, 2005 yılı sonrası hesaplamalarda baz yılı olarak 2003 yılı seçilmiştir.⁸⁷ Bu durumda 2019 yılı TÜFE hesaplaması;

2019 Yılı Fiyatları

$$\text{TÜFE} = \frac{\text{2019 Yılı Fiyatları}}{\text{2003 Yılı Fiyatları}} \times 100$$

2003 Yılı Fiyatları

Olarak bulunacaktır. ÜFE de aynı formülle hesaplanmaktadır.

2019 Yılı Toptan Eşya Fiyatları

$$\text{ÜFE} = \frac{\text{2019 Yılı Toptan Eşya Fiyatları}}{\text{2003 Yılı Toptan Eşya Fiyatları}} \times 100$$

2003 Yılı Toptan Eşya Fiyatları

Enflasyon hesaplamasında baz yıla göre fiyat değişimlerinin hesaplandığı endeksin yanında, dinamik bir yöntem olan bir önceki yıla göre hesaplama yöntemi de mevcuttur. Bu yöntemde cari yıl için endeks hesaplaması, bir önceki yıla göre yapılmaktadır. Böylece her yıl endeksi, bir önceki yıla göre yapılmaktadır. Bu yöntemle göre 2019 yılı için enflasyon hesaplaması;

2019 Yılı Fiyatları

$$\text{TÜFE} = \frac{\text{2019 Yılı Fiyatları}}{\text{2018 Yılı Fiyatları}} \times 100$$

2018 Yılı Fiyatları

⁸⁷ www3.tcmb.gov.tr, Erişim Tarihi:20.11.2019

2019Yılı Toptan Eşya Fiyatları

ÜFE = _____ ×100 olarak hesaplanmaktadır.

2018 Yılı Toptan Eşya Fiyatları

Yıllar	Baz Yılı Esaslı Fiyat Endeksi (2003=100)	Zincirleme Esaslı Fiyat Endeksi	Enflasyon Oranı
2011	192.67	104.9	4,9
2012	213.12	110.61	10.61
2013	228.70	107.30	7,31
2014	246.42	107.75	7.75
2015	264.27	107.24	7.24
2016	289.58	109.58	9.58
2017	316.28	109.22	9.22
2018	349.00	110.35	10.35
2019	420.03	120.35	20.35

Şekil 3: Fiyat Endeksi Verileri

Kaynak:1) https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_14

2) <http://www3.tcmb.gov.tr/enflasyoncalc/enflasyonyeni.php>

Erişim Tarihi: 20.11.2019

Şekil 3'te görüldüğü üzere Türkiye'de enflasyon yüksek bir seyir izlemekte ve son yıllarda çift haneli rakamlara ulaşmıştır. Enflasyonun yüksek seyretmesi tahvillerin anapara ve faiz getirilerini aşındırarak tahvil piyasası işlemlerini olumsuz etkilemektedir. Satın alma gücü açısından ölçüldüğü üzere, bir menkul kıymetten kaynaklanan nakit akışlarının değerindeki değişim nedeniyle enflasyon riski ortaya çıkmaktadır.⁸⁸ Ayrıca enflasyon hane halkı tasarruflarını da azaltarak hane halkının tahvil yatırımlarını azaltmaktadır. Şirketler ve devlet açısından ise bu durum kaynak bulmakta birtakım

⁸⁸ Frank J. Fabozzi, **Bond Markets, Analysis and Strategies**, Prentice Hall International Editions, 3. Edition, New Jersey, 1996 s.7.

sorunları beraberinde getirmektedir. Bu açıdan bakıldığında enflasyonun tahvil piyasasına etkisi olumsuz olmaktadır.

2.2.2.2. Enflasyonist Ortamda Tahvil Getirilerinin Belirlenmesi

Enflasyon ekonomik birimler için belirsizlik oluşturmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki artış, paranın değerini aşındıracağından enflasyonist beklentiye sahip bir fon arz edicisi açısından elde edilen faiz, enflasyonist etki ile aşınabilmektedir. Dolayısıyla enflasyonun faiz oranlarına etkisi oldukça fazladır. Enflasyonist dönemlerde faiz oranları da belirsizleşmektedir. Enflasyon ortamında faiz oranının düşük olması, enflasyonu arttırıcı işlev görmektedir. Hem enflasyonun hem de faiz oranının tahvillerin getirisi üzerine etkisi vardır.

Klasik iktisat ekolünün enflasyona ilişkin teorileri dayanağını miktar teorisinden almaktadır.

$M.V=P.T$ olarak ifade edilen formüle faiz oranı da dahil edildiğinde tam istihdam ve paranın dolaşım hızının sabit olduğu varsayımları altında:

$$(M+i). V = (P+i). T^{89} \quad (1)$$

M= dolaşımdaki para miktarı

i= faiz oranı

V= paranın dolaşım hızı

P= fiyatlar genel düzeyi

T= işlem hacmi

Formüle göre faiz oranındaki artış fiyatlar genel seviyesini de arttıracak ve eşitlik yine sağlanmış olacaktır.

$$\dot{I}_t = r_{it} + \pi_t^e \quad (2)$$

i_t = nominal faiz oranı

r_{it} = reel faiz oranı

⁸⁹ Akdiş, s.69.

π_t^e = beklenen enflasyon

Fisher Denklemi olarak literatüre geçen formül ile Fisher, “The Theory of Interest” adlı çalışmasında fiyatlardaki değişikliklerle tahvillerin getirileri ve kısa vadede faiz oranlarındaki değişimleri inceleyerek fiyatlardaki değişimlerin faiz oranlarını etkilediğini ortaya koymuştur.⁹⁰ Yine William E. Gibson tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre de ABD’de enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde faiz oranlarına etkisinin çok, düşük olduğu dönemlerde ise etkisinin az olduğu ortaya konmuştur.⁹¹

Tahvillerin getirisi olan faiz sabit olduğundan faiz oranlarında bir artış olacağı beklentisine sahip tahvil sahipleri ellerindeki tahvilleri ikincil piyasada satmak isteyeceklerdir. Ancak arz-talep kanunu uyarınca yeni ve daha yüksek faiz ile piyasaya sürülen tahviller tercih edilecektir. Bu durumda daha düşük faiz oranına sahip tahvillerin fiyatları düşecektir. Dolayısıyla tahvil fiyatları ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki vardır.

$$\text{Tahvil Fiyatı (cari dönemdeki)} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + i)^n} \quad (3)$$

(3) numaralı eşitlikte i (faiz oranı) yerine (2) numaralı eşitlikteki i^t (nominal faiz oranı) yazıldığında:

$$\text{Tahvil Fiyatı (cari dönemdeki)} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + r_t + \pi_t^e)^n} \quad (4)$$

Denkliği oluşmaktadır. Böylece reel faiz oranlarındaki artış ya da beklenen enflasyondaki artışlar nominal faiz oranını arttırmakta ve tahvil fiyatı düşmektedir.

⁹⁰Fisher, 1930: 310-311 Akt: Fuat Lebe, “Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi”, Cilt:31, Sayı:1, 2016, s.97.

⁹¹William E. Gibson, “Interest Rates and Inflationary Expectations; New Evidence”, The Amerikan Economic Review, (December 1972), s. 854, Akt: Aşıkoğlu, s.82.

Ekonomik aktörlerin enflasyon beklentileri, geçmiş dönemlerdeki enflasyon verilerinden hareketle oluşmaktadır. Bu sebeple fiyatlar genel seviyesindeki volatilité, faiz oranlarına ve tahvil ihracına etki etmektedir. Enflasyon dönemlerinde tasarrufların değeri aşındığından fon kullandıranlar açısından faiz oranının, bu aşınmayı da içerecek şekilde olması gerekmektedir. Yani faiz oranı; enflasyon ve riski de içerecek şekilde oluşmalıdır. Tasarruf sahiplerinin fonları ancak bu şekilde verimli bir değerlendirmeye ulaşmış olmaktadır.

2.2.2.3. Türkiye’de Enflasyon ve Tahvil Getirisi İlişkisi

Tahvile yatırım yapanlar, tahvile ayırdıkları tasarrufları ile hisse senetlerini satın almamakla ihraççının gelecekte büyümesiyle sağlanabilecek kardan vazgeçmiş olmaktadır. Satın alma gücü riski ve faiz oranı riskini kabullenmekte, ortaklığın iflas dolayısıyla tasfiyesi halinde tahvil sahibinin alacakları; rehinli alacaklardan, iflas masasının giderlerinden, amme alacaklarından, özel kanunlarla kabul edilen imtiyazlı alacaklardan ve adi imtiyazlı alacaklardan sonra ödenmekte, bütün bunlara karşılık yatırımcılar tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde ödeneceğinden emin olmak istemektedirler.⁹² Ancak tahvilin vade sonundaki getirisi, enflasyonist etkiler taşıyan ekonomik koşullarda önemli hale gelmektedir. Enflasyon tahvillerin faiz getirisini olumsuz yönde etkilediği gibi anaparada da aşınma söz konusu olmaktadır. Bu durumda fon sahiplerinin enflasyon koşullarını da dikkate alarak yatırım yapmaları önem arz etmektedir.

Türkiye, enflasyonun yüksek seyrettiği ülkelerdendir. Enflasyonun tahvillerin faiz getirileri ile anapara ödemelerini dahi aşındırdığı daha önceki bölümde belirtilmişti. Bu kapsamda Türkiye’de tahvillerin değerinin de enflasyon ile aşındığı söylenebilir. Bu durum tahvil yatırımcılarını bir alternatif olan döviz cinsinden getiri sağlayan tahvillere itebilir. Ya da daha yüksek getiri sağlayan enstrümanlara talep artacaktır. Daha kötü senaryoda ise finansal istikrarın olduğu gelişmiş ekonomilerin finansal sistemine aktarılması düşünülebilir. Fon arz edenlerin tasarruflarını başka ekonomilere aktarması

⁹² A. Gültekin Karaşin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 4, İkinci Baskı, Ankara, 1987, s. 39.

ise ülkeden sermaye çıkışı demektir ve Türkiye gibi sermaye sıkıntısı çekmekte olan bir ülke için bu, istenmeyen bir durumdur.

2.2.2. Faiz Oranı ve Tahvil Getirisi İlişkisi

Faiz oranı tahvillerin reel değeri üzerindeki etkisi sebebiyle incelenmesi gereken bir husustur. Uygulama olarak kökleri ilk çağa kadar uzanan faiz, birçok dinde yasak kılınmıştır. Uzun bir dönem gelir dağılımında adaletsizlik yaratması sebebiyle filozoflar tarafından da karşı durulan faiz, Avrupa'da kilisenin baskısının azalması sonucu yaygınlaşmaya başlamıştır.⁹³

2.2.2.1. Faiz Kavramına Genel Bakış

Ekonomi ilminde faiz, sermaye sahibinin üretimden aldığı pay veya sermayenin başkasına bir süre için ödünç verilmesi karşılığında ödenen bir fiyat olarak tanımlanmaktadır.⁹⁴ Alacaklı (fon arz edicisi) açısından faiz, ödünç verilmiş paranın geliridir.⁹⁵ Ödünç verilebilir fonlar piyasasında denge durumundaki fiyat düzeyi olarak da tanımlanan faiz oranı, ekonomiler üzerinde oldukça etkilidir. Özellikle tahvillerin fiyatını ve getirisini belirlediğinden oldukça önem arz etmektedir. Halk dilinde paranın kullanım bedeli olarak da ifade edilen faiz getirisi, ödünç verenlerin ödünç verdikleri fonların karşılığında bir kazanç elde etme isteğini göstermektedir. Nitekim faiz fon arz edenler açısından bir motivasyon kaynağıdır. Çünkü fon sahibi diğer yatırım alanları ile faiz getirisini kıyaslayarak bir karar vermektedirler.

2.2.2.2. Faiz Oranı Değişmesinin Tahvil Getirisine Etkisi

Tahvillerin getirisini etkileyen enflasyonun olumsuz etkisinin giderilmesi için faiz oranının enflasyona göre ayarlanmış olması gerekmektedir.

Enflasyona göre ayarlanmış faiz oranı hesaplaması aşağıdaki gibidir.

A= paranın cari dönemdeki satın alma gücüyle ifade edilmiş yatırım miktarı

⁹³Muhammed Akdiş, **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Ankara, 1995, s.5-20.

⁹⁴Cihangir Akın, **Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma**, İstanbul, Kayıhan Yayınları, 1986. (Akt: Muhammed Akdiş, **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Ankara, 1995, s. 6.)

⁹⁵Feridun Ergin, **Para ve Faiz Teorileri**, İstanbul Üniversitesi Yayınlarından No: 2752, İktisat Fakültesi No: 465, İstanbul, 1981, s.252.

ri_t = enflasyonun olmadığı ekonomi koşullarında faiz oranı

π_t^e = beklenen enflasyon

R = enflasyona uyarlanmış faiz oranı

$$\frac{A}{(1+R)^n} = \frac{A}{(1+ri_t)^n \cdot (1+\pi_t^e)^n}$$

$$A \cdot (1+ri_t)^n \cdot (1+\pi_t^e)^n = (1+R)^n \cdot A$$

$$(1+ri_t)^n \cdot (1+\pi_t^e)^n = (1+R)^n$$

$$1 + R = 1 + \pi_t^e + ri_t + r_t \cdot \pi_t^e$$

$$R = ri_t + \pi_t^e + ri_t \cdot \pi_t^e$$

Enflasyona indirgenmiş faiz oranı (R) ile fon sahipleri, fonlarını kullandırmaları sonucu karşı karşıya kalacakları enflasyonun etkisinden korunmuş olacaklardır.

Tahvil faiz oranlarının R olduğu piyasa koşullarında reel faiz oranı (ri_t) şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$ri_t = \frac{(1+R) - (1+\pi_t^e)}{(1+\pi_t^e)}$$

Tahvil alıcıları fonlarını tahvile yönlendirirken bir faiz getirisi elde etmek istemektedirler. Ancak tahvil faizleri sabit niteliktedir. Enflasyonun olmadığı ekonomi koşullarında tahvilden sağlanan getiri aşınmamakta, reel getiri ile nominal getiri birbirine eşit olmaktadır.

$$R = ri_t + 0 + ri_t \cdot 0$$

$$R = ri_t$$

⁹⁶ Richard Roll, "Interest Rates on Monetary Assets and Commodity Price Index Changes", The Journal of Finance, (May 1972), s.254, Akt: Aşıkoğlu, s.84.

Fakat enflasyonist etkilerin olduğu riskli ekonomilerde tahvillerin nominal ve reel değeri birbirinden farklı olmaktadır. Yukarıdaki formülde de bu farklılığı ortadan gidermek için faiz oranına eklenmesi gereken enflasyon yer almaktadır.

Enflasyonun olmadığı koşullarda nominal ve reel faiz oranı birbirine eşit olmaktadır. Beklenen enflasyonun %30 olduğu durumda ise reel ve nominal faiz değerleri arasında, beklenen enflasyon kadar fark oluşacaktır. Reel faiz oranının ise %40 olduğu varsayımı altında;

$$\pi_t^e = \%10$$

$$r_{it} = \%20$$

$$R = r_{it} + \pi_t^e + r \cdot \pi_t^e$$

$$R = (0,20) + (0,10) + (0,20 \cdot (0,10))$$

$R = 0,32$ %10'luk enflasyon koşullarında tahvilin olması gereken faiz oranını ifade etmektedir.

Örneğin, bir yatırımcı 20.000 TL tasarrufu ile 5 yıl vadeli, faiz oranı %20 olan devlet tahvilini satın almıştır. Faiz oranının 5 yıl için de sabittir. Vade sonunda alınacak anapara, yıllara göre faiz ödemesi ve ilk yatırılan tutar şu şekildedir:

Vade	yıl	yıl	yıl	yıl	yıl
Anapara(20.000)	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000+20.000

Tahvil yatırımcısı bu koşullar altında her yıl 4.000 TL olmak üzere 5 yılda totalde 20.000 TL faiz getirisi elde edecektir. Ancak fiyatlar genel seviyesinde artış olması durumunda, tahvilin getirisi %20'in altında gerçekleşecektir.

Ekonomide enflasyonun %10 düzeyinde gerçekleşmesi durumunda, tahvilden sağlanan faizin reel faize dönüşmesi sonucu getiri şu şekilde olacaktır.

$$(1+R) - (1 + \pi_t^e)$$

$$r_{it} = \frac{(1+R) - (1 + \pi_t^e)}{(1 + \pi_t^e)}$$

$$(1 + \pi_t^e)$$

$$(1 + 0,20) - (1 + 0,10)$$

$$r_{it} = \frac{1 + 0,20}{1 + 0,10} - 1$$

$$(1 + 0,10)$$

$r_{it} = 0,09$ olmaktadır.

Vade	yıl	yıl	yıl	yıl	yıl
Anapara(20.000)	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800+20.000

Nominal faiz geliri reel faize dönüştüğünde tahvil yatırımcısı toplamda 5 yıl için 9.000 TL faiz geliri elde etmektedir. Bu durumda tahvilin reel getirisinin değerinin korunması için enflasyona uyarlanması gerekmektedir. $R = \%32$ seviyesinde uygulanacak faiz oranı ile tahvil getirisi aşağıdaki şekilde olacaktır.

Vade	yıl	yıl	yıl	yıl	yıl
Anapara(20.000)	6.400	6.400	6.400	6.400	6.400+20.000

5 yıl için toplam faiz getirisi (5×6.400) 32.000 TL olması beklenirken 20.000 TL elde edilmesi durumunda tahvil sahibi $32.000 - 20.000 = 12.000$ TL enflasyon sebebi ile zarara uğramıştır.

2.2.2.3. Türkiye’de Faiz Oranı ve Tahvil Getirisi İlişkisi

Türkiye gibi enflasyonun yüksek seyrettiği ülkelerde faiz oranlarının yüksek olması gerekmektedir. Ancak ülkede son yıllarda özellikle düşük faiz oranı uygulaması enflasyonu daha da körüklemekte ve tahvillerin cazibesinin de yitmesine neden olmaktadır. Bu durumda yatırımcıların değişken faizli tahvilleri tercih etmesi beklenebilir. Ancak gelecekteki faiz oranı belirsiz olduğundan ve faizlerin daha da düşeceği beklentisi piyasalara hâkim olduğundan değişken faizli tahviller bir çözüm önerisi olmaktan çıkmaktadır.

2.3.Tahvilin Finansal Analizlerdeki Yeri

Bu bölümde tahvilin şirketler hakkında fikir sahibi olmakta en çok faydalanılan finansal oranlar üzerindeki etkisi incelenmiştir.

2.3.1. Tahvil İhracının Finansal Tablo Analizindeki Yeri

Şirketler, faaliyetlerinin etkinliğini ve başarısını ölçebilmek, geleceğe dair planlar hazırlayabilmek, üretecekleri mal ve hizmetlerin fiyatlama politikasını oluşturabilmek ve faaliyetlerini kontrol edebilmek için finansal analiz yapmaktadır. Ancak mali tablolarda yer alan mevcut verilerden çok bu veriler arasında oluşturulan oranlar(rasyo) daha anlamlı sonuçlar vermektedir.⁹⁷ Mali tablo analizleri, şirketlere borç verenler, yatırımcılar ve denetim kuruluşlarının şirketler hakkında bilgi edinmede kullandıkları araçlardandır. Mali tablo analizleri içerisinde birçok yöntem bulunmaktadır. Ancak tezin içeriği tahvil ve hisse senetleri olduğundan bu bölümde yalnızca hisse senetleri ve tahvillerin ihracının finansal oranlara etkisi ele alınacaktır.

Tahvil ihracı şirketlere uzun vadeli borçlanarak kaynak sağlama imkânı sunmaktadır. Türkiye’de şirketler açısından uzun vadeli borçlanma oldukça zordur. Özellikle bankalar ve diğer borç veren kurumlar şirketlere borç verirken vade uzadıkça risk de arttığından kısa vadeli borç verme yoluna gitmektedirler. Ancak yatırımlar uzun vadelidir. Yani şirketler ekonomiye katma değer yaratırken öncelikle buldukları kaynaklarla yatırımlarını finanse etmekte, ancak yatırımın getirisinin işletmelere bütün maliyetler düştükten sonraki kalan kısmı ile ifade edilen kazancın pozitif dönmeye için de belli bir zaman gerekmektedir. Dolayısıyla nakit akışında yaşanacak sorunlara karşı işletmeler kısa vadede aksiyon almakta zorlanabilmektedirler. Oysa uzun vadeli borçlanma şirketlere yatırımların getirisinin tüm maliyetler düştükten sonraki halinin pozitif dönüşmesi için gerekli zamanı temin etmektedir. Öte yandan yatırımcılar hisse senedi alarak şirketten her dönem temettü alırlarken tahvillerde yatırımcı – borç veren – ve borç alan şirket arasındaki hukuki ilişki vade sonuna kadardır. Faiz ödemesi brüt kardan düşülür.

Finansal tablo analizinde şirketlerin kısa vadeli borçları ödeme gücü o dönemki likit varlıkları ile ifade edilirken uzun vadeli borçlar şirketin gelecek dönemlerdeki karlarına,

⁹⁷ Hünkar İvgen, **Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri için Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları Borsa Dizisi No:1, 2003, İstanbul, s. 16

hatta duran varlıkların satışı ile bile mümkün olabilmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde uzun vadeli borçlanma şirketler açısından önem arz etse de bankalar kredi verirken daha önce de belirtildiği gibi şirketlerin kısa vadeli borçları ödeme gücünü dikkate almaktadırlar. Belirli bir sınıra gelen işletmelere ise kısa vadeli dahi borç vermekten kaçınmaktadırlar. Tahvil ihracı ise şirketlere uzun vadeli finansman sağlarken faize, enflasyona dayalı ya da kupon ödemeli olarak imal edilebiliyor olması tahvile esneklik kazandırmakta ve şirketlere bu borçlanmanın yatırımların finanse edildikten sonraki süreçte maliyetlerin de düşülmesi suretiyle pozitif etkisinin görülmesi için yeterli süreyi verebilmektedir.

Tahvil ihracı, şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynaklar kalemine eklenmek suretiyle hazır değerler kalemine etki etmektedir.

XYZ A.Ş. 2020 Ocak ayında toplam 200.000 TL'lik 2 yıl vadeli %10 faizli tahvil ihraç etmiştir. Söz konusu tahviller için 20.000 TL faiz ödenecektir. Anapara ve faiz ödemeleri vade sonunda yapılacaktır.

Mad. No	AÇIKLAMA	BORÇ	ALACAK
1	01.01.2020 102 Bankalar Hesabı 405 Çıkarılmış Tahviller Hesabı Tahvil ihraç edilmesi	200.000	200.000
2	31.12.2020 780 Finansman Giderleri Hesabı 481 Gider Tahakkukları Hesabı İhraç edilen tahvillere faiz tahakkuk etmesi	20.000	

			20.000
3	31.12.2021		
	780 Finansman Giderleri Hesabı	20.000	
	481 Gider Tahakkukları Hesabı		20.000
	İhraç edilen tahvillere faiz tahakkuk etmesi		
4	31.01.2021		
	481 Gider Tahakkukları Hesabı	40.000	
	381 Gider Tahakkukları Hesabı		40.000
	Uzun vadeli hesabın kısa vadeli hesaba aktarılması		
5	31.12.2021		
	405 Çıkarılmış Tahviller Hesabı	200.000	
	304 Tah. Anapara Borç Tak. Ve Faiz Hesabı		200.000
	Tahvil anapara ödemesinin vadesinin 1 yılın altına düşmesi		
6	01.01.2022		
	304 Tah. Ana Para Tak. Ve Faiz.	200.000	
	780 Finansman Giderleri	40.000	
	102 Bankalar Hesabı		240.000
	Tahvil ve faiz geri ödemesi		

--	--	--	--

98

$$1 \text{ yıllık faiz tutarı} = (200.000 \times 10 \times 12) / 1.200$$

$$= 20.000 \text{ ₺}$$

Görüldüğü üzere tahvil ihracı uzun vadeli kaynak sağladığından şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynaklar kaleminde yer almaktadır. Şirketler açısından değerlendirildiğinde kısa vadeli yabancı kaynaklara nazaran uzun vadeli yabancı kaynakların oranının fazla olması olumlu bir göstergedir. Çünkü reelde uzun vadeli borç bulmak pek de kolay değildir. Bu anlamda tahviller uzun vadeli borçlanma aracı olması sebebiyle şirketlerin borç yapıları içerisinde olumlu bir izlenim yaratmaktadır. Ancak vade uzadıkça risk arttığından tahvillerin faiz oranları da artmaktadır. Faiz ödemesi şirketler açısından gider olarak muhasebeleştirilerek finansman giderleri hesabında yer almaktadır. Bu durumda vade ne kadar uzun olursa olsun yüksek faiz ödemeli tahvil ihracı da olumlu bir izlenim yaratmamaktadır. Olası yatırımcılar ya da borç verenler böylesi bir durumda şirketin finansal tablolarındaki diğer göstergelere yönelmektedirler. Şirketin varlık durumu incelenecek ve uzun vadeli borçları ödeme durumu da göz önünde tutulacaktır. Ancak tahviller, devamlı sermayeyi arttırması sebebiyle şirketlerin borçlanma yapısı içerisinde önemli bir rol oynamaktadır. (Devamlı sermaye= öz kaynaklar + uzun vadeli yabancı kaynaklar)

2.3.1.1.Likidite Oranları

Likidite oranları, şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödemedeki gücünü göstermektedirler.

Cari Oran

Cari oran, şirketlerin kısa vadeli yabancı kaynakları ödeme gücünü göstermektedir.

⁹⁸ Ünkaya, Aslan, s.271-273.

Dönen Varlıklar

$$\text{Cari oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Görüldüğü üzere tahvil ihracı şirketlere para girişi sağlamaktadır. Bu suretle şirketlerin dönen varlıklar kalemi artmakta ve cari oranı da artmaktadır. Ayrıca tahvil ihracı bir borçlanma aracı olarak şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynaklar kaleminde yer almaktadır. Bu durumda şirketlerin ilk tahvil ihracında cari oranlarını artırmaktadır. Ancak tahvilin anapara ödemesi yaklaştığında, yani anapara ödemesinin 1 yılın altına düşmesi durumunda uzun vadeli olan borç, kısa vadeli hale gelerek muhasebeleştirilmektedir. Bu durumda tahvil ihracı şirketlerin cari oranını uzun vadede iyileştirirken borç kısa vadeli hale geldiğinde cari oranın paydasında yer alacağından cari oranı azaltacaktır. Bu da nakit sıkıntısı içerisinde olan şirketler açısından uzun vadede tahvil ihracını, nakit yaratmada önemli bir sermaye piyasası enstrümanı haline getirmektedir.

Türkiye, şirketlerin genel olarak borçlanarak finansman sağlamada zorlandığı ekonomilerden olmakla birlikte likit varlıkların az olduğu şirketler açısından bakıldığında cari oranın artması, şirketlerin likit varlıklarını arttırmaktadır. Bu durumda şirketlerin nakit akışını daha sağlıklı bir görünüme kavuşturacaktır.

Asit test (Likidite) Oranı

Asit test oranı şirketlerin stoklara bağımlılığını gösterdiğinden üretim ya da perakende işletmeler açısından önem arz etmektedir.

$$\text{Asit test oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler} + \text{Ticari Alacaklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Ya da,

Dönen Varlıklar- Stoklar

Asit test oranı = _____

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Tahvil ihracı dönen varlıklar sınıfı içerisindeki hazır değerler grubunu arttırdığından işletmelerin nakit oranını da arttırmaktadır. Yine tahvil ihracı ilk anda uzun vadeli yabancı kaynaklar sınıfında yer alacağından nakit oranına kısa vadede olumlu etkisi olacaktır. Ancak anapara ve faiz ödemesinin vadesi 1 yılın altına düştüğünde uzun vadeli olan borç kısa vadeli hale gelecek, şirketten nakit çıkışı olacak ve asit test oranının paydasını artırarak payını azalttığından azalmasına neden olacaktır.

Nakit Oranı

Nakit oranı şirketin en likit varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynakları ödeme oranını göstermektedir.

Hazır Değerler + Menkul Kıymetler

Nakit Oranı = _____

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Nakit oranı şirketlerin en likit varlıklarını gösterdiğinden oldukça önemlidir. Tahvil ihracı şirketin kısa vadede hazır değerler kalemini arttırmaktadır. Paydada yer alan kısa vadeli yabancı kaynaklar sınıfında herhangi bir değişiklik olmadığından nakit oranını arttırmaktadır. Ancak tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin 1 yılın altına düşmesi durumunda şirketten para çıkışı olacaktır. Bu durumda uzun vadede nakit oranı olumlu etkilenecek, ancak vade sonu yaklaştıkça azalacak ve vade sonunda eski haline gelecektir. Buradan şirketin tahvil ihracından sağladığı finansmanı etkin kullanıp kullanmaması

sonucuna şu şekilde ulaşılabilir. Sayısal olarak vade sonunda nakit oranı diğer değişkenler sabitken aynı olmalıdır. Bu, şirketin tahvilden sağladığı finansmanı etkin kullanmadığını göstermektedir. Ancak vade sonunda şirketin nakit oranında tahvil ihracından önceki oranına göre nispi azalma ya da hatta artma söz konusu ise şirket tahvil ihracı ile sağladığı finansmanı etkin kullanmış demektir.

2.3.1.2. Mali Yapı (Finansal Yapı) Oranları

Finansal yapı oranları şirketlerin varlık-kaynak yapısının göstergeleridir. şirketlerin varlıklarını finanse etmede yabancı kaynakların ve öz kaynakların yerini göstermektedirler

Finansal Kaldıraç Oranı

Finansal kaldıraç oranı şirketlerin varlıklarının ne kadarının yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir.

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Aktif (Pasif)}}$$

Tahvil ihracı işletmelerin uzun vadeli yabancı kaynaklarını arttıracadından toplam yabancı kaynakları da artacak ve sonuçta finansal kaldıraç oranı da artacaktır. Bu oranın genel olarak %50 olması beklenirken daha sağlıklı sonuçlar için sektör ortalamasına bakılmaktadır. Örneğin, gıda sektörünün ortalamasının %40 olduğu varsayımıyla A işletmesinin finansal kaldıraç oranının %50 olması şirketin finansman riski olduğunu gösterebilir. Bu oran şirketlerin finansmanda % kaç borçlanmadan faydalandığını gösterdiği için tahvil ihracı ortalamanın ya da istenenin üzerine çıkmasına sebep olabilir.

Finansman Oranı

Finansman oranı, şirketlerin pasif tarafta öz kaynaklarının oranını göstermektedir.

Öz kaynaklar

$$\text{Finansman Oranı} = \frac{\text{Öz kaynaklar}}{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}$$

Toplam Yabancı Kaynaklar

Tahvil ihracı, şirketlerin toplam yabancı kaynaklarını arttırdığından ve finansman oranı da öz kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı olduğundan finansman oranının düşmesine sebep olabilmektedir. Bu oranının genel olarak %50 olması beklenmektedir. Ancak sağlıklı sonuçlar için sektör ortalaması dikkate alınmaktadır. Sektör ortalamasının altında kalan finansman oranı şirketin borçlanarak finansmana gittiğini göstermektedir. Çünkü şirketin toplam yabancı kaynakları öz kaynaklarından daha fazladır. Bu durum ise şirketin öz kaynak yapısının iyi olmadığını gösterebilir. Oranın yüksek çıkması ise şirketin öz kaynak finansmanına gittiğini ve öz kaynak yapısının iyi olduğunu göstermektedir.

Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı

Duran varlıkların devamlı sermaye ile karşılanan kısmını göstermektedir.

$$\text{Devamlı Sermaye} = \text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar} + \text{Öz Kaynaklar}$$

Duran Varlıklar

$$\text{Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı} = \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Devamlı Sermaye}}$$

Devamlı Sermaye

Devamlı sermaye uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynakların toplamıdır. Tahvil ihracı uzun vadeli yabancı kaynakların artmasına sebep olarak devamlı sermayeyi de arttırmaktadır. Bu durumda tahvil ihracı devamlı sermayeyi arttırmak suretiyle bu oranın azalmasına neden olmaktadır.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı

Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranını ifade etmektedir. İşletmelerin toplam kaynak yapısı içerisinde uzun vadeli borçlanmaya kısa vadeli borçlanmaya göre ağırlık vermesi istenen ve beklenen bir durumdur. Ancak bu oranın istenenden yüksek olması, şirketin finansmanda kısa vadeli yabancı kaynaklara yöneldiğini göstermektedir. Bu durum ise şirketin finansman riskini göstermektedir. Tahvil ihracı ile oran azalacaktır. Ancak daha sağlıklı bir sonuca ulaşmak için diğer göstergelerin de incelenmesi gerekmektedir.

Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı

Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranını ifade etmektedir. Oranın yüksek olması şirketin finansmanda uzun vadeli yabancı kaynaklara ağırlık verdiğini göstermektedir. Tahvil ihracı uzun vadeli yabancı kaynakları arttırmak suretiyle bu oranın artmasına sebep olmaktadır. Bu durumda toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli kaynakları yüksek olan şirketler için tahvil ihracı uzun vadeli yabancı kaynakları arttırmak suretiyle borçlanma yapısını iyileştirecektir.

2.3.4. Hisse Senedi Getirisinin Tahvil ile Kıyaslanması

Pay piyasasında temettü getirisi elde edebilen yatırımcılar, tahvile yatırım yaptıklarında ise sabit bir faiz getirisi elde edebilme olanağına sahip olabilmektedirler. Ancak pay piyasasında fiyatlar siyasal, ekonomik, genel sağlık durumu gibi nedenlerden etkilenmektedir. Pay senedi sahipleri kara ve zarara iştirak ettiklerinden piyasaların volatil olduğu dönemlerde zarar durumu ile de karşı karşıya kalmaktadırlar.

Hisse senetlerinin temettü getirisi dışında rüçhan hakkı satışından elde edilen gelir ve hisse senedinin değerinde yaşanan artış olmak üzere başlıca üç getirisi vardır.^{99 100}Önceki bölümlerde temettü getirisine ilişkin teorik detaylandırma yapılmıştı. Bu sebeple bu konu başlığı altında hisse senedinin fiyatının artması suretiyle getirisi örneklenmiştir.

⁹⁹ Nurdan Aslan, **Finansal Piyasalar, Kurumlar ve Araçlar, (Uluslararası ve Türk Finans Piyasalarının gelişimi)**, s. 74.

¹⁰⁰ Hülya Kanalı, **Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler**, Sermaye Piyasası Kurulu, İlk Baskı: Temmuz 1997, Ankara, s.31.

Yatırımcılar, hisse senedinin fiyatındaki artıştan kar etmeyi kısa vadeli-gün içi alım satımlarla- yapabileceği gibi uzun vadeli olarak da amaçlayabilir. 12 Mart 2020 tarihinde borsadaki fiyat marjlarında değişiklik yapılarak %20 olan tavan ve taban fiyat uygulaması %10'a çekilmiş ve devre kesici uygulamasında ise sınırı %10'dan %5'e çekilmiştir.¹⁰¹ Yani hisse senedi fiyatları gün içi en çok %20 artıp düşebilirken bu oran, %10 seviyesine çekilmiştir. ¹⁰² Bu durum sermaye kazancını azaltmıştır.

Sermaye kazancı olarak ifade edilen piyasa değerindeki artıştan kaynaklı karlılığı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır¹⁰³;

$$\text{Elde Tutma Dönemi Getirisi} = \frac{\text{Cari Gelir} + \text{Sermaye Kazancı/Kaybı}}{\text{Alış Fiyatı}}$$

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{PBT_t}{P_{t-1}}$$

R_t = hisse senedinin t dönemindeki getirisi

P_t = t senedin t dönemindeki satış fiyatı

P_{t-1} = hisse senedi alış fiyatı

PBT_t =temettü getirileri

Hisse senedinin getirisini bir örnekle açıklamak gerekirse,

GSRAY hisse senedinin 21.02.2020 tarihinde kapanış fiyatı 3,00 ₺ idi. 23.02.2020 tarihinde Fenerbahçe'yi 3-1 mağlup eden Galatasaray hissesinin fiyatı, 24.02.2020'de

¹⁰¹ <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-devre-kesici-tetikleme-orani-degisikligi-hakkinda.pdf> Erişim Tarihi: 22.11.2020

¹⁰² <https://www.borsaistanbul.com/files/2020-20.pdf> Erişim Tarihi: 22.11.2020

¹⁰³ Arman T. Tevfik, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları:458, Birinci Basım: Eylül 2005, İstanbul, s.10.

%20 tavan yaparak 3,60 ₺'ye ulaşmıştır. Aynı gün temettü getirisinin de 0,20 ₺ olduğu varsayımı altında,

$$R_t = (3,60 - 3,00 + 0,20) / 3 = \%27,7 \text{ dir.}$$

SPK'nın tavan ve taban fiyatların maksimum seviyesini %10'a çekmesinde piyasada yaşanan satış sinyalleri sonrası yatırımcıları fiyatların aşırı düşmesinden korumak amaçlanmıştır. Fakat bu durum, gün içi alım satım emirleri ile hisse senetlerinin fiyatlarındaki hareketlilikten kar eden yatırımcıların karını da olumsuz etkilemiştir. Az önceki örneğe dönecek olursak; GSRAY hissesinin gün içi ulaşabileceği en yüksek fiyat, $3,00 \times \%10 = 0,30$

$$3,00 + 0,30 = 3,30 \text{ ₺ olacaktır.}$$

$$R_t = (3,30 - 3,00 + 0,20) / 3 = \%16,6 \text{ dir.}$$

Fiyat artışından yani sermaye kazancından sağlanan kar yarı yarıya düşmüştür. Bir de yatırımcıların fiyatlamaları sonradan yakalayabildiği durumlarda karlılık daha da düşük olmaktadır. Örneğin; Galatasaray-Fenerbahçe müsabakası 24.02.2020 saat 15:00'de olduğu ve hissenin o gün açılışta %5 artışla 3,15 ₺ ile fiyatlandığı varsayımı altında, maçı Galatasaray'ın kazanacağı öngörüsünde bulunan yatırımcılar GSRAY hissesi almış olsalardı ve 15:00'da maçı yine Galatasaray kazanmış olsaydı, hisse gün içerisinde %20 tavan yapsaydı yatırımcının alış ve satış arasındaki sermaye kazancı lot başına şu şekilde olacaktır;

$$3,60 \text{ ₺ (tavan fiyat)}$$

$$3,15 \text{ ₺ (maliyet)}$$

$$3,60 \text{ ₺} - 3,15 \text{ ₺} = 0,45 \text{ ₺.}$$

Hisse senetleri yatırımcılar açısından bakıldığında tahvillere nazaran riskli enstrümanlardır. Yatırımcılar en azından sabit bir faiz getirisine sahip olabilecekleri tahvillere yönelebilmektedirler. Ayrıca temettü getirileri de yıllık kar kar/zarar durumuna göre dağıtıldığından pay piyasasında yatırımcılar, zarara da katlanmak durumunda kalabilmektedirler. Oysa şirketler, kar dağıtımı öncesinde ellerinde tahvil bulunduran

yatırımcılara borçlarını ödemek zorundadırlar. Yani tahvil getirisi ya da anapara ödemesi, pay senetlerinin temettü ödemeleri karşısında bir önceliğe sahiptir.

Tüm bu bilgiler ışığında risk almak istemeyen yatırımcıların tahvillere yönelmeleri, ya da riski azaltmak amacıyla portföylerinde bir miktar tahvil bulundurmaları akıllıca bir tutum olmaktadır. Şirketler açısından da hisse senedi ile finansman firmalara mali yük getirmemekte ve faiz ödeme yükümlülüğü olmamaktadır.¹⁰⁴

2.3.5. Hisse Senedi İhracının Finansal Analizdeki Yerinin Tahvil ile Kıyaslanması

Hisse senedi bir ekonomik üretim biriminin ya da işletmenin tüm aktif ve pasiflerinin meydana getirdiği maddi ve manevi varlığın belli bir parçasını temsil eder.¹⁰⁵ İşletmeler büyüme ihtiyacı hissettiklerinde iç ve dış kaynaklara yönelmektedirler. İç kaynaklar ile büyüme, şirketin tüm imkanlarını kullansa dahi yeterli olmayabilmektedir. Çünkü iç kaynaklar sınırlıdır. İşletmelerin iç kaynaklara başvurusunun bir sınırı vardır.

İç kaynakları yetersiz olan firmalar büyümek için dış kaynaklara yönelmektedirler. Örneğin işletmeler finansal olarak öz sermayenin yetmediği zamanlarda çoklukla kredi çekmektedirler. İşletmeler, aktiflerinin üzerinde borçlanabilirler. Ancak bu borçlanmayı sağlayan kaldıraç etkisinin de bir limiti vardır. Bu limit aşıldıktan sonra işletmelerin kredi almaları zorlaşmaktadır. Özellikle bankaların işletmelere kredi verirken değerlendirmeye aldıkları ilk oran cari oran olmaktadır.

“Cari Oran= Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar”

Çünkü cari oran, şirketlerin ödeme gücünü göstermektedir. Bu oranın 2’nin üzerinde olması, istenen bir durumdur. Ancak oran 2’nin altına düştüğünde işletme kısa vadeli borçlarını ödemekte zorluk çekiyor demektir ki bu da kredi veren kuruluşların işletmeye olumsuz bir bakış açısı sergilemelerine neden olmaktadır. Bu durumda işletmeler borçlanma yerine öz sermayelerini arttırmak suretiyle aktiflerini arttırmak durumunda kalmaktadırlar. İşletmelerin varlıklarını arttırmaları zorunluluğu, hane halkı tasarruflarına talep yaratmaktadır. Pay senetleri aracılığı ile hane halkının küçük tasarrufları büyük

¹⁰⁴ Nurdan Aslan, Nuray Terzi, **Küresel Finans**, Türkmen Kitabevi, 2013, İstanbul, s.12.

¹⁰⁵ Kara, s.100.

işletmelerde toplanarak hane halkının tasarruflarının etkin bir şekilde sermaye piyasasına aktarılması sağlanmış olmaktadır.

Pay senetlerinin gerçek değerini bilançolar göstermektedir. Bu sebeple bilançodaki aktiflerin enflasyon ile orantılı olarak artması sonucu hisse senetlerinin de değeri artmaktadır. Enflasyon ortamında işletmelerin borçları erirken aktiflerdeki artışlar daha da fazla olmaya başlamaktadır. Bu sebeple hisse senetleri sahiplerini enflasyona karşı korumaktadır. Ayrıca hisse senetlerinin getirisi olan temettdemeleri de ek bir gelir sağladığından sahiplerinin lehinedir. Hisse senetleri, tasarrufların yönünü de belirlemektedir. Çünkü yatırımcılar üretken olmayan arsa, döviz ve konut gibi alanlara yatırım yapmaktansa bu alanlara nazaran daha verimli olan hisse senetlerine yönelmektedirler. Nitekim yatırımcıların sürekli dolar ya da euroya rağbet etmesi, ekonomide dış dengeyi de bozabilmektedir. Bu sebeple hem yatırımcılar hem de ülke ekonomileri için uzun vadede pay senetlerine doğru bir yönelim lehe bir durumdur.

Pay senetleri, genellikle orta sınıf kesimi tarafından alınıp satılmaktadır. Ülkemizde toplumun büyük bir kısmı da orta sınıfa dahildir. Hisse senedi satın alan kimseler arttıkça bireyler, ortaklık ilişkisine girdikleri şirketler ile kendi hayatları arasında bir çıkar birliği olduğunu fark etmektedirler. Sonuç olarak bireylerin çıkarları ile toplumun çıkarları dengelenmektedir. “Sosyal konsensüs” olarak adlandırılan bu durum, mülkiyetin tabana yayılması ile oluşmaktadır. Bu bağlamda hisse senetleri önemli bir araç rolü üstlenmektedir. Çünkü hisse senedi sahipleri, mülkiyetlerinin bir sonucu olarak temett elde etmektedirler. Özellikle halka açık şirketlerdeki hisse senetlerinin sayısı ve bu paylara sahip olanların sayısı arttıkça daha büyük bir kitle şirketin ortağı olmaktadır ki bu da toplumun orta sınıflı bir karakter taşımına neden olmaktadır.

Hisse senetleri, şirketler için yatırımlara fon sağlaması yönüyle ekonomik bir işlev üstlenmektedir. Hisse senetleri ile işletmeler kolaylıkla sermaye temin edebilmektedirler. Hisse senetleri çıkararak yeni ve verimli alanlara yatırım yapan işletmeler, ekonomilerin büyümesine etki etmektedir. Hisse senetleri burada, yapılacak olan yatırımlara fon temin edilmesi ve fon ihtiyaı açısından önemli bir aracılık rolü üstlenmektedir. Hisse senetleri kanalıyla işletmeler, öz kaynak biçiminde sermaye temin etmektedirler. Oysa yabancı kaynaklar kanalıyla sermaye temini yani borçlanma, faiz ve komisyon gibi birçok maliyet

içermektedirler. Bu sebeple gelişmiş ekonomilerdeki işletmeler, hisse senetleri vasıtasıyla sermaye temin etmeye yönelmektedirler.

Türkiye’de orta sınıf kesiminin genişliği, hisse senetlerine de daha çok orta sınıfın yatırım yapması sebebiyle halkın hisse senetleri kanalıyla ekonomik kararlarda etkin olmalarını sağlamaktadır. Ekonomilerde bireylerin kararları çıkarlar çerçevesinde gerçekleşmektedir. Bireylerin tek tek çıkarları ise totalde toplumsal çıkara yönelik bir davranış oluşturur. Bu sebeple menkul kıymetler piyasasında hisse senetleri alım satımlarıyla hane halkının baskın çıkar grubunu oluşturması, ekonomik kararlarda söz sahibi olmalarını da sağlamaktadır. Siyasal otoritelerin ekonomi ve sosyal alanlarda kanunlar çıkarması halkın talebine bağlıdır. Halkın baskın grubu oluşturması ise bu alanlardaki taleplerinin siyasal otoritelerce desteklenmesini sağlamaktadır. Çünkü halk, ekonominin kendi çıkarları doğrultusunda işlemlerini ve istikrarlı bir yapıda olmasını arzulamaktadır. Bir sonraki seçimlerde tekrar iktidar olmak isteyen siyasal otoriteler için halkın taleplerini görmezden gelmek ise bir seçenek değildir. Böylece hisse senetlerine sahip orta sınıflı toplumsal yapı, ekonomik kararlarda da söz sahibi olmaktadır.

Hisse senetleri ile yatırımlarına fon bulan işletmeler, bankaların masraflarından sıyrılmış olmaktadır. Çünkü bankalar burada aracılık fonksiyonu üstlenmemektedirler. Hane halkı tasarruflarını menkul kıymetler piyasasında hisse senetlerine aktarmazsa bankalarda değerlendirecektir. Bankalar ise hane halkından topladığı fonları işletmelere kredi şeklinde kullanırlar. Bazen bankalar da yatırımlara iştirak etmektedirler. Ancak bu nadir bir durumdur. Bu sebeple bankalardan fon temin etmek işletmeler açısından maliyetli bir işlemdir. Bankaların faiz ve komisyon biçiminde yarattığı maliyetler nihai üretim sonucunda fiyatlara yansımaktadır. İşletmeler kar elde edebilmek için mal ve hizmetleri maliyetin üzerinde sattıklarından bankaların yarattığı maliyet de halka yansımaktadır. Hisse senetleri vasıtası ile arada bankalar olmadan hane halkı ve işletmeler karşı karşıya gelmekte ve bu durumdan her iki taraf da karlı çıkmaktadır. Bankalara aracılık faaliyetleri için ödeme yapılmadığından aracılık giderleri de ekonomide ek bir fon yaratmaktadır.

Hane halkının tasarruflarını hisse senetlerine aktarması ile işletmelerin yatırımlarını artırır. İşletmeler optimum noktaya ulaşınca kadar talebe bağlı olarak yatırımlarını

arttırmaktadırlar. İşletmeler büyümek için yabancı kaynaklara başvurduğunda bilançonun pasif tarafında dengesizlik meydana gelmektedir. İşletme büyürken öz kaynak ile yabancı kaynak dengesi, yabancı kaynağın artışına bağlı olarak bozulması beraberinde işletmelerin bataklığa sürüklenmesini de beraberinde getirmektedir.¹⁰⁶

Toplam Yabancı Kaynaklar/Öz Kaynaklar

Bu oranın birden büyük olması durumunda işletme fonlarının büyük bir kısmının bankalardan ya da şirketle ilgisi olmayan kişilerden temin edildiği anlaşılmaktadır. Ancak sağlıklı bir işletme için bu oranın birden küçük olması istenilen bir durum değildir. Zira bu durum, işletmenin ileride borçları ödemedi zorlanabileceğine, mali yapısının bozulduğuna dair sinyal veriyor olabilir. 1980'li yıllarda ülkemizde bu durum yaşanmıştır. Bankalar devreye girerek işletmelerin varlıklarına ortak olmuşlardır. Bu şekilde öz kaynak ve yabancı kaynak arasındaki denge sağlanmaya çalışılmıştır.

Gelişmiş bir hisse senetleri piyasası, fonların uluslararası platformda hareketliliğine katkı sağlamaktadır. Hisse senetleri vasıtasıyla biriken fonların marjinal verimliliği giderek azalmaktadır. Azalan marjinal verimlilik ise yatırımcıları karlılık oranı daha yüksek piyasalara yönleltmektedir. Yatırımcılar, fon arzının fon talebini karşılamadığı gelişmemiş piyasaların hisse senetlerine yönelmeyi yeğlemektedirler. Uluslararası fon hareketliliğine de katkıda bulunması açısından hisse senetleri önemli bir rol üstlenmektedirler.

Şirketler açısından değerlendirildiğinde hisse senetleri bilançoda kaynaklar tarafında yer almaktadır. Bir örnekle açıklamak gerekirse

XYZ Anonim Şirketi sermayesini 200.000 TL artırmaya karar vermiştir ve hisse senetlerini 260.000 TL'ye ABC bankası aracılığıyla satmıştır.

Bu durumda yevmiye kaydı şu şekilde olacaktır:

¹⁰⁶ Kara, s.103.

Mad. No	AÇIKLAMA	BORÇ	ALACAK
1	01.01.2020 501 Ödenmemiş Sermaye Hesabı 500 Sermaye Hesabı Sermaye arttırma taahhüd kaydı	200.000	200.000
2	01.01.2020 102 Bankalar Hesabı ABC Bank 501 Ödenmemiş Sermaye Hesabı 520 Hisse Senetleri İhraç Primleri Hs Hisse senetlerinin satışı kaydı	260.000	200.000 60.000

BORÇ	520 HİSSE SENETLERİ İHRAÇ PRİMLERİ HESABI	ALACAK
	60.000	
	60.000	

107

Görüldüğü üzere hisse senedi ihracı bilançonun öz kaynaklar kalemini arttırmak suretiyle dönen varlıklar kalemine eklenmektedir. Bu durumda şirketin dönen varlıklarını

¹⁰⁷ Gülümser Ünkaya ve Sinan Aslan, **Tek Düzen Hesap Planına Göre Finansal Muhasebe**, Beta Basım AŞ, 1. Baskı, Aralık 2009, İstanbul, s.258-261

arttırmaktadır. Şirket değerlemeleri açısından bu durum, likidite oranlarının iyileşmesine sebep olmaktadır. Hatırlanacağı üzere şirketlerin en likit durumda olan dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları ödeme gücünü gösteren cari oran değerinin 2'den fazla olması istenir. Banka aracılığı ile yapılan satış şirketin hazır değerler kalemini arttırmak suretiyle cari oranın iyileşmesini sağlamaktadır. Öte yandan şirketlerin kısa vadeli borçları ödemede stoklara bağımlılığını gösteren oran olan asit test oranı da sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arz ile artmaktadır. (Asit test oranı= Hazır Değerler + Menkul Kıymetler + Ticari Alacaklar) Asit test oranının ise en az 1 olması beklenir. Bu oran 1'in altına düştüğünde şirketin kısa vadeli borçları ödemede stoklarını satması gerektiğini göstermektedir. Yine hazır değerler kalemindeki artış şirketin nakit oranını da arttıracaktır. (Nakit oranı = hazır değerler + menkul kıymetler / kısa vadeli yabancı kaynaklar) Bilindiği üzere nakit oranının 0,20 olması beklenmektedir. Bu oranın altında olan bir şirket, nakit sıkıntısı çektiği imajını oluştururken, bu oranının üzerinde bir nakit oranına sahip işletme ise nakit varlıklarını verimli bir şekilde kullanamadığı izlenimini oluşturabilmektedir. Nakit oranının 0,20'nin altında olduğu şirketler açısından ise nakit oranının istenen seviyelere gelmesi açısından hisse senedi ihracı istenen etkiyi yaratabilmektedir. Şirketlerin olası yatırımcılar ve şirkete borç verenler açısından değerlemesinde finansal tablolar önem arz ettiğinden finansal oranların durumu, şirketlerin imajınasyonu açısından önemlidir. Ayrıca hisse senetleri verimleri de firmaların büyüklüğünden etkilenmekte ve firma büyüklüğü hakkında ise muhasebe karları bilgi vermektedir.¹⁰⁸ Bu anlamda şirketlerin finansal oranları yatırımcıların mevcut hisse senetlerini tercih etmeleri noktasında da önemli hale gelmektedir.

2.3.5.1. Likidite Oranları

Hisse senedi ihracı da tahviller gibi şirketlerin likidite oranlarını arttırmaktadır.

Cari Oran

Hisse senetleri şirketlerin hazır değerler kalemine giriş sağladığından cari oranı arttıracaktır. Genel kabul görüşe göre cari oranın 2 olması beklenir. Diğer bir deyişle

¹⁰⁸ Gökhan Özer, **Muhasebe Karları ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler**, Sermaye Piyasası Kurulu, İlk Baskı: Nisan 1996, Ankara, s. 101. (Tez çalışmasının konusu makro düzeyde tutulduğundan bu hususa detaylı yer verilmemiştir. Detay için bkz. A.g.e.s. 101-116.)

şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynaklarının 2 katı olması beklenmektedir. Oranın 1 olması, şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynakları tam karşıladığını gösterirken 1'in altında olması şirketin kısa vadeli borçları ödemede sıkıntı yaşadığını gösteriyor olabilir. Hisse senedi ihracı şirkete öz kaynakları arttırmak suretiyle finansman sağlarken cari oranın da artarak istenen seviyelere gelmesini sağlayabilmektedir.

Asit Test (Likidite) Oranı

Hisse senedi ihracı dönen varlıklar kalemini arttırdığından şirket ile ilgili değerlendirmelerde önem arz eden asit test oranının artmasına neden olmaktadır. Asit test oranının en az 1 olması beklenmektedir. Çünkü asit test oranı şirketin stoklar dışında kalan dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını kaç kez ödediğini göstermektedir. Şirketin ödeme gücünü göstermesi açısından bu oranın 1'in altına düşmesi şirketin stok bağımlılık oranının yüksek olmasına neden olabilir. Diğer bir deyişle şirketin kısa vadeli borçlarını ödemek için stoklarına bağımlı olduğunu gösterebilmektedir.

Nakit Oranı

Şirketin nakit oranının 0,20 olması beklenmektedir. Oranın 0,20'nin altında olması işletmenin nakit sıkıntısı yaşadığını gösterebilmektedir. Nakit oranının 0,20'nin üzerinde olması ise şirketin nakit varlıklarının atıl kaldığını gösterebilmektedir. Hisse senedi ihracı şirketlerin hazır değerler kalemini arttırmak suretiyle nakit oranının da artmasına sebep olacaktır.

2.3.5.2. Mali Yapı (Finansal Yapı) Oranları

Finansal yapı oranları şirketlerin varlık-kaynak yapısının göstergeleridir. Şirketlerin varlıklarını finanse etmede yabancı kaynakların ve öz kaynakların yerini göstermektedirler.

Finansal Kaldıraç Oranı

Oranın %50 olması beklenmektedir. Oranın yüksek olması şirketin borçlanma yoluyla finansman sağladığını gösterirken düşük çıkması öz kaynak yapısının iyi durumda

olduğunu gösterebilmektedir. Hisse senedi ihracı şirketin pasifte öz kaynaklarını, varlıklarda ise dönen varlıklarını arttırdığından finansal kaldıraç oranının iyileşmesine etki etmektedir.

Finansman Oranı

Finansman oranı, şirketlerin pasif tarafta öz kaynaklarının oranını göstermektedir. Finansman oranının da %50 olması beklenmektedir. Oranın %50'nin altında olması şirketin pasifleri içerisinde öz kaynaklarının payının az ve finansman riski taşıdığını gösterebilmektedir. Yüksek olması ise öz kaynak yapısının iyi durumda olduğunu göstermektedir. Hisse senedi ihracı şirketlerin öz kaynaklarını arttırırken yabancı kaynaklara etkisi olmamaktadır. Bu durumda hisse senedi ihracı öz kaynakları arttırmak suretiyle finansman oranını arttırmakta ve finansal risk değerlendirmesinde olumlu etkide bulunmaktadır.

Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı

Oranın 1'den küçük olması duran varlıkların finanse edilmesinde uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynaklardan faydalandığı anlaşılmaktadır. Ancak oran 1'den küçük olursa şirketin kısa vadeli kaynaklardan da faydalandığı anlaşılmaktadır. Hisse senedi ihracı şirketlerin öz kaynaklarını arttırdığından devamlı sermayeyi arttırmak suretiyle duran varlıkların finansmanına da olumlu etkide bulunmaktadır.

		TAHVİL İHRACI	HİSSE SENEDİ İHRACI
Likidite Oranları	Cari Oran	artar	artar
	Asit Test Oranı	artar	artar
	Nakit Oranı	artar	artar
Mali Yapı(Finansal Yapı) Oranları	Finansal Kaldıraç Oranı	artar	azalır
	Finansman Oranı	azalır	artar
	Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı	azalır	artar
	Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı	azalır	artar
	Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı	artar	artar

Şekil 4: Tahvil ve Hisse Senedi İhracının Finansal Oranlara Etkisinin Kıyaslanması

Kaynak: Şekil yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 3’te kısada tahvil ve hisse senedi ihracının şirketlerin finansal oranlarına ilk etkileri verilmiştir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus, tahvillerin bir borçlanma aracı olması sebebiyle anapara ve faiz ödemeleri geldiğinde ihracın oranlara etkisi kaybolacaktır. Tahvillerin şirketlere uzun vadede olumlu etkisinin kalıcı hale gelmesi için sağlanan kaynakların verimli alanlara yönlendirilerek şirket karlılığının artırılması olacaktır.

3. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI İÇERİSİNDE TAHVİL İŞLEMLERİNİN PAYI, GELİŞİM SÜRECİ VE DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

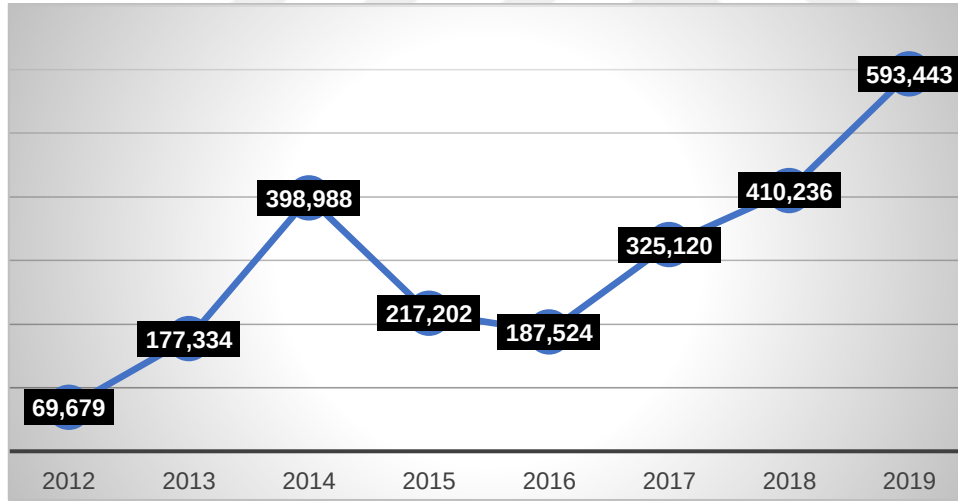
Bu bölümde Türk sermaye piyasasında tahvilin yeri verilerle işlenerek analiz edilmiştir. Tahvilin bir borçlanma aracı olarak yatırımcılar, şirketler ve devlet tarafından kullanımı araştırılmaya tabi tutulmuştur.

3.1. Finansal Piyasa Yatırım Araçları ve Tahvilin Yeri

Bu bölümde yıllara göre finansal piyasa verileri ışığında tahvil ve hisse senetleri karşılaştırmalı olarak incelenerek yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri içerisinde tahvilin yeri araştırılmıştır.

3.1.1. Türkiye’de Yurtiçi Yerleşiklerin Varlıkları İçerisinde Tahvilin Yeri

Konu başlığı içerisinde yurtiçi yerleşiklerin toplam finansal varlıkları incelenerek tahvilin ne kadarlık bir paya sahip olduğu hisse senetleri ile kıyaslanarak araştırılmıştır.



Grafik 1: Yurtiçi Yerleşiklerin Toplam Finansal Varlıkları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

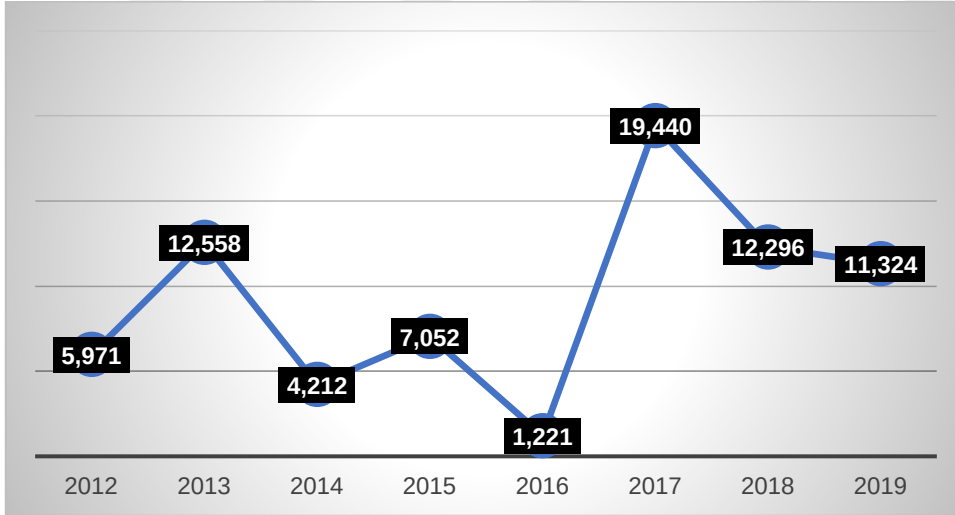
Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 1’de de görüldüğü üzere genel seyir olarak yurtiçi yerleşiklerin finansal varlıkları 2011 yılından 2019 yılına kadar niceliksel olarak artan bir seyir izlemektedir. Veriler incelendiğinde bir önceki yıla göre 2015 ve 2016 yılları hariç 2011 ve 2019 yılları arasında yurtiçi yerleşiklerin finansal varlıklarındaki artış, artarak artan bir seyir izlemektedir. 2014 yılından 2015 yılına kadar artarak azalan, 2015 yılından 2016 yılına kadar azalarak artan bir seyir izlemektedir. Artışın seyri incelendiğinde 2014 yılında zirve yaptığı, 2018 yılında 2014 yılına kıyasla yaklaşık 11.228 milyon TL daha fazla arttığı ve 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 593.443 milyon TL artarak en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir.

Yurtiçi yerleşiklerin tasarruflarını finansal piyasalara aktarımı, Türkiye gibi finans sektörünün henüz gelişmekte olduğu ülkeler açısından önem arz etmektedir. Veriler genel olarak Türkiye’de finansal yatırımların arttığını göstermektedir. Buradan hareketle ülkede hane halkının tasarruf bilincinin geliştiğini de söylemek mümkündür. Öte yandan hane halkının daha önceleri yastık altı tasarruflara olan eğiliminin kaydı piyasalara yöneldiği sonucuna varmak da yanlış bir çıkarım olmayacaktır.



Grafik 2: Yurtiçi Yerleşiklerin Pay Senedi Varlıkları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

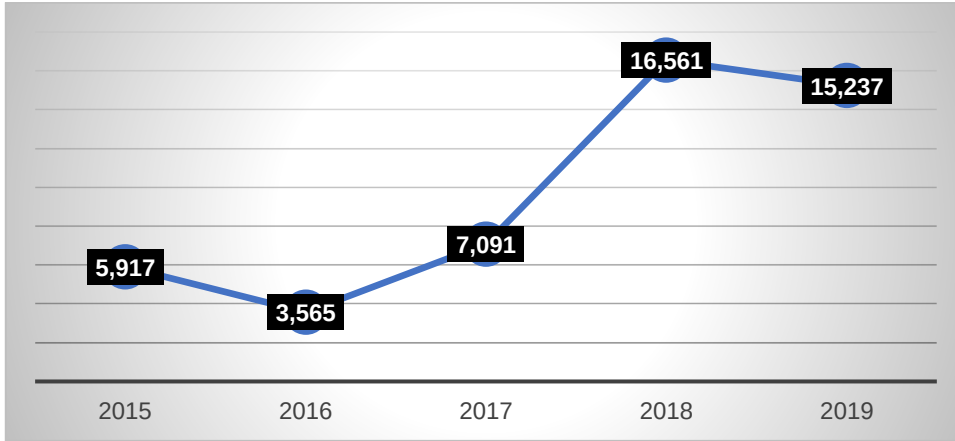
Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı alınmıştır.

Grafik 2’de görüldüğü üzere yurtiçi yerleşiklerin pay senedi yatırımları 2011 yılından 2019 yılına kadar her yıl artmıştır. Ancak artış seyri incelendiğinde yurtiçi yerleşik yatırımcıların pay senedi yatırımları, 2012 yılından 2013 yılına kadar 12.558 milyon TL artarken, 2013 yılından 2014 yılına kadar azalarak azalmış olup bir önceki yıla göre 4.212 milyon TL artmıştır. 2014 yılından 2015 yılına kadar tekrar artan bir seyir izlerken, 2015 yılından 2016 yılına kadar artışın ciddi oranda azalarak 7.052 milyon TL’den 1.221 milyon TL’ye gerilemiştir. 2017 yılı, 2016 yılına göre ciddi bir artış yaşanmış olup bir önceki yıla göre 19.440 milyon TL artmıştır. 2018 ve 2019 yıllarında da sayısal olarak artış devam ederken artış miktarı, önceki yıllara göre azalan bir seyir izlemektedir. 2018 yılında yurtiçi yerleşiklerin pay senedi yatırımları bir önceki yıla göre 12.296 milyon TL artarken 2019 yılında bir önceki yıla göre artış 11.324 milyon TL olmuştur.

Hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyinin ve gelişme sürecinin sürekliliği, özel sektör finansmanında ne derece önemli olduğunu göstermektedir.¹⁰⁹ Bu kapsamda yurtiçi yerleşiklerin pay piyasası yatırımları nicelik olarak artsa da artışın seyri oldukça volatildir. Bu kapsamda yurtiçi yerleşiklerin pay piyasasında uzun vadeli yatırım yapmak yerine spekülasyon hareketlerinden faydalanma eğiliminin olduğunu söylemek mümkündür. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus hisselerin ekonomik koşullar ışığında değerinin dönemsel olarak azalması da pay senedi varlıklarını niceliğini azaltacaktır. Bu hususun etkisinin incelenmesi için pay piyasası endeks genel görünümünün de incelenmesi gerekmektedir.

¹⁰⁹ Murat Doğu, **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu, İlk Baskı: Ocak 1996, Ankara, s.10.



Grafik 3: Yurtiçi Yerleşiklerin Özel Sektör Borçlanma Araçları Yatırımları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

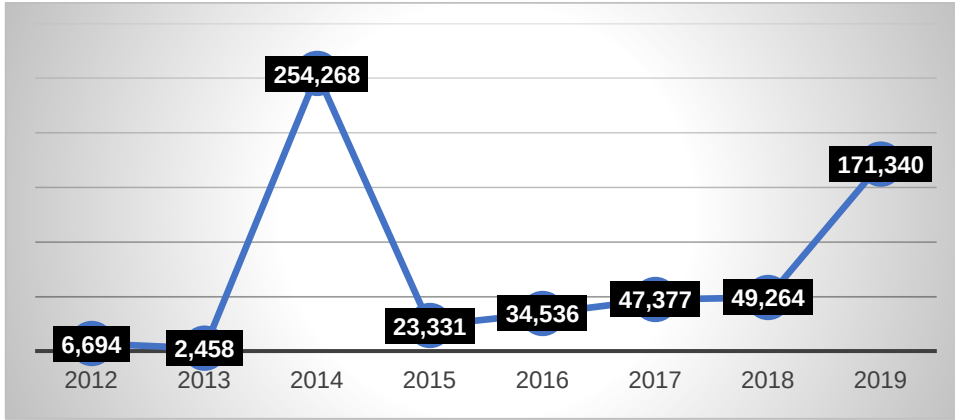
Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 3'te de görüldüğü üzere yurtiçi yerleşiklerin özel sektör borçlanma araçları yatırımları incelendiğinde sayısal olarak artan bir seyir izlediği gözlemlenmektedir. Ancak artış bir önceki yıla göre incelendiğinde 2015 yılında 5.917 milyon TL'lik yatırımın, 2016 yılında 2015 yılına göre 3.565 milyon TL arttığı görülmektedir. 2017 yılında 2016 yılına göre 7.091 milyon TL, 2018 yılında 2017 yılına göre 16.561 milyon TL ve 2019 yılında 2018 yılına göre 15.237 milyon TL artış gözlemlenmektedir.

Veriler yurtiçi yerleşiklerin özel sektör borçlanma araçları tercihlerinin istikrarlı seyrettiğini göstermektedir. Bir önceki yıla göre fark verileri de yıllara göre artan bir seyir izlemektedir. Yurtiçi yerleşiklerin toplam finansal varlıklarındaki artış ile birlikte elbette bu varlıklar içerisindeki özel sektör borçlanma araçları da niceliksel olarak artmıştır. Buradan şu sonuca varmak mümkündür; yurtiçi yerleşiklerin özel sektör borçlanma araçlarına olan yatırımları artsa da bu artış oransal olarak halen pay senetlerine nazaran oldukça düşüktür. Ülkedeki enflasyon koşulları da dikkate alındığında hane halkının yatırım tercihlerinde neden borçlanma araçlarını tercih etmediği anlaşılmaktadır.



Grafik 4: Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

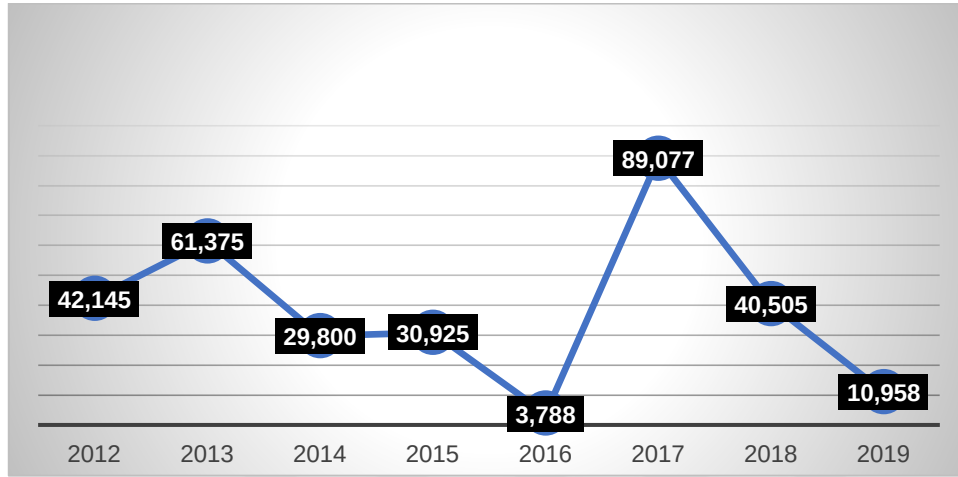
*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 4'te görüldüğü üzere yurtiçi yerleşiklerin Devlet İç Borçlanma Senetleri yatırımları, her yıl artmıştır. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 6.694 milyon TL, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 2.458 milyon TL, 2014 yılında 2013 yılına kıyasla 254.268 milyon TL, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 23.331 milyon TL, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 34.536 milyon TL, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 47.377 milyon TL, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 49.264 milyon TL ve 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 171.340 milyon TL artmıştır.

Yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihleri içerisinde DİBS'lerin yerinin giderek arttığı gözlemlenmektedir. Özellikle 2014 yılındaki hızlı artış dikkati çekmektedir. Niceliksel olarak her yıl artan DİBS yatırımlarının 2014 yılında ciddi bir artış gösterdiği, sonraki yıllarda artış hızının yatay trend izlediği ve 2019 yılında bir önceki yıla göre artışın nispeten fazla olduğu görülmektedir. Veriler yurtiçi yerleşiklerin portföyünde güvenli bir enstrüman olan devlet tahvillerinin önemli paya sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu eğilim devlete kaynak sağlama ve piyasadaki fazla tasarrufun emilimi yoluyla döviz kurlarının ve enflasyonun kontrol altına alınmasında önemli bir enstrüman olan tahvillerin önemini vurgulamaktadır.

3.1.2. Türkiye’de Yurtdışı Yerleşiklerin Toplam Varlıkları İçerisinde Tahvilin Yeri

Konu içerisinde ülkenin finansal derinliği açısından önemli paya sahip olan yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri arasında tahvillerin yeri hisse senedi ile kıyaslanarak araştırılmıştır.



Grafik 5: Yurtdışı Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıkları (Bir Önceki Yıla Göre, Milyon TL)

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

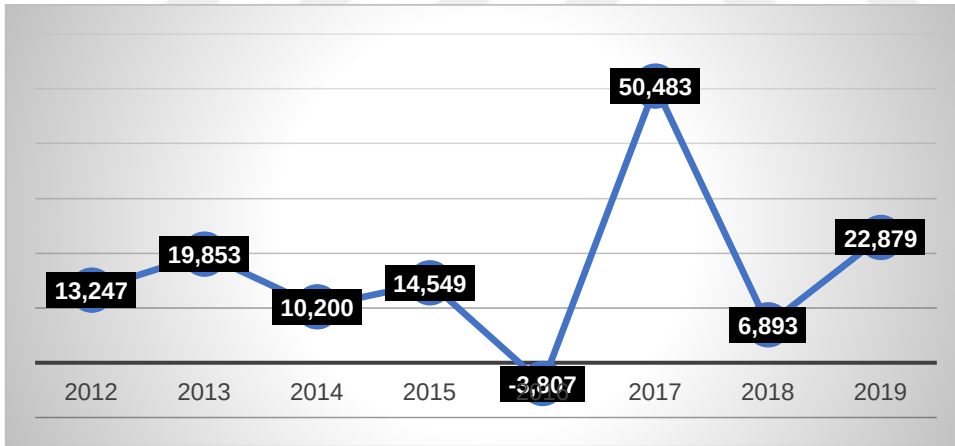
*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 5’te de görüldüğü üzere yurtdışı yerleşiklerin toplam finansal varlıkları 2011-2019 yılları arasında artış göstermiştir. Ancak bir önceki yıla göre artışa bakıldığında; 2012 yılında 2011 yılına göre 42.145 milyon TL artış, 2013 yılında 2012 yılına göre 61.375 milyon TL, 2014 yılında 2013 yılına göre 29.800 milyon TL, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 30.925 milyon TL, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 3.788 milyon TL, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 89.077 milyon TL, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 40.505 milyon TL, 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 10.958 milyon TL artmıştır. Grafik 5’te görüldüğü üzere yurtdışı yerleşiklerin finansal varlıklarındaki artışın seyri stabil bir görünüm arz etmemekte olup oldukça hareketlidir. Özellikle hem pay senedi yatırımlarının 2016 yılında, hem de özel sektör borçlanma araçlarının 2015 yılında bir önceki yıla göre azalması, yurtdışı yerleşiklerin Türk Sermaye Piyasası’nda uzun vadeli

değil, kısa vadeli güdülerle yatırım yaptığını ve piyasadaki hareketliliklere hızlı bir aksiyonla karşılık verdiklerini göstermektedir.

Yurtdışı yerleşiklerin Türk sermaye piyasasındaki finansal varlıkları nicelik olarak artsa da bu artışın seyrinin volatil olduğu dikkati çekmektedir. Buradan yabancı yatırımcıların spekülâtif ataklara hemen tepki verdiği sonucuna ulaşmak mümkündür. Öte yandan yabancı yatırımcıların kısa vadeli yatırım düşüncesi ile spekülâtif ataklardan faydalanma eğilimi olduğunu söylemek de mümkündür. Ancak verinin her yıl artan bir seyir izlemesi Türk sermaye piyasasının yabancı yatırımcılar açısından fırsatlar sunuyor olması açısından önemli bir göstergedir. Ayrıca ülke içine dışarıdan ek kaynak sağlanması açısından da yabancı yatırımcıların Türk sermaye piyasasına katkısı vardır.

Yabancı kaynakların ülkeye olan handikabı ise düzensiz bir kaynak aktarımı olduğundan piyasanın uzun vadeli olarak istikrar kazanmasını önlemektedir. Bu anlamda Türkiye açısından yabancı kaynaklara olan bağımlılık finans piyasasının kırılğanlığının ortadan kalkmasını önlemektedir.



Grafik 6: Yurtdışı Yerleşiklerin Pay Senedi Yatırımları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

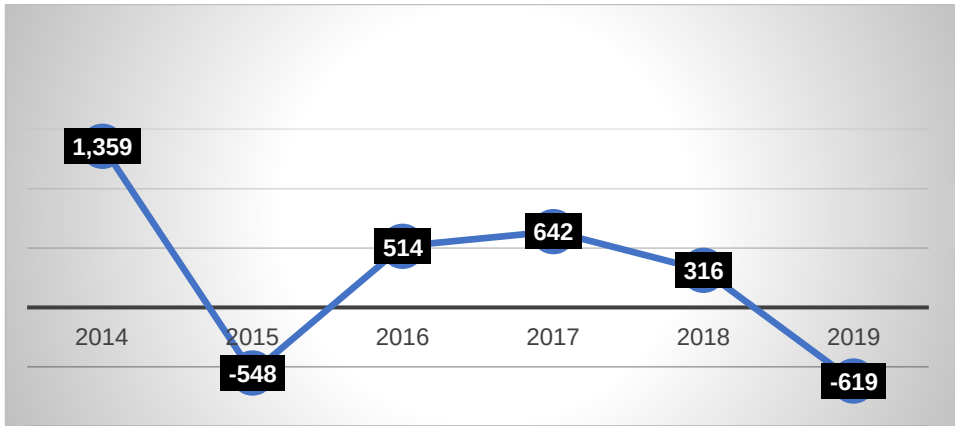
Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 6’da de görüldüğü üzere yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi yatırımları toplamda 2016 yılı hariç artmıştır. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 13.247 milyon TL artmış, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 19.853 milyon TL artmış, 2014 yılında 2013 yılına kıyasla 10.200 milyon TL artmış, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 14.549 milyon TL artmış, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla -3.807 milyon TL azalmış, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 50.483 milyon TL artmış, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 6.893 milyon TL artmış ve 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 22.879 milyon TL artmıştır.

Yabancı yerleşiklerin pay senedi yatırımları, toplam finansal varlıkları arasında büyük bir paya sahiptir. Pay senetlerinin ikincil piyasasının likit oluşundan bu alandaki yatırımların da volatilitesi göze çarpmaktadır. Oysa hisse senetleri orta ve uzun vadeli yatırım enstrümanlarıdır. Ancak hisselerin temettü getirisinin yanında fiyat artışlarının da kazanç sağlaması yönünden hisse senetleri tercih edilmektedir. Özellikle 2016 yılında pay senedi yatırımlarının azalması da yabancı yatırımcıların ülkedeki yatırımlarını uzun vadeli olarak planlamadıklarını gösterebilmektedir. Spekülatif hareketlerden faydalanma güdüsü ile hareket eden yabancı yatırımcıların piyasalara ani giriş ve çıkışlarının spekülatif hareketleri ve olası krizleri tetiklemesi durumu da söz konusu olabilir. Bu durum da Türkiye’de borsanın kırılgan yapısını açıklar niteliktedir.



Grafik 7: Yurtdışı Yerleşiklerin Özel Sektör Borçlanma Araçları Yatırımları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

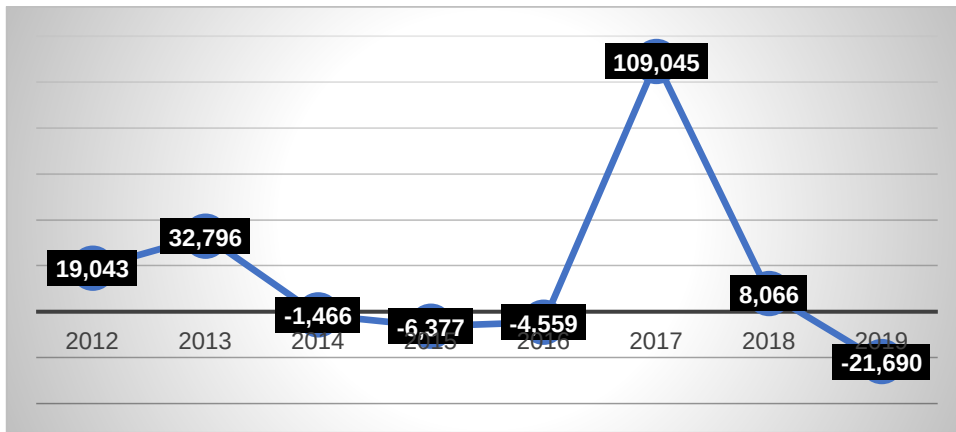
Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 7’de de görüldüğü üzere yurtdışı yerleşiklerin özel sektör borçlanma araçları yatırımları, 2015 ve 2019 yılları haricinde artan bir seyir izlemektedir. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2014 yılında 2013 yılına kıyasla 1.359 milyon TL artmış, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 548 milyon TL azalmış, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 514 milyon TL artmış, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 642 milyon TL artmış, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 316 milyon TL artmış ve 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 619 milyon TL azalmıştır.

Yabancı yatırımcıların özel sektör borçlanma araçları yatırımlarının nicelik olarak oldukça az olması dikkati çekmektedir. Buradan yabancı yatırımcıların hisse senetlerini daha çok tercih ettiği görülmektedir. Borçlanma araçlarının tercih edilmeme nedeni olası durumlarda piyasadan hızla çekilme isteğidir. Görülmektedir ki yabancı yatırımcılar Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tahvil gibi sabit getirili ve uzun vadeli yatırım enstrümanları tercih edilmemektedir. Ayrıca enflasyonun da tahvilin faiz getirisini aşındırması yabancı yatırımcılar açısından tercih edilmeme sebebi olarak değerlendirilebilir. Sonuç olarak uzun vadeli yatırım enstrümanları, istikrarlı ekonomilerde tercih edildiğini söylemek mümkündür. 2017 yılından itibaren artışın azalması ve 2019 yılında negatif değer alması, artan enflasyon verisi ile ilişkilendirilebilir.



Grafik 8: Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Yatırımları Milyon TL (Bir önceki yıla göre fark)

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

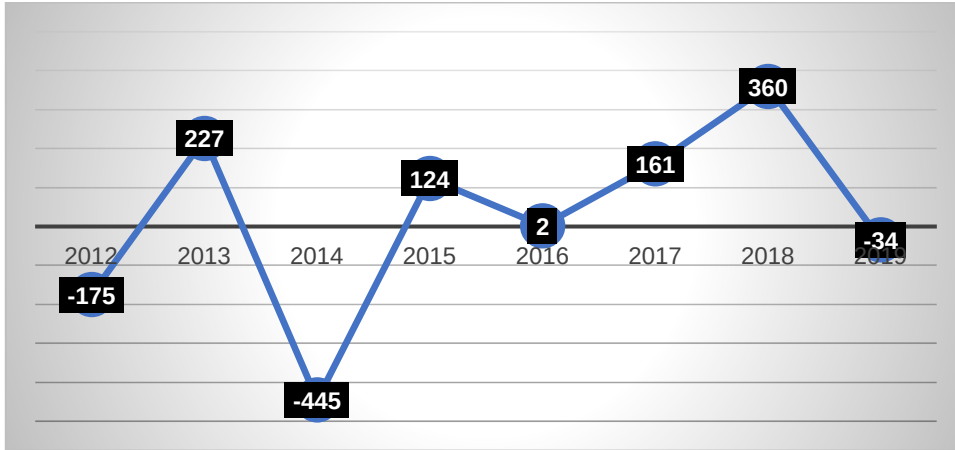
Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre sayısal farkı hesaplanmıştır.

Grafik 8’de görüldüğü üzere yurtdışı yerleşiklerin devlet iç borçlanma senedi yatırımları, yıllar içerisinde hareketli bir seyir izlemiştir. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 19.043 milyon TL, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 32.796 milyon TL artmıştır. 2014 yılında 2013 yılına kıyasla 1.466 milyon TL, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 6.377 milyon TL ve 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 4.559 milyon TL azalmıştır. 2017 yılında sıçrama yaparak 2015 yılına kıyasla 109.045 milyon TL, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 8.066 milyon TL artmıştır. 2019 yılında ise 2018 yılına kıyasla 21.690 milyon TL azalmıştır.

Yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri içerisinde devlet iç borçlanma senetlerinin yerinin oldukça az olduğu görülmektedir. Bazı yıllar azalma gösteren seyir, yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihlerinde uzun vadeli yatırım enstrümanı olan DİBS’lerin istikrarlı olarak talep görmediğini göstermektedir. Buradaki bir diğer önemli husus ise derecelendirme kurumlarının ülkeye verdiği notlardır. Zira uzun vadeli yatırım enstrümanı olan tahvillerin de daha önceki bölümlerde işlendiği üzere kendine has riskleri vardır.

3.2. Türkiye’de Tahvil İşlemlerinin Diğer Sermaye Piyasası Araçları ile Karşılaştırılması



Grafik 9: Pay Piyasası İşlem Hacimleri Milyar TL (Bir Önceki Yıla Göre Fark)

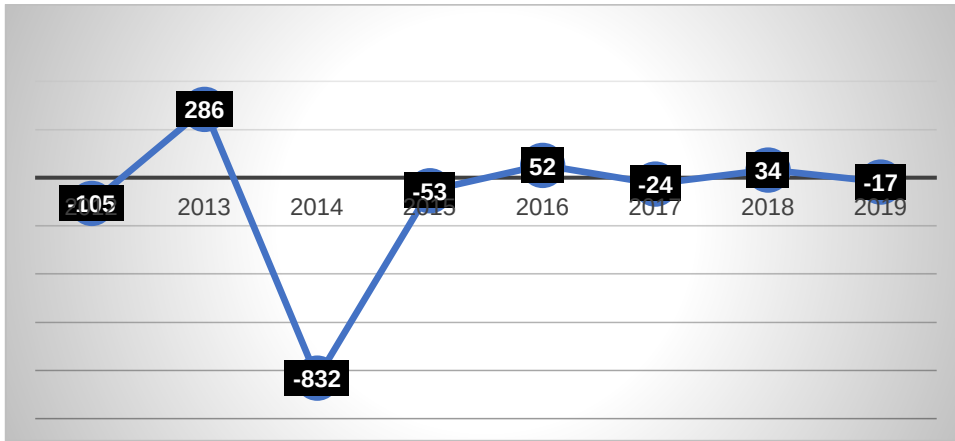
Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 9’da görüldüğü üzere pay piyasası işlem hacimleri, yıllara göre hareketli bir seyir izlemektedir. 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 175 milyar TL azalmış, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 227 milyar TL artmış, 2014 yılında 2013 yılına kıyasla 445 milyar TL azalmış, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 124 milyar TL artmış, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 2 milyar TL artmış, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 161 milyar TL artmış, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 360 milyar TL artmış ve 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 34 milyar TL azalmıştır.

Pay piyasası işlem hacimleri, pay piyasasındaki hisse senedi alım satımların toplamını göstermektedir. Buradaki artış, pay piyasasında spekülative hareketlere yönelik kısa vadeli alım satım yapıldığına dair bir gösterge iken azalış, hisse senedi alımlarının daha uzun vadeli yapıldığını gösterebilmektedir. Dolayısıyla işlem hacmi, hisse senetlerinin ve endeksin seyriyle yakından ilgilidir. Sonuçta zararda iken birçok yatırımcı hisse senedinin değeri artmadan o hisseyi satmaya yanaşmamaktadır. Türkiye açısından hisse senetlerindeki işlem hacimleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Buradan da pay piyasasının istikrarlı bir seyir izlemeyerek spekülative hareketlere açık olduğu sonucuna ulaşılabilir.



Grafik 10: Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı İşlem Hacimleri Milyar TL (Bir Önceki Yıla Göre Fark)

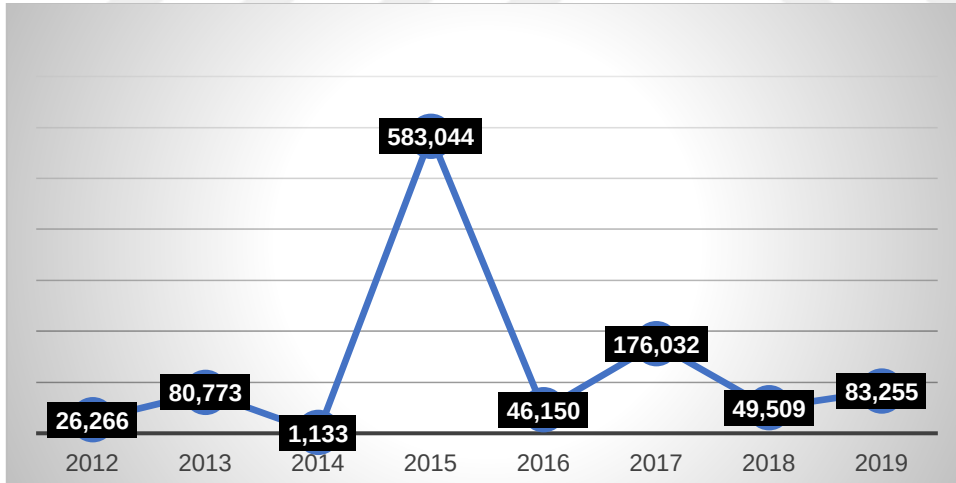
Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 10’da görüldüğü üzere Tahvil-Bono Kesin Alım Satım Pazarı’nda işlem hacimleri yıllara göre hareketli bir seyir izlemektedir. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 105 milyar TL azalmış, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 286 milyar TL artmış, 2014 yılında 2013 yılına kıyasla büyük bir sıçrama ile 832 milyar TL azalmış, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 53 milyar TL azalmış, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 52 milyar TL artmış, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 24 milyar TL azalmış, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 34 milyar TL artmış, 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 17 milyar TL azalmıştır.

Veriler Türkiye’de tahvil piyasası işlemlerinin hisse senedi işlem hacimlerine nazaran daha istikrarlı bir seyir izlediğini göstermektedir. 2013 ve 2014 yılları hariç burada kayda değer bir artış ya da azalış görülmemektedir. Bunun sebebi, tahvillerin likit varlıklar olmasına rağmen daha uzun vadeli bir yatırım aracı olmasıdır. Sonuçta vadesi geldiğinde kesin olan bir faiz getirisi ve anapara ödemesi olması, tahvilin garanti bir yatırım aracı olarak işlevini sürdürmesini sağlamaktadır.



Grafik 11: Halka Açık Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

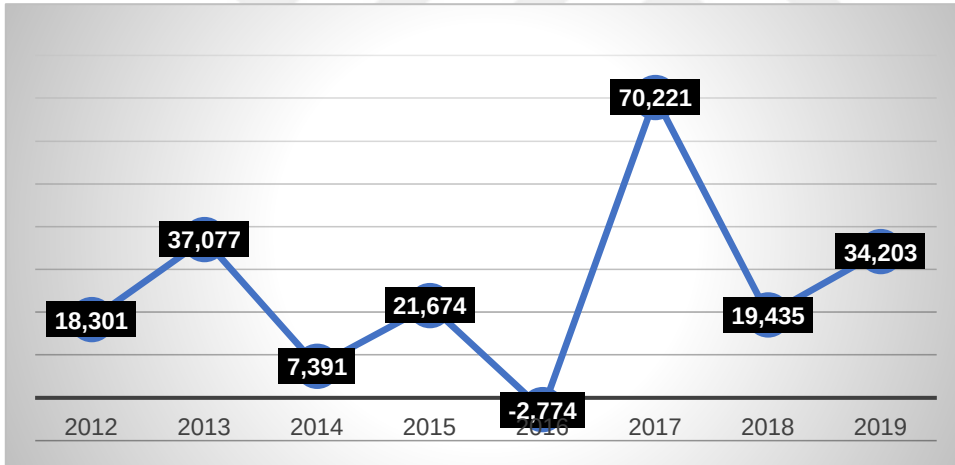
Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 11’de de görüldüğü üzere halka açık şirketlerin toplam piyasa değeri sayısal olarak her yıl artmış olup bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 26.666 milyon TL, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 80.773 milyon TL, 2014 yılında 2013 yılına kıyasla 1.133 milyon TL, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla büyük bir sıçrama ile 583.044 milyon TL, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 46.150 milyon TL, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 176.032 milyon TL, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 49.509 milyon TL ve 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 83.255 milyon TL artış olmuştur.

Halka açık şirketlerin toplam piyasa değerleri, sermaye piyasalarının gelişimi ve yatırımların sermaye piyasasındaki getirisi açısından önem arz etmektedir. Ekonomik büyüme ile şirketler de büyümektedirler. Ayrıca sermaye yapılarını da geliştirmek adına halka açık şirketler halka arz yoluyla hisse senedi ihraç edebilmektedirler. Aynı zamanda büyüme, ekonomideki tasarrufları da arttırmakta ve şirketler uzun vadeli borçlanma aracı olan tahvillerin ihracına da gidebilmektedirler.



Grafik 12: Saklamadaki Pay Senetleri (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

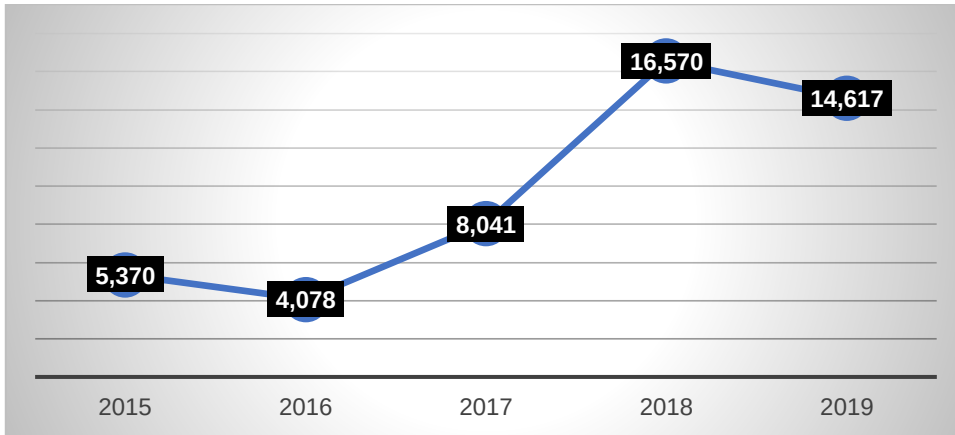
Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Grafik 12’de görüldüğü üzere saklamadaki pay senetleri, 2016 yılı hariç artış trendinde seyretmiştir. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2012 yılında 2011 yılına kıyasla 18.301 milyon TL, 2013 yılında 2012 yılına kıyasla 37.077 milyon TL, 2014 yılında 2013

yılına kıyasla 7.391 milyon TL, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 21.674 milyon TL artış yaşanmıştır. 2016 yılında ise 2015 yılına kıyasla 2.774 milyon TL azalma yaşanırken, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla bir sıçrama ile 70.221 milyon TL artış, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 19.435 milyon TL, 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 34.203 milyon TL artış olmuştur.

Saklamadaki pay senetleri, devletin saklama bankası olan Takasbank nezdindeki senetleri göstermektedir. Hane halkının satın aldığı bütün hisse senetleri bu kalemden yer aldığına göre buradaki artış ya da azalışlar hane halkının hisse senedi yönündeki tercihlerini açıklamaktadır. Veri incelendiğinde bir önceki yıla göre bir yıl artan diğer yıl azalan bir seyir gözlenmektedir. Ancak 2016 yılında azalan seyir izlediği göze çarpmaktadır. Nitekim zaten aynı yıl hem yurtiçi yerleşiklerin hem de yurtdışı yerleşiklerin varlıkları içerisinde hisse senetleri önemli ölçüde azalmıştır. Ancak 2016 yılında yurtdışı yerleşiklerin hisse senetleri yatırımlarında niceliksel olarak da bir azalış olurken yurtiçi yerleşiklerin hisse senedi yatırımlarında niceliksel olarak artış olduğu gözlenmektedir. Dolayısıyla bir önceki yıla göre fark verilerinde bir önceki yıla göre yurtiçi yerleşiklerin hisse senedi yatırımlarında azalarak artış, yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi yatırımlarında ise azalarak azalış olduğundan buradaki azalışın büyük kısmının yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihlerindeki değişiklikten kaynaklandığı görülmektedir.



Grafik 13: Özel Sektör Borçlanma Araçları (Bir Önceki Yıla Göre Fark, Milyon TL)

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

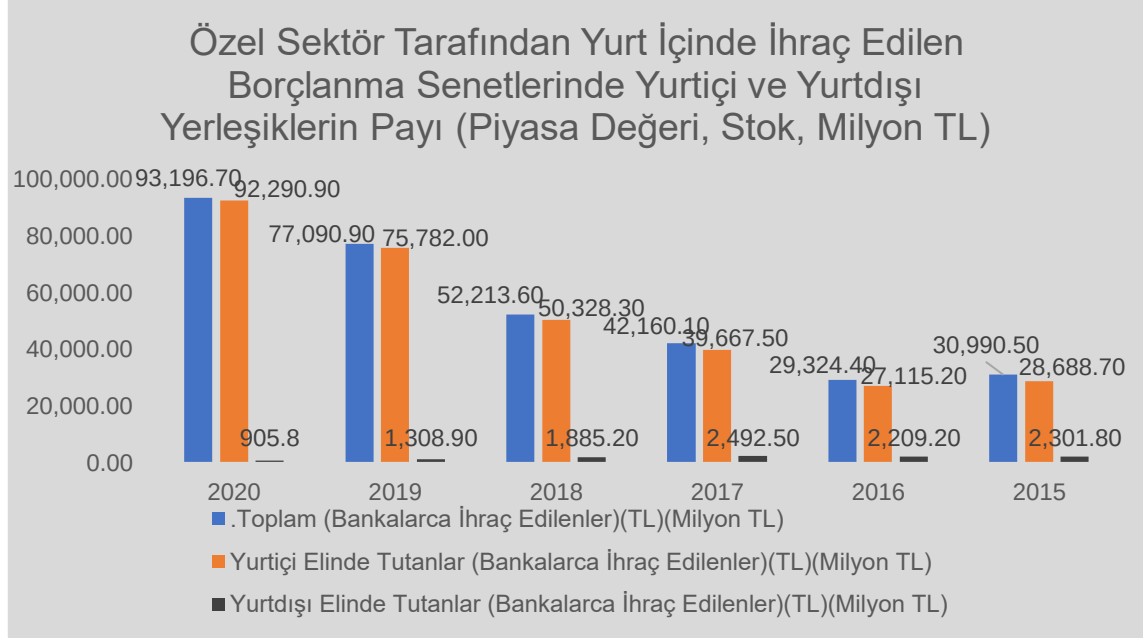
Erişim Tarihi: 12.5.2020

*Yıllık ortalama verilerin bir önceki yıla göre farkı alınmıştır.

Grafik 13’da görüldüğü üzere halka açık şirketlerin piyasa değerleri içerisindeki özel sektör borçlanma araçlarının değeri, her yıl artmıştır. Bir önceki yıla göre fark incelendiğinde; 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 5.370 milyon TL, 2016 yılında 2015 yılına kıyasla 4.078 milyon TL, 2017 yılında 2016 yılına kıyasla 8.041 milyon TL, 2018 yılında 2017 yılına kıyasla 16.570 milyon TL, 2019 yılında 2018 yılına kıyasla 14.617 milyon TL artış yaşanmıştır.

Tahvil, bono kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları, VTMK ve gelir endeksli borçlanma araçları gibi ürünleri içeren özel sektör borçlanma araçları piyasası Türkiye’de çok geç gelişmeye başlamıştır. Veriler incelendiğinde piyasada ihracın halen çok düşük seviyelerde kaldığı dikkat çekmektedir. Bunun sebebi DİBS faizlerinin düşmesi ile şirketler için bu ürünlerin maliyetlerinin azalmış olmasıdır. Piyasanın derinleşmeye başlaması ise 2012 yılı sonrasına denk gelmektedir. Çünkü arz tarafında her ne kadar uzun vadeli bir borçlanma aracı olarak banka kredilerine rakip olarak rağbet görmeye başlasa da özel sektör borçlanma araçlarının yurtiçi yatırımcılar tarafından çok fazla bilinmeyen bir piyasa idi. Ayrıca bu döneme kadarki yüksek TL mevduat oranları da özellikle yurtiçi yerleşiklerin yatırımlarını mevduat hesaplarında tutmalarına neden olmaktaydı. Ancak burada sağlanan faiz getirisinin azalması özel sektör borçlanma araçları piyasasını yatırımcılar açısından da cazip hale gelmesine neden olmuştur. Ayrıca buradaki enstrümanların faiz getirileri de üçer altışar aylık dönemler halinde yapılabilmektedir. Yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde tasarrufları mevduat hesabında değerlendirmek yerine özel sektör borçlanma araçları piyasasında değerlendirmek çok makul bir alternatif olmaya başlamıştır. Nitekim veriler incelendiğinde piyasada niceliksel olarak her yıl artış olduğu, ancak bir önceki yıla göre artışın yalnızca 2016 yılında azaldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak 2016 yılından sonra tekrar hızlı bir ivme ile artmaya devam ettiği görülmektedir. Veriler piyasanın hızla gelişmeye devam ettiğini gösterse de pay piyasasına nazaran piyasanın derinleşmek ve gelişmek için halen zamana ve yatırımcılar açısından da bilinirliğe ihtiyacının olduğu gözlenmektedir. Bir diğer husus ise, DİBS’ler ödenme garantisi verirken özel sektör borçlanma araçları piyasasında işlem gören enstrümanların ödenmeme riskinin olmasıdır.

Yatırımcılar tarafından piyasanın biliniyor olması halinde bile piyasanın gelişmek için bu riskin minimize edilmesi için hukuki ve yapısal düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır.



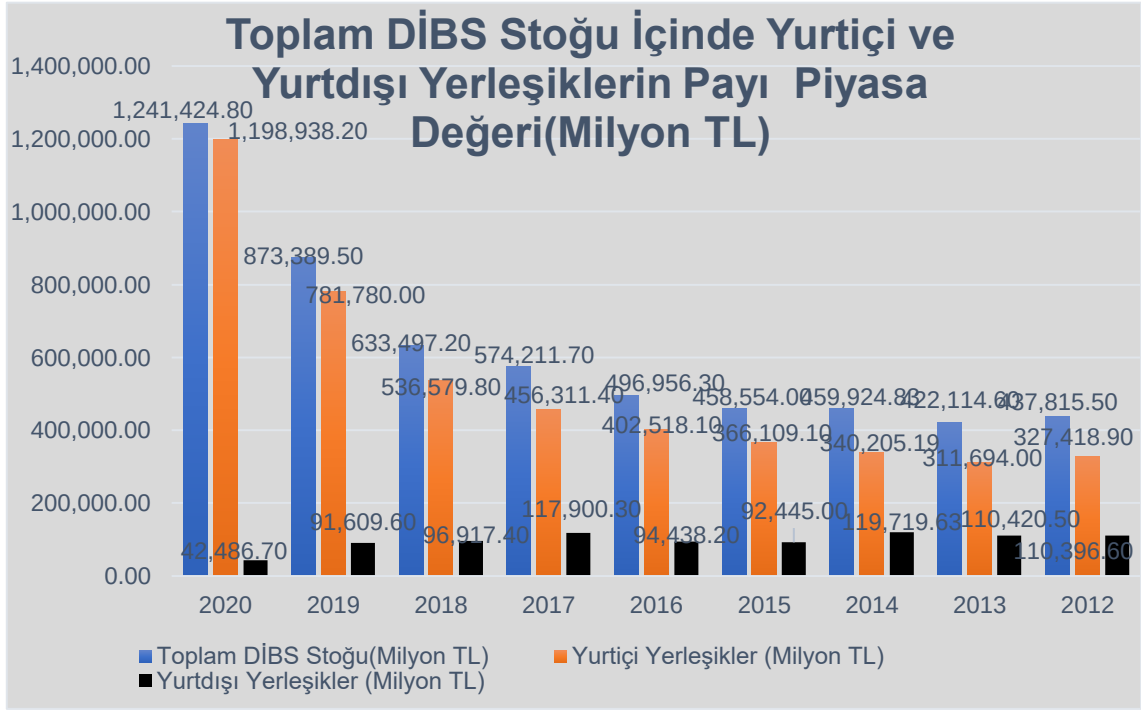
Grafik 14 : Özel Sektör Tarafından Yurt İçinde İhraç Edilen Borçlanma Senetlerinde Yurtiçi ve Yurtdışı Yerleşiklerin Payı 2015-2020

Kaynak:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Menkul+Kiymet+Istatistikleri/>

Erişim Tarihi: 31.10.2020

Toplam bankalarca ihraç edilen borçlanma senetleri içerisinde yurtdışı yerleşiklerin payı oldukça düşüktür. Hatta yıllara göre incelendiğinde veriler yurtdışı yerleşiklerin payının 2017 yılında nispi bir artış olsa da giderek azaldığını gösterirken yurtdışı yerleşiklerin toplam yatırımları yıllara göre arttığından buradan yurtdışı yerleşiklerin toplam yatırımları içerisinde özel sektör borçlanma araçlarını daha az tercih ettiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Yurtiçi yerleşiklerin toplam bankalarca ihraç edilen borçlanma senedi yatırımları incelendiğinde 2016 yılı hariç arttığı dikkati çekmektedir. Bu artış özel sektör borçlanma araçları ve tahviller açısından oldukça önemlidir.



Grafik 15 : Toplam DİBS Stoğu İçinde Yurtiçi ve Yurtdışı Yerleşiklerin Payı 2012-2020

Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Menkul+Kiymet+Istatistikleri/>

Erişim Tarihi: 31.10.2020

2012 ve 2020 yılları arasında toplam DİBS stoku artan bir trend izlemektedir. Buradan Türkiye’de DİBS piyasasının derin ve gelişmiş bir piyasa olduğu sonucuna varılabilir. Ancak dikkati çeken diğer bir husus, toplam stok içerisinde yurtdışı yatırımcıların payının az olmasıdır. Hatta son yıllarda yabancı yatırımcıların DİBS yatırımlarının azaldığı görülmektedir. 2017 yılında yabancı yatırımcıların DİBS stoku 117.900,30 milyon TL’ye ulaşırken, 2017 sonrası azalarak 2020 yılında 42.486,70 seviyesine gerilemesi dikkate değerdir.

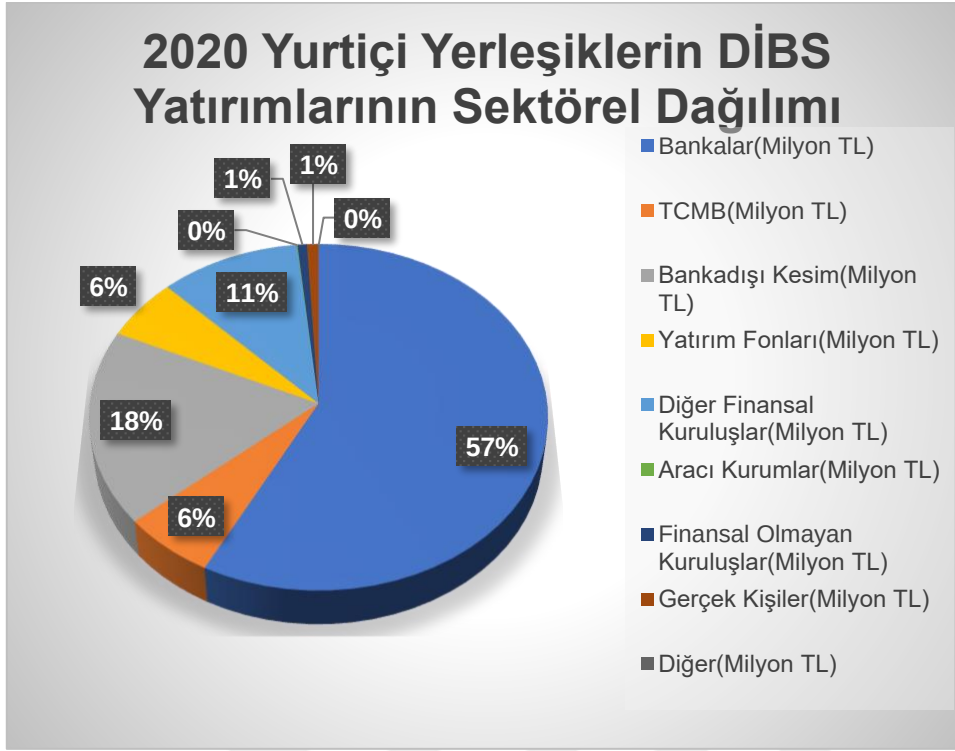


Grafik 16: 2012 Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Menkul+Kiymet+Istatistikleri/>

Erişim Tarihi: 31.10.2020

Grafik 16’da görüldüğü üzere yurtiçi DİBS yatırımlarının büyük bir kısmını %49’luk bir oranla bankalar ellerinde tutmaktadır. Banka dışı kesim %25 oranı ile ikinci sırada yer alırken üçüncü sırada %19 oranı ile diğer finansal kuruluşlar yer almaktadır ve üçünün toplamı %93’lük bir paya tekabül etmektedir. TCMB, yatırım fonları, aracı kurumlar ve gerçek kişilerin ise payının oldukça az olduğu göze çarpmaktadır. Gerçek kişilerin pastadan az bir pay alıyor oluşu tasarruflarını DİBS’ler yoluyla değerlendirmeyi çok tercih etmediğini göstermektedir.

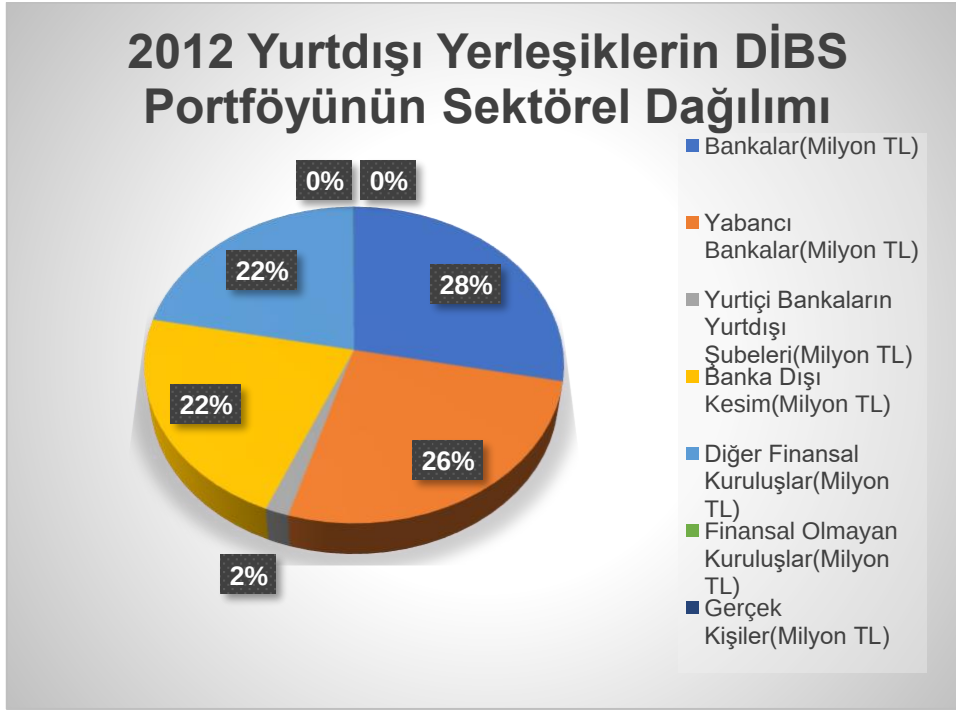


Grafik 17 : 2020 Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Kaynak:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Menkul+Kiymet+Istatistikleri/>

Erişim Tarihi: 31.10.2020

Yurtiçi yerleşiklerin DİBS yatırımlarının sektörel dağılımı incelendiğinde çoğunluğu bankaların oluşturduğu gözlenmektedir. 2012'den bu yana bankaların oranı %49'dan %57'ye çıkarken TCMB'nin oranının %2'den %6'ya çıkması, ülkenin açık piyasa işlemleri ile piyasadan tahvil satın alarak TL sürdüğünü göstermektedir. Nitekim daha önce de belirtildiği üzere TCMB, tahviller kanalıyla piyasaya TL sürebileceği gibi TL miktarını azaltmak suretiyle tahvil satabilir. Banka dışı kesimin oranı %25'den %18'e azalırken aslında sayısal olarak 106.695,90 milyon TL'den 265.164,60 milyon TL'ye çıkmıştır. Yatırım fonlarının payı ise toplam içerisinde hem sayısal hem de oransal olarak artmıştır. Diğer finansal kuruluşların oranı, %19'dan %11'e düşerken sayısal olarak 84.367,30 milyon TL'den 156.427,30 milyon TL'ye yükselmiştir. Aracı kurumların buradaki payı ise %1'den daha az ve ihmal edilebilir seviyede kalmaya devam etmiştir. Finansal olmayan kuruluşlar ve gerçek kişilerin toplam içerisindeki payı da ihmal edilebilir seviyelerdedir.

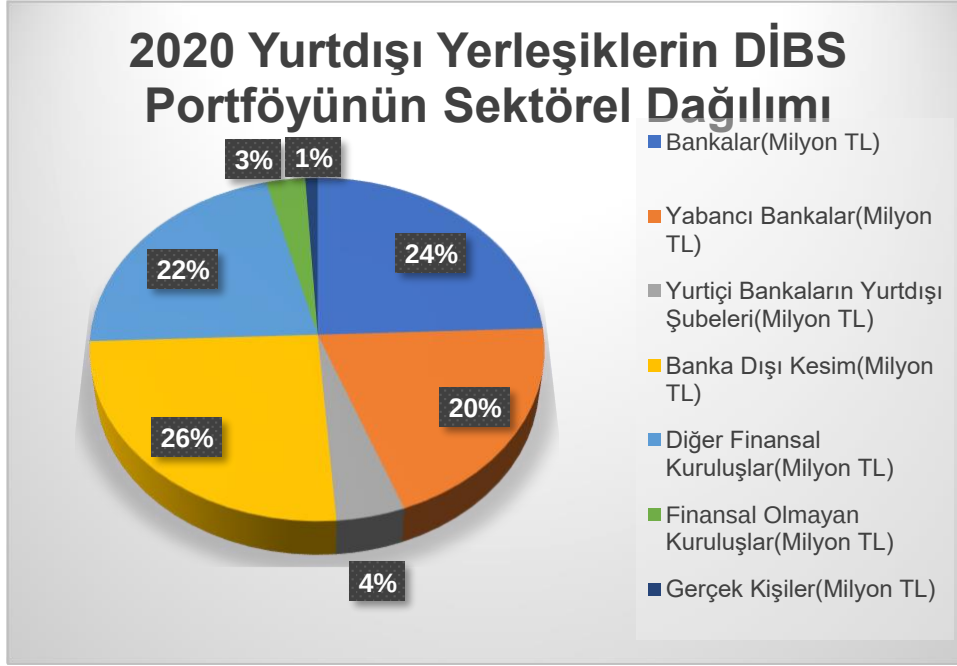


Grafik 18: 2012 Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Portföyünün Sektörel Dağılımı

Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Menkul+Kiyamet+Istatistikleri/>

Erişim Tarihi: 31.10.2020

Grafik 18’de görüldüğü üzere 2012 yılında yurtdışı yerleşiklerin DİBS portföyünün dağılımında bankalar, yabancı bankalar, banka dışı kesim ve diğer finansal kuruluşlar çoğunluk ile yer almaktadır. Yine yurtiçi yerleşiklerde olduğu gibi yurtdışı yerleşiklerin pasta grafiğinde de gerçek kişilerin payının az olduğu dikkati çekmektedir. Görülmektedir ki küçük tasarrufların birikerek büyük bir kaynak haline gelmesi bakımından DİBS’ler bu işlevi görmemektedir.



Grafik 19: 2020 Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Portföyünün Sektörel Dağılımı

Kaynak:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/Menkul+Kiymet+Istatistikleri/>

Erişim Tarihi: 31.10.2020

DİBS'lerin sektörel dağılımı incelendiğinde çoğunluğunu kurumsal yatırımcıların oluşturduğu görülmektedir. Ancak 2012 yılından 2020 yılına kadar DİBS'leri elinde tutan bankaların oranı %28'den %24'e gerileyerek %4, yabancı bankaların oranı ise %26'dan %20'ye gerileyerek %6 azalmıştır. Yurtiçi bankaların yurtdışı şubelerinin oranı %2'den %4'e artarken, banka dışı kesimin oranı da %22'den %26'ya yükselmiştir. Diğer finansal kuruluşların oranı %22 ile aynı kalırken 2012'de finansal olmayan kuruluşların elinde hiç tahvil yok iken 2020 yılında %3'lük bir pay aldığı görülmektedir. Yine gerçek kişiler de 2020 yılında %3'lük bir oran ile yer almaktadır. Bu veriler, DİBS'leri elinde tutanların içerisinde 2012'den bu yana kurumsal yatırımcıların oranının azalarak kurumsal olmayan yatırımcıların da tercih ettiği enstrüman haline geldiğini göstermektedir. Nitekim bu durum DİBS piyasasının gelişmesi açısından önemli bir husustur.

4.SONUÇ

Tahviller uzun vadeli bir borçlanma aracı olarak sermaye piyasalarının önemli enstrümanlarındandır. Gerek devletler gerekse şirketler tahviller vasıtası belirli bir faiz ödemesi karşılığında uzun vadeli borçlanma imkânı elde etmektedirler. Ancak tahviller enflasyon ve faiz oranından etkilenmektedir. Türkiye enflasyonun yüksek seyrettiği bir ülke olduğundan tahvillerin faiz getirileri ve hatta anapalarının değeri olumsuz etkilenmektedir. Bu durumda faiz oranının enflasyonu da içerecek şekilde cari döneme uyarlanması gerekmektedir. Türkiye’de ise düşük faiz uygulaması, enflasyonun artarak kronikleşmesine sebep olurken tahvillerin getirilerini de olumsuz etkilemektedir.

Tahviller devletler tarafından piyasaya müdahale etmek, vergi dışında kaynak sağlamak gibi amaçlarla kullanılırken şirketler tarafından yatırımları finanse etmek için yeni bir kaynak alanı oluşturmaktadır. Şirketlere tahviller vasıtası ile uzun vadeli yabancı kaynak girişi ise şirketler hakkında bir kanıya varmada sıkça başvurulmuş finansal oranların iyileşmesini sağlamaktadır. Ayrıca tahviller uzun vadeli bir borçlanma aracı olduğundan şirketler için olumlu bir imaj yaratmaktadır. Ancak bu kaynak girişi vade sonuna kadar şirketlerin finansal oranlarına etki etmektedir. Çünkü vade sonunda yapılan faiz ve anapara ödemeleri şirketten kaynak çıkışı olarak muhasebeleştirilecektir. Bu durumda tahvilin şirketlerin finansal oranlarına olumlu etkilerinin uzun vadede de sürmesi için sağlanan kaynağın şirket karlılığına ve büyümesine etki edecek şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir.

Türkiye’de sermaye piyasasına aktarılan tasarrufların ortalama birikimli olarak arttığı göze çarparken artışın içerisinde tahvilin payının nicelik olarak az olduğu görülmektedir. Yurtiçi yerleşikler için tercih edilen finansal varlıklar arasında 2011 yılından 2019 yılına kadar sürekli artış trendi gösteren pay senedi yatırımları alternatif bir enstrüman olarak tahvillere nazaran daha çok tercih edilmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin özel sektör borçlanma araçları yatırımları ise 2014 yılından 2019 yılına kadar artış trendindedir. Ancak özel sektör borçlanma araçlarının hisse senetlerine nazaran oldukça az bir pay aldığı görülmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihleri içerisinde özel sektör borçlanma araçlarına olan eğilimin pay senetlerine nazaran daha istikrarlı bir seyir izlediği görülsede yurtiçi yerleşikler tarafından tahvilin ve borçlanma araçları piyasasının daha az tercih ediliyor olması, tahvilin çok bilinen bir enstrüman olmamasından da

kaynaklanmaktadır. Aslında teorik olarak incelendiğinde Türkiye’de yıllardır düşük faiz politikası izleniyor oluşu, tahvillerin fiyatlarının artmasına ve günlük getirisinin azalmasına ve sonuçta net getirisinin azalmasına neden olmaktadır. Bu duruma bir de enflasyonun yüksek seyrediyor oluşu eklenince tahvil piyasasının gelişimine ket vurulmaktadır. Oysa pay piyasasında günlük getiri daha fazla olabilmektedir. Ayrıca tahvil piyasası işlemlerinin pay piyasasına nazaran daha kısıtlı kalmasının sebebi tahvilin uzun vadeli bir yatırım aracı oluşu ve özel sektör tahvillerinin devlet tahvilleri gibi risksiz bir yatırım aracı olarak görülmemesinden de kaynaklanmaktadır.

Yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri incelendiğinde 2011 ve 2019 yılları arasında toplam finansal varlıklarının artan bir trend izlediği görülmektedir. Ancak bir önceki yıla göre değişim incelendiğinde 2013 ve 2017 yılları hariç azalarak artan bir seyir izlediği görülmektedir. Yine yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihlerinde pay senetlerinin yerinin büyük olması ve özel sektör borçlanma araçlarına eğilimin az olduğu görülmektedir. Yurtdışı yerleşikler, Türk sermaye piyasasında sabit faizli getiri sağlayan tahvillere nazaran ortaklık hakkı ve temettü getirisi sağlayan pay senetlerini daha çok tercih etmektedir. Çünkü enflasyon olgusu, TL’nin değerini düşürmekte ve tahvillerin getirisini azaltmaktadır. Oysa hisse senetleri, sabit bir getiriye sahip değildir. Buradan yurtdışı yerleşiklerin Türk sermaye piyasasında uzun vadeli yatırım araçlarından özel sektör tahvilleri ile DİBS’leri pay senetlerine nazaran tercih etmedikleri görülmektedir. Özellikle yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri içerisinde tahvillerin daha az tercih ediliyor olması S&P, Moody’s gibi dikkate değer kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke ekonomisi için verdiği notlar ile de açıklanabilir.

Halka açık şirketlerin piyasa değeri, 2011 yılından 2019 yılına kadar artış trendi göstermektedir. Ancak bir önceki yıla göre fark incelendiğinde, halka açık şirketlerin piyasa değeri, volatil bir seyir izlemektedir. Şirketlerin büyüme verileri, hem pay piyasasında işlem gören senetlerin değerlerinin artmasına hem de işlem gören tahvillerinin değerinin artmasına neden olmaktadır. Piyasa değeri düştüğünde şirketlerin borçlanma kabiliyetini de azaltmaktadır. Nitekim sermaye piyasaları, reel piyasalara kaynak sağlamaktadır. Ayrıca enflasyonist dönemlerde yabancı yatırımlar da azalmaktadır. Çünkü ülkede enflasyon sorunu olduğundan mevcut tüketim seviyesinin yatırımı kara dönüştürememe riski vardır. Fakat yerli yatırımcılara borç verilirse, en az

enflasyon oranından daha yüksek olacak kadar faiz elde etme imkânı doğmaktadır. Bu sebeple yabancı yatırımcılardan borçlanma yoluyla finansman da enflasyon dönemlerindeki seçenekler arasındadır. Ancak enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde faiz oranı da düşükse, borçlanmaya giden şirketler açısından da borçlanma, öz kaynak finansmanından daha karlı bir sonuç verebilmekte iken yabancı yatırımcılar için bir tercih olmaktan çıkmaktadır. Türkiye’de şirketlerin yüklü meblağlarda borçlanarak kaynak bulmaları da oldukça güçtür. Tahvil ihracının belli bir sınıra tabi olması, şirketlerin borçlanma yoluna gitse dahi tahvilleri tercih edememesine, kredi gibi olanaklarla borçlanmaya gitmesine neden olmaktadır.

Saklamadaki pay senetleri, Merkezi Kayıt Kurumu’nda kaydıleşen pay senetlerini ifade etmektedir ve saklamadaki pay senetlerinde artarak artan seyir dikkati çekmektedir. Buradan piyasadaki hisse senetlerinin arttığı sonucuna varılabilir.

Özel sektör borçlanma araçları, yıllara göre artan bir trend izlemektedir. Yalnızca 2016 yılında azalarak artan yatay bir seyir görülürken, sonraki yıllarda artarak artan bir seyir göze çarpmaktadır. Özel sektör borçlanma araçlarının pay piyasasına nazaran istikrarlı bir seyir izlediği gözlemlenmektedir. Daha önce ifade edildiği üzere enflasyon, sabit getirili menkul kıymetlerin getirisini azaltmaktadır. Hem anapara enflasyon ile değer kaybına uğramakta, hem de sabit faiz getirisi değer kaybetmektedir. Ancak 2018 yılında saklamadaki pay senetlerinin artışında azalma gözlenirken özel sektör borçlanma araçları artarak artan trend izlemektedir. Ancak özel sektör borçlanma araçlarının pay piyasasına nazaran daha az tercih edilen bir enstrüman olması, özel sektör tahvillerinin geri ödenmeme riskinden kaynaklanmaktadır. Hem yurtiçi hem de yurtdışı yerleşikler, güvenli liman yatırımlarını daha istikrarlı ülkelerin tahvillerine yönlendirebilirler. Bunun nedeni Türkiye’nin dış borçlarının artması olarak yorumlanabilir. Çünkü dış borç stokunun artması, şirketlerin iflas etme olasılığını gösterirken tahvillerin de ödenmeme yani kredi riskini arttıran bir durumdur. Ayrıca TL’nin sürekli olarak değer kaybediyor oluşu da döviz cinsiden getirisi olan daha istikrarlı ülkelerin tahvillerini güçlü bir alternatif haline getirebilir.

Yurtiçi yerleşiklerin DİBS yatırımları yıllara göre artan bir seyir izlerken artış hızının 2014 yılında bir önceki yıla göre ciddi oranda olduğu görülmektedir. 2015-2018

yıllarındaki artışın yatay bir trend izlediği görülürken 2019 yılında yine ciddi bir artış olduğu gözlemlenmektedir. Yüksek enflasyonun yarattığı belirsizlik yurtiçi yerleşiklerin güvenli varlıklara talebini arttırmaktadır. Özellikle DİBS'ler – her ne kadar enflasyon karşısında getirisi azalsa da- faiz ve anapara ödemeleri devlet garantisi taşımaktadır.

Yurtdışı yerleşiklerin DİBS yatırımları incelendiğinde 2013 ve 2017 yıllarında artış, diğer yıllarda ise azalış gözlemlenmektedir. Buradan yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri arasında tahvillerin az tercih edilen bir enstrüman olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

Pay piyasası işlem hacimleri incelendiğinde 2013, 2015, 2017 ve 2018 yıllarında artan, 2014, 2016 ve 2019 yıllarında azalan seyrinde olduğu görülmektedir. Tahvil piyasasındaki işlem hacimleri de pay piyasasındaki işlem hacimleri ile yıllara göre aynı seyretmekte olup sayısal olarak tahvil piyasasındaki işlem hacimlerinin pay piyasasına nazaran çok daha az olduğu görülmektedir. Oysa tahviller likit varlıklardandır. Tahvil piyasasında işlem hacimlerinin pay piyasasına nazaran bu denli düşük olması, günlük getirisinin kupon faizlerinin düşük olması sebebi ile diğer enstrümanlara kıyasla daha az oluşundan kaynaklanmaktadır.

Türk Sermaye Piyasası'nda tahviller bir borçlanma aracı olarak hem devlet hem de özel sektör açısından önemli bir yere sahiptir. Borçlanma açısından değerlendirildiğinde tahvil ihracı, uzun vadeli bir enstrüman olduğundan diğer kısa vadeli borçlanma enstrümanlarına nazaran şirketler açısından daha prestijli bir görünüm arz etmektedir. Çünkü şirketlerin nakit akışı incelenirken özellikle kısa vadeli borçlara nazaran uzun vadeli borçlar, borç verenler, ortaklık düşüncesi içerisinde olanlar ya da ticari ilişki içerisine girmede karar alma süreçlerinde daha olumlu bir görünüm arz etmektedir. Ancak görülmektedir ki şirketler borçlanma aracı olarak tahvil ihracı yerine bir ortaklık belgesi olan pay senedi ihracına ağırlık vermektedir. Türkiye'de şirketler, borçlanma araçları ihracı yerine öz kaynak finansmanını tercih etmektedir. Şirketler açısından değerlendirildiğinde tahvillerin dönemsel olarak faiz ödemeleri ve vade sonunda anapara ödemesi, maliyetli olabilmektedir. Çünkü şirketler kar da etseler zarar da etseler tahvilin faiz ve anaparasını ödemekle yükümlüdürler. Oysa pay senedinde temettü ödemesi kar edilen yıllarda yapılmaktadır. Böylelikle şirketler zarara uğradığı dönemde herhangi bir ödemede bulunmakla yükümlü kalmamaktadırlar. Ayrıca şirketin borçlanma yerine öz

kaynak finansmanı ile yatırımlarını finanse etmesi, finansal oranların süresiz olarak iyileşmesine neden olabilmektedir. Çünkü öz kaynak finansmanı, şirketin öz kaynaklarında muhasebeleşirken tahviller uzun vadeli borçlarda muhasebeleştirilerek vade sonunda ödenmektedir. Hisse senetlerinin bedeli ise geri ödenmemekte yalnızca el değiştirmektedir.

Tasarruf sahipleri açısından incelendiğinde, sabit getirili tahvillerin getirisi enflasyonist süreçlerde azalmaktadır. Ancak tahvil talep edenler açısından incelendiğinde faiz getirisinin azalması, tahvillerin cazibesini azaltmaktadır. Bu durumda yatırımcılar için daha cazip olan seçenek değişken faizli tahvillerdir.

Değişken faizli ihraç edilen tahviller, faiz getirisinin enflasyon karşısında korunmasını sağlamaktadır. Ancak bu durumda da faiz oranlarını incelemek gerekmektedir. Nitekim düşük faiz politikasının izlendiği ekonomilerde faiz getirili yatırım enstrümanları da yatırımcılar açısından tercih edilmemektedir. Ayrıca faiz oranı ile tahvil fiyatı ters orantılı olduğundan düşük faiz durumunda tahvil fiyatı artacak ve yatırımcılar ikincil piyasada ellerindeki tahvili satmak isteyeceklerdir. Bu durumda yeni ihraç edilecek tahvillerin fiyatları da ikincil piyasadaki tahvillerin vade, miktar ve fiyatlarına bakılarak belirlenmesinden dolayı fiyatları yüksek olacaktır. Çünkü halka arzlarda ikincil piyasanın birincil piyasadaki enstrümanların fiyatlarını belirleme fonksiyonu vardır. Bu durumda küçük yatırımcı olarak tabir edilen tasarruf sahipleri açısından pahalı bir yatırım ürünü olan tahviller tercih olmaktan çıkacaktır. Çünkü borsada daha düşük fiyatlarla hisse senedi satın alarak küçük fiyat artışlarından daha çok kar etme durumu vardır. Ayrıca farklı hisse senetleri ile yatırımcılar risklerini minimize etmektedirler.

Tahvillerde faiz getirisi elde etmek için vade sonunu beklemek gerekmektedir. Yine de tahvil, yatırımcılar açısından oldukça düşük risk içeren bir yatırım aracıdır. Özellikle devlet tahvilleri devlet garantisi taşıdığından neredeyse risksiz sayılmaktadır. Özel sektör tahvillerinin ise vade sonunda tahvili ihraç eden şirketin ödeme riskini içerebileceği unutulmamalıdır.¹¹⁰

¹¹⁰ <https://piyasarehberi.org/piyasa/216-faiz-oranlari-ve-tahvil-fiyatlari-arasindaki-iliski>
Erişim Tarihi 24.06.2020

Türkiye gibi tasarrufların yatırım enstrümanlarına yönlendirilmesinin bir kültüre dönüşmediği ekonomilerde tahvillere olan talebin büyük ölçüde olması beklenmemektedir. Ayrıca ülkede tahvil ihracı şirketlerce önceden ihraç edilenlerin ifası gerçekleşmeden yapılamadığından sınırlanmaktadır. Oysa hisse senedi ihracı böyle bir sınırlamaya tabi değildir. Tahviller asla varlığını sürdürmeyi bırakmayacak bir borçlanma ve yatırım enstrümanı olarak Türkiye ekonomisi için büyük önem arz etmektedir. Tahvil piyasası işlemlerinin derinleşmesi ve gelişmesi, şirketlerin uzun vadeli borçlanarak finansman sağlamaları açısından önemli olup devlet tarafından bazı düzenlemelerle tahvillere teşvikin arttırılması gerekmektedir.



EKLER: FİNANSAL PİYASALARA VE FİNANSAL ARAÇLARA İLİŞKİN BAZI SAYISAL VERİLER

Ek Tablo 1: Yıllara Göre Finansal Piyasa Özet Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansal Varlıklar (Milyon TL)									
Yurtiçi Yerleşikler	777.31	847.10	1.024.344	1.423.332	1.640.534	1.828.058	2.153.178	2.563.414	3.156.857
<i>Pay Senedi</i>	57.802	63.773	76.331	80.543	87.595	88.816	108.256	120.552	131.876
<i>Özel Sektör Borçlanma Araçları</i>	--		--	38.210	44.127	47.692	54.783	71.344	86.581
Yurtdışı Yerleşikler	179.500	221.645	283.020	312.820	343.745	347.533	436.610	477.115	488.073
<i>Pay Senedi</i>	97.283	110.530	130.383	140.403	154.952	151.145	201.628	208.521	231.400
<i>Özel Sektör Borçlanma Aracı</i>	--		--	1.359	811	1.325	1.967	2.283	1.664
Piyasa Değeri (Milyon TL)									
<i>Halka Açık Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri</i>	443.341	469.607	550.380	551.513	583.044	597.663	773.695	823.204	906.459
<i>Saklamadaki Pay Senetleri</i>	157.748	176.049	213.126	220.517	242.191	239.417	309.638	329.073	363.276

Özel Sektör Borçlanma Araçları	--	--	---	39.569	44.939	49.017	57.058	73.628	88.245
Özkaynak Finansmanı (Birikimli)	1.000	407	1.017						
Şirket Halka Arz Tutarı Mn TL	762.0 8	355.9	687	180	35	34	758	4.307	102
Özel Sektör Borçlanma Araç Halka Arz Tutarı							66.695	93.918	
Sermaye Arttırmaları+ İkincil Halka Arz	---	---	---	---	---	---	---	5.158	4.628
Özel Sektör Borçlanma Araç İhracı (Birikimli)									
İhraç Sayısı	---	---	---						732
İhraç Tutarı (Mn TL)	---	---	---						114.31 2
Pay Senedi Portföy Değerleri (Milyon TL)									
Yerli Yatırımcılar					87.595	88.816	108.25 6	120.55 2	131.87 6
Bireysel					43.292	45.885	56.050	65.199	69.450

<i>Tüzel</i>					32.150	29.349	35.864	37.446	40.593
<i>Diğer*</i>					12.154	13.583	16.342	17.908	21.833
Yabancı Yatırımcılar					154.085	151.145	201.628	208.521	231.400
<i>Bireysel</i>					622	707	838	1.040	1.230
<i>Tüzel</i>					50.973	54.195	74.190	84.059	108.919
<i>Diğer*</i>					102.490	96.243	126.601	123.422	121.251
<i>*Kurumsal yatırımcılar dahildir.</i>									
Yatırımcı Sayısı									
<i>Pay Senedi</i>					1.056.279	1.053.294	1.045.737	1.150.288	1.176.334
<i>Özel Sektör Borçlanma Aracı</i>					135.612	119.731	86.888	78.483	73.951
BİST-100 Endeksi ve Pay Piyasası									
<i>BİST-100</i>	60.041	65.004	77.135	76.290	79.901	77.587	100.462	101.818	100.719
<i>BİST-100 (En Yüksek)</i>	70.072	78.579	93.179	86.234	91.412	86.344	115.333	120.845	114.754
<i>BİST-100 (En Düşük)</i>	49.622	49.694	63.885	61.189	69.309	68.568	76.144	87.143	83.675
<i>Günlük işlem Hacmi (Milyon TL)</i>	3.221	2.417	3.355	3.302	4.226	4.160	5.227	8.105	7.876

Yabancı Yatırımcıların Pay Senedi İşlemleri (Milyon \$)									
<i>Pay Senedi İşlem Hacmi (Birikimli)</i>	79.915	66.184	96.486	84.549	97.588	98.823	100.694	140.639	113.108
<i>İşlem Hacmi Payı</i>	15%	18%	20%	21%	22%	25%	24,75%	27,80%	30.80%
<i>Net Pay Senedi Yatırımı (Birikimli)</i>	-1.407	105.29	-99	1.147	-704	708	1.485	-1.516	-49

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

Ek Tablo 2: Yurtiçi Yerleşiklerin Finansal Varlıklarındaki Değişimin Bir Önceki Yıla Göre Hesaplanması

	Fark *	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansal Varlıklar (Milyon TL)									
Yurtiçi Yerleşikler		69.679	177.334	398.988	217.202	187.524	325.12	410.236	593.443
<i>Pay Senedi</i>		5.971	12.558	4.212	7.052	1.221	19.44	12.296	11.324

Özel Sektör Borçlanma Araçları	--		--		5.917	3.565	7.091	16.561	15.237
---	----	--	----	--	-------	-------	-------	--------	--------

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

*Bir önceki yıla göre hesaplanmıştır.

Ek Tablo 3: Yurtdışı Yerleşiklerin Finansal Varlıklarındaki Değişimin Bir Önceki Yıla Göre Hesaplanması

	Fark *	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansal Varlıklar (Milyon TL)									
Yurtdışı Yerleşikler		42.145	61.375	29.800	30.925	3.788	89.077	40.505	10.958
<i>Pay Senedi</i>		13.247	19.853	10.200	14.549	-3.807	50.483	6.893	22.879
<i>Özel Sektör Borçlanma Araçları</i>			--	1.359	-548	514	642	316	-619

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

*Bir önceki yıla göre fark alınmıştır.

Ek Tablo 4: Yıllara Göre Piyasa Değerleri Verileri

Piyasa Değeri (Milyon TL)	Fark *	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Halka Açık Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri</i>		26.26 6	80.77 3	1.133	583.04 4	46.15 0	176.03 2	49.50 9	83.25 5
<i>Saklamadaki Pay Senetleri</i>		18.30 1	37.07 7	7.391	21.674	- 2.774	70.221	19.43 5	34.20 3
<i>Özel Sektör Borçlanma Araçları</i>	--	--	---		5.370	4.078	8.041	16.57 0	14.61 7

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

*Bir önceki yıla göre fark alınmıştır.

Ek Tablo 5: Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Yatırımları

Finansal Varlıklar (Milyon TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Devlet İç Borçlanma Senedi</i>	64.381	71.075	73.533	327.801	351.132	385.668	433.045	482.309	653.649

Kaynak: www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx

*Yıllık ortalama değerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Ek Tablo 6: Yurtdışı yerleşiklerin DİBS yatırımları, bir önceki yıla göre fark

Finansal Varlıklar (Milyon TL)	Fark*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Devlet İç Borçlanma Senedi		6.694	2.458	254.268	23.331	34.536	47.377	49.264	171.340

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

* Yıllık ortalama değerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Tablo 7: Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Yatırımları (yıllık ortalama değer hesaplanmıştır)

Finansal Varlıklar (Milyon TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Devlet İç Borçlanma Senedi	61.542	80.585	113.381	111.915	105.538	100.979	109.045	104.003	87.355

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

*Yıllık ortalama değer hesaplanmıştır.

Ek Tablo 8: Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Yatırımları, bir önceki yıla göre fark

Finansal Varlıklar (Milyon TL)	Fark*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Devlet İç Borçlanma Senedi		19.043	32.796	-1.466	-6.377	-4.559	109.045	8.066	-21.690

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

* Yıllık ortalama değerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Ek Tablo 9: Piyasa işlem hacimleri

Piyasa İşlem Hacimleri (Milyar TL, Birikimli)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pay Piyasası	842	667	894	449	573	575	736	1.096	1.062
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı*	1.013	908	1.194	362	309	361	337	371	354

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

*Piyasa ve tescil işlemleri toplamıdır. (yıllık ortalama hesaplanmıştır.)

Ek Tablo 10: Piyasa İşlem Hacimleri

Piyasa İşlem Hacimleri (Milyar TL, Birikimli)	Fark*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pay Piyasası		-175	227	-445	124	2	161	360	-34
Tahvil-Bono Kesin Alım- Satım Pazarı*		-105	286	-832	-53	52	-24	34	-17

Kaynak: [www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM veri Spozet 2019-3.xlsx](http://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_veri_Spozet_2019-3.xlsx)

* Yıllık ortalama değerin bir önceki yıla göre farkı hesaplanmıştır.

Ek Tablo 11: Toplam DİBS Stoku İçerisinde Yurtdışı ve Yurtiçi Yerleşikler

Toplam DİBS Stoğu (Piyasa Değeri, Milyon TL)		Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Stoku	
Yıllar	Yurtiçi Yerleşiklerin DİBS Stoku	Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Stoku	
2020	1.241.424,80	1.198.938,20	42.486,70
2019	873.389,50	781.780,00	91.609,60
2018	633.497,20	536.579,80	96.917,40
2017	574.211,70	456.311,40	117.900,30
2016	496.956,30	402.518,10	94.438,20
2015	458.554,00	366.109,10	92.445,00
2014	459.924,83	340.205,19	119.719,63
2013	422.114,60	311.694,00	110.420,50
2012	437.815,50	327.418,90	110.396,60

Kaynak https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket#collapse_5

Ek Tablo 12: DİBS Stokunun Sektörel Dağılımı

DİBS Yatırımları						
Piyasa Değeri, milyon TL	Toplam (Milyon TL)	Yurtiçi Elinde Tutanlar (Milyon TL)	Bankalar (Milyon TL)	TCMB (Milyon TL)	Bankadışı Kesim (Milyon TL)	Yatırım Fonları (Milyon TL)
2020	1.241.424,80	1.198.938,20	843.942,10	89.831,50	265.164,60	84.590,90
2019	873.389,50	781.780,00	503.064,30	18.872,70	259.843,00	66.303,20
2018	633.497,20	536.579,80	330.827,80	13.603,10	192.148,90	34.297,70
2017	574.211,70	456.311,40	263.677,30	14.480,60	178.153,40	33.455,90
2016	496.956,30	402.518,10	228.046,90	13.878,80	160.592,40	31.703,90
2015	458.554,00	366.109,10	211.263,90	8.951,00	145.894,30	28.448,30
2014	459.924,83	340.205,19	198.123,94	9.192,48	132.888,76	23.589,17
2013	422.114,60	311.694,00	192.035,30	8.967,90	110.690,80	19.792,40
2012	437.815,50	327.418,90	212.264,90	8.458,10	106.695,90	16.984,00

Kaynak https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket#collapse_5

Ek Tablo 13: Diğer Finansal Kurumların DİBS Stoku İçerisindeki Payı

DİBS Yatırımları					
Piyasa Değeri, milyon TL	Diğer Finansal Kuruluşlar(Milyon TL)	Aracı Kurumlar(Milyon TL)	Finansal Olmayan Kuruluşlar(Milyon TL)	Gerçek Kişiler(Milyon TL)	Diğer(Milyon TL)
2020	156.427,30	839,8	10.523,90	12.759,20	23,5
2019	186.254,50	264,5	3.353,40	3.654,80	12,6
2018	151.665,80	218,9	2.409,40	3.497,70	59,3
2017	141.950,50	256	1.183,90	1.300,20	6,9
2016	126.515,10	291,3	1.176,00	897,6	8,4
2015	114.296,60	349,4	1.282,50	1.503,90	13,5
2014	104.683,11	283,39	2.327,60	1.962,54	42,92
2013	85.120,00	442,1	2.411,30	2.885,60	39,5
2012	84.367,30	539,5	1.930,00	2.873,20	2

Kaynak https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket#collapse_5

KAYNAKÇA

Kitaplar

Aksoy A.(1987), **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara, Aktaran: Rodoplu

G.(1993) Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, İstanbul

Akdiş M.(1995) **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**,

Ankara

Akın C.(1986), **Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma**, İstanbul, Kayıhan Yayınları, İstanbul

Arslanlı H.(1960), **Anonim Şirketler: II Anonim Şirketlerin Organizasyonu ve**

Tahviller, Fakülteler Matbaası, İstanbul

Aslan N.(1996), **Finansal Piyasalar, Kurumlar ve Araçlar (Uluslararası ve Türk**

Finans Piyasalarının Gelişimi), Bilim Teknik Yayınevi, II. Baskı,

İstanbul

Aslan N.(1997), **Uluslararası Özel Sermaye Akımları “Portföy Yatırımları ve Sıcak**

Para Hareketleri”, Türkmen Kitabevi, II. Baskı, İstanbul

Aslan N., Terzi N.(2013), **Küresel Finans**, Türkmen Kitabevi, İstanbul

Aşıkoğlu R.(1983), **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri**

Değerleme, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları No:35, Eskişehir

Binatlı C.(1974), **Türkiye’de Devlet Tahvillerinin Faiz Rejimi**, Sevinç Matbaası,

Ankara,

Borsa Rehberi (1928). (1990), **Borsa Tarihi Araştırmaları**, İstanbul Menkul Kıymetler

Borsası Yayınları, İstanbul

Canbaş S. Doğukanlı H.(1997) **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye**

Pazarı Analizleri, Genişletilmiş İkinci Baskı, Çukurova Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İstanbul

Doğu M.(1996), **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu,

İlk Baskı, Ankara

Domaniç H.(1960), **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul

- Ergin F.(1981), **Para ve Faiz Teorileri**, İstanbul Üniversitesi Yayınlarından No: 2752, İktisat Fakültesi No: 465, İstanbul
- Erolgaç Y.(2005), **Para Yönetiminde Profesyonel Yollar**, Dharma Yayınları, 1. Basım, İstanbul
- Fabozzi F.J.(1996), **Bond Markets, Analysis and Strategies**, Prentice Hall International Editions, 3. Edition, New Jersey
- Gibson William E., “**İnterest Rates and İnflationary Expenctations; New Evidence**”, **The Amerikan Economic Review**, (December 1972), Aktaran: Aşıkoğlu R.(1983), **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları No:35, Eskişehir
- İvgen H.(2003), **Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri için Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları Borsa Dizisi No:1, İstanbul
- Kanalıcı H.(1997), **Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler**, Sermaye Piyasası Kurulu, İlk Baskı, Ankara
- Kara Ş.(1990), **Sermaye Piyasası**, İstanbul
- Karaşin A.G.(1987), **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 4, Ankara
- Karlı M.(1989), **Sermaye Piyasası ve Borsa Menkul Kıymetler**, (y.y), İstanbul
- Konuralp G.(2005), **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul
- Robinson R.I.(1964), **Money and Capital Markets**, New York
- Rose P.S.(1983), **Money and Capital Markets**, Texas : Business Publications
- Sönmez C.(2007), **Enflasyon Hedeflemesinde Mali Piyasaların Rolü: Hisse Senedi Getirileri ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi**, İMKB, İstanbul
- Stiglitz Joseph E. Çeviren: Ömer Faruk Batırel (1994), **Kamu Kesimi Ekonomisi**, Marmara Üniversitesi Yayın No: 549 İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayın No: 396, 2. Baskı, İstanbul

Şakar S.Ü(1997), Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Anadolu

Üniversitesi Yayınları No:1010, Eskişehir

Özer G.(1996), **Muhasebe Karları ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler,**

Sermaye Piyasası Kurulu, İlk Baskı, Ankara

Özer İ.(1984/261) “**Türkiye’de 1970-1983 Dönemi Enflasyonu**”, Maliye ve Gümrük

Bakanlığı Araştırma, Geliştirme, Planlama ve Koordinasyon Kurulu

Tecer M.(1989), **Tahvil Yatırımlarının Yönetimi**, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi

Enstitüsü Yayınları No:233, Ankara,

Tevfik A.T(2005), **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları:458, Birinci Basım,

İstanbul

Ünkaya G, Aslan S. **Tek Düzen Hesap Planına Göre Finansal Muhasebe**, Beta Basım

AŞ, I. Baskı, Aralık 2009, İstanbul

Yaşar S.(2006), **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye**

Örneği, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:200, Ankara

Yılmaz C.(2015), **Osmanlıdan Günümüze Borsa, İstanbul Esham ve Tahvilat**

Borsası 1929-1985, Borsa İstanbul A.Ş, İstanbul

Kanunlar & Yönetmelikler & Tebliğler

RG: 21.01.2009, S:27177, “**Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve**

Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, (Seri: II, No:22)

RG: 31.07.1992, S: 21301

Sosyal Güvenlik Kurumu 2016 Yılı Düzenlilik Denetim Raporu

Sermaye Piyasası Kanunu, Yedinci Kısım Sermaye Piyasası Kurulu’na İlişkin Esaslar

SPK Tahvil Yönetmeliği

Türk Medeni Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda

Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun

Türkiye Varlık Fonu Bakanlar Kurulu Kararı, 17 Ekim 2016

Dergiler & Makaleler

Bayar D. Büker S.(1987), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, (E.İ.T.İ.A: Ders Notları, 1977), s. 206, Aktaran: Aşıkoğlu R.(1983), Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme, Eskişehir

Nizamoğlu A.(1981), **“Sermaye Piyasası” Para Dergisi**, (Ekim 1981), Aktaran: Aşıkoğlu R.(1983), Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme, Eskişehir

Roll Rıchard, **“Interest Rates on Monetary Assets and Commodity Price Index Changes”**, **The Journal of Finance**, (May 1972), Aktaran: Aşıkoğlu R.(1983), Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme, Eskişehir

Seminerler

Tekinalp Ü.(9 Nisan1982), **“Yeni Sermaye Piyasası Yasası Konulu Seminer”**, E.İ.T.İ.A. Eskişehir, Aktaran: Aşıkoğlu R.(1983), Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme, Eskişehir

İnternet

Çatakoğlu B., **Tahvillere Sağlanan Kar Payı Hakkı ve Hak Sahiplerinin Korunması**, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, dergipark.org.tr Erişim Tarihi: 13.11.2019

Emeklilik Gözetim Merkezi <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/istatistikler/> , Erişim Tarihi: 12.10.2019

ticaretkanunu.net Erişim Tarihi: 13.10.2019

ongoren.av.tr, Erişim Tarihi: 13.11.2019

<https://www.muhasebeturk.org/> Erişim Tarihi:15.11.2019

<https://www.tcmb.gov.tr/> Erişim Tarihi:18.11.2019

http://www3.tcmb.gov.tr/enflasyoncalc/enflasyon_hesaplayici.html Erişim Tarihi:20.11.2019

https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_14 Erişim Tarihi:

20.11.2019

<http://www3.tcmb.gov.tr/enflasyoncalc/enflasyonyeni.php> Erişim Tarihi:20.11.2019

<https://nedir.ileilgili.org/laffer+e%C4%9Frisi> Erişim Tarihi:19.11.2020

<https://www.ailevecalisma.gov.tr/asgari-ucet/> Erişim Tarihi: 22.11.2020

<https://www.borsaistanbul.com/files/2020-20.pdf> Erişim Tarihi: 22.11.2020

<https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-devre-kesici-tetikleme-orani-degisikligi-hakkinda.pdf> Erişim Tarihi: 22.11.2020