

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI PİYASASININ GELİŞMESİNDE DÜZENLEMELERİN ETKİSİ

Yener Coşkun

Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu
Aracılık Faaliyetleri Dairesi Başkan

• • •

Özet

Sermaye piyasaları özel ve kamu sektörü finansmanına katkı sağlamak suretiyle ekonominin büyümesine ve kamu açıklarının finanse edilmesine destek olmaktadır. İstikrarlı bir ekonomide güven içinde çalışan sermaye piyasalarında araç çeşitliliğinin artması şirketler kesiminin finansman olanaklarının ve finansal derinliğin artmasına katkı sağlamaktadır. Ancak ülkemizde sermaye piyasalarının özel sektöre finansman sağlama işlevinin ağırlıklı olarak hisse senedi ihraçlarına dayalı olduğu ve özel sektör borçlanma araçları ihraçlarının sınırlı olduğu görülmektedir. Çalışmamızda, özel sektör borçlanma piyasasının neden gelişemediği ve derecelendirme kurumlarının ve sermaye piyasası işlemlerinde özel sektör borçlanma araçlarının teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasına yönelik düzenlemelerin piyasanın geliştirilmesindeki rolü incelenmiştir. Bu kapsamda derecelendirme kurumlarının etkin hale getirilmesinin ve sermaye piyasası işlemlerinde söz konusu araçların teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasının/kullanım yoğunluğunun artırılmasının fiyatlama, değerlendirme ve likidite sorunlarının çözülmesine katkı sağlayabileceği düşünülmektedir. Ancak, anılan piyasanın yeterince gelişmemesinde birinci derecede etkili olan; dışlama etkisi, kredi kullanımı ve yurt dışı finansman gibi alternatif finansman araçlarının ön planda olması ve kurumsal yatırımcı talebinin yetersizliği biçiminde ortaya çıkan yapısal sorunlar karşısında; salt söz konusu düzenleme sahalarındaki değişikliklere dayalı olarak piyasanın gelişmesinin güç olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Özel sektör borçlanma araçları, tezgahüstü piyasa işlemleri, kredi derecelendirmesi, dışlama etkisi, repo ve ters repo.

Development of Corporate Bond Market: Regulatory Impact

Abstract

Capital markets working in confidence with sufficient diversity of financial instruments make positive contributions to private sector financing opportunities and financial depth in the markets. It is observed in the Turkish economy that capital market finance broadly depends on IPO market rather than fixed income or bond financing. In this paper, we analyse why corporate bond market do not work efficiently and whether credit rating agencies (CRAs) and using corporate bonds as collateral/portfolio asset in stock market transactions/portfolio management play a positive role for the development of the market. It is concluded however increasing effectiveness in credit rating and using bonds as collateral/asset in stock market transactions/portfolio management would help to reduce pricing, liquidity and valuation problems in the corporate bond market. But it is believed that merely changes in regulations would not sufficient enough to solve structural problems (crowding-out effect, alternative financing opportunities (i.e. debt financing from domestic/foreign creditors) and inadequate institutional investor demand) and hence develop the market.

Keywords: Corporate bond market, OTC transactions, credit rating, crowding-out effect, repo and reverse repo.

Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi* **

Giriş

Finansal sistemin gelişmesinde özel sektörün finansman ihtiyacının büyümesi, finansal piyasalarda fon arzının ve araç çeşitliliğinin artması, finansal aracılığın gelişmesi gibi finansal tarafı baskın unsurların yanı sıra; teknolojik gelişmeler, yaratıcılık, hukuk ve resmi disiplin çevresindeki gelişmeler gibi finansal olmayan unsurlar da etkilidir. Sermaye piyasaları özel ve kamu sektörü finansmanına katkı sağlamak suretiyle ekonominin büyümesine ve kamu açıklarının finanse edilmesine destek olmaktadır. İstikrarlı bir ekonomide güven içinde çalışan sermaye piyasalarında araç çeşitliliğinin artması şirketler kesiminin finansman olanaklarının ve finansal derinliğin artmasına katkı sağlamaktadır.

Bu açıdan bakıldığında ülkemizde sermaye piyasalarının özel sektöre finansman sağlama işlevinin ağırlıklı olarak hisse senedi ihraçlarına dayandığı ve özel sektör borçlanma araçları ihraçlarının son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda 2000-2001 krizi sonrasında tüketici ve konut kredilerinde gözlenen artışlara karşın menkulleştirmelerin ortaya çıkmaması ve özel sektör bonosu ihraçlarının da düşük hacimli ve esas itibarı ile tahsisli olması dikkat çekicidir.

Bu çalışmada, özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmemesinde birinci ve ikinci derecede etkili olan unsurlar ve derecelendirme kurumlarının ve sermaye piyasası işlemlerinde özel sektör

* Görüş ve önerileri için Doç. Dr. C. Coşkun Küçüközmen'e teşekkür ederim.

** Bu çalışmada ileri sürülen görüşler yazara ait olup, yazarın bağlantılı olduğu kurumların görüşlerini yansıtmaz.

borçlanma araçlarının teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasına yönelik düzenlemelerde yapılacak değişikliklerin piyasanın geliştirilmesindeki rolü tartışılmaktadır.

1. Özel Sektör Finansmanının Kaynakları ve Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası

1.1. Küresel Veriler

Şirketler kesimi yeni projelerini hayata geçirmek için finansmana ihtiyaç duymaktadır. Bunun için ilk olarak iç kaynaklara yönelinmektedir. 1970-1989 dönemini kapsayan çalışmalarında Allen/Gale (2004: 701-707), iç (dahili) finansmanın finansal olmayan kuruluşlar için ABD, İngiltere, Japonya, Fransa ve Almanya'da en önemli finansman aracı olduğunu belirlemiştir.

Tablo 1. Seçilmiş Ülkelerde Finansal Olmayan Kuruluşların Finansman Biçimleri (1970-1989)

Finansman Biçimi (%)	ABD	İngiltere	Japonya	Fransa	Almanya
Dâhili Finans	91.3	97.3	69.3	60.6	80.6
Banka Finansı	16.6	19.5	30.5	40.6	11
Bonolar	17.1	3.5	4.7	1.3	-0.6
Yeni Hisse Senedi İhracı	-8.8	-10.4	3.7	6	0.9
Ticaret Kredisi	-3.7	-1.4	-8.1	-2.8	-1.9
Sermaye Transferleri	-	2.5	-	1.9	8.5
Diğer	-3.8	-2.9	-0.1	-6.5	1.5
İstatistikî Düzeltmeler	-8.7	-8	0	2.5	0

Kaynak: (Allen/Gale, 2004: 702).

Brenner (2007: 225-226), sermaye piyasalarının en fazla geliştiği ABD'de mali sektör dışı şirketlerin sermaye harcamalarının 1950-1973 arasında % 93'ünün ve 1973-1995 arasında da % 87'sinin şirket fonlarıyla yapıldığını, fon sağlama açısından yeni hisse ihracının mali sektör dışı şirketlerin hiçbirinde önemli bir yer işgal etmediğini ve 1980'den sonra mali sektör dışı şirketlerin tamamının genel olarak hisse satmak yerine satın alma yoluyla hisseleri piyasadan geri çektiğine vurgu yapmaktadır.

Borsa finansmanı, Türkiye'nin de dâhil olduğu gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) ve gelişmiş ekonomiler için birincil finansman biçimi olarak görünmemektedir. Bununla birlikte, borsa finansmanının istisnai dönemlerde güçlü bir seçenek haline dönüşebileceğini de belirtmek gereklidir. Bu bağlamda ABD'de 1993-2000 arasında yaşanan ekonomik genişlemenin en önemli kaynağını teşkil eden yeni ekonominin borsanın reel sektör finansmanındaki rolünü önemli ölçüde artırdığı bilinmektedir. Keza küresel kriz öncesine kadar ipotek kredilerinin menkulleştirilmesinin de ABD ekonomisinde benzer etkilerde bulunduğu söylenebilir.

Sermaye piyasalarının büyüme ve kalkınma süreçlerine katkı noktasındaki başarımı (performansı), sermaye piyasaları aracılığıyla özel sektörün finansman olanaklarına yapılan katkı açısından ölçülebilir. Bu bağlamda birincil sermaye piyasası işlemlerinin gelişmişliği, ikincil sermaye piyasası işlemlerinin etkin piyasa koşullarında yapılması ve likiditesinin yüksek olması sermaye piyasalarının ekonomiye yönelik katkılarını ençoklaştıracaktır.

Bu bağlamda yeni menkul kıymet ihracı şirketler kesimi için finansman olanağı ve yatırımcılar için de alternatif yatırım aracı anlamına gelmektedir (Santomero/Babbel, 2001: 398-403). İkincil sermaye piyasalarının ulaştığı boyutlar ise küresel hisse senedi ve bono piyasası verileri çerçevesinde değerlendirilebilir.

2006 yılı itibarı ile küresel bono piyasasının büyüklüğü 66,2 trilyon dolardır. Bu rakam, 10 yıl öncesine göre piyasa değerinin ikiye katlandığı anlamına gelmektedir. Bu tutarın % 26'sına karşılık gelen 17,5 trilyon dolar uluslararası bono piyasasında ve % 74'üne karşılık gelen 48,7 trilyon dolar da yerel bono piyasalarında bulunmaktadır. Aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere, önemli bir kısmı kamu borçlanma aracı işlemleri olmak üzere, günlük 900 milyar dolarlık bono işlemi yapılan ABD bono piyasaları 2006/Eylül itibarı ile küresel yerel sabit getirili araç piyasasının yaklaşık % 45 ini oluşturmaktadır. Bono piyasalarının GSYİH'ya oranı açısından % 197 ile Japonya ilk sırada gelirken, bu ülkeyi % 195 ile ABD ve % 175 ile İngiltere izlemektedir (IFSL, 2007: 9-12).

2007 yılında, Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchange) üyelerince gerçekleştirilen bono ihraçları yoluyla elde edilen sermaye tutarı 4,6 trilyon dolardır. Bu tutarın 1,4 trilyon dolarını Lüksemburg borsasında ağırlıklı olarak yabancıların gerçekleştirdiği bono ihraçları oluşturmaktadır. Lüksemburg'u, 906 milyar dolarlık bono ihracı ile Londra Borsası izlemektedir (World Federation of Exchange, 2008: 105).

Tablo 2. İhraççının Menşesine Göre Yerel Sabit Getirili Araç Piyasaları (2006/Eylül) (milyar dolar)

	Toplam	Kamu	Finansal	Şirket
ABD	21,792	6,141	12,905	2,747
Japonya	8,429	6,774	985	670
Almanya	2,137	1,161	832	144
İtalya	2,470	1,502	687	281
Fransa	2,165	1,187	727	252
İngiltere	1,177	795	359	23
Kanada	1,013	637	254	122
İspanya	1,134	438	415	281
Belçika	442	323	76	43
Diğer Ülkeler	7,956	4,665	2,311	988
Dünya	48,715	23,613	19,551	5,551

Kaynak: (IFSL, 2007: 10).

Borsalarda kayıtlı bono adetleri incelendiğinde, 2007 yılı itibarı ile Lüksemburg borsası tamamı yabancı bonolar olmak üzere 31.469 kayıtlı bonoyla dünyanın en büyük bono piyasasıdır. Onu 26.031 bono ile Deutsche Börse ve 24.385 bonoyla İrlanda borsası izlemektedir.

2007 yılı itibarı ile en fazla bono işlem hacmine sahip borsaların başında 5,9 trilyon dolar ile BME İspanyol borsası gelmektedir. Söz konusu borsayı 3,6 trilyon dolar ile Londra borsası ve 2,8 trilyon dolar ile OMX Nordic Exchange izlemektedir. 2007 yılı itibarı ile İMKB bono piyasası işlem hacmi ise 466 milyar dolardır (World Federation of Exchange, 2008: 98-101).

Tablo 3. Borsalarda Kayıtlı Bonolara Göre Dünya Borsaları (2007)

Borsa Adı	Toplam Bono Adedi	Yurt içi Özel Sektör Bonosu	Yurt içi Kamu Sektörü Bonosu	Yabancı Bonolar
Lüksemburg Borsası	31.469	0	0	31.469
Deutsche Börse	26.031	15.475	1.374	9.182
İrlanda Borsası	24.385	6.546	29	17.810
Londra Borsası	12.620	6.990	124	5.506
İMKB	224	2	196	26

Kaynak: (World Federation of Exchange, 2008: 98).

2007 yılında bono piyasası değeri Lüksemburg borsasında 7,9 trilyon dolar, Osaka borsasında 5,1 trilyon dolar ve Londra borsasında da 3,8 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bono piyasaları ihraççılar açısından değerlendirildiğinde ise, 2.609 adedi yabancı, 623'ü özel sektör ve 5'i de yerel kamu bonusu ihraççısı olmak üzere 3.237 bono ihraççısı ile 2007 yılında dünyanın en fazla bono ihraççısının İrlanda borsasında olduğu görülmektedir (World Federation of Exchange, 2008: 96).

Tablo 4. Bono İhraççıları Açısından Dünya Borsaları (2007)

Borsa Adı	Toplam Bono İhraççısı	Özel Sektör Bono İhraççıları	Kamu Sektörü Bono İhraççıları	Yabancı Bono İhraççıları
İrlanda Borsası	3.237	623	5	2.609
Lüksemburg Borsası	3.026	0	0	3.026
Deutsche Börse	1.999	177	36	1.786
İMKB	5	2	2	1

Kaynak: (World Federation of Exchange, 2008: 97).

Yeni bono ihraçları açısından da 2007 yılında dünyada en fazla bono ihraçı 10.015 adet ile İrlanda'da olmuştur. Bu ihraçların 7.142 adedini ise yabancılar gerçekleştirmiştir.

Tablo 5. Yeni Bono İhraççıları Açısından Dünya Borsaları (2007)

Borsa Adı	Toplam Yeni Bono İhraçı	Özel Sektör Yeni Bono İhraçları	Kamu Sektörü Yeni Bono İhraçları	Yabancı Yeni Bono İhraçları
İrlanda Borsası	10.015	2.868	5	7.142
Lüksemburg Borsası	8.294	0	0	8.294
Londra Borsası	4.611	2.052	33	2.526
İMKB	53	0	58	5

Kaynak: (World Federation of Exchange, 2008: 99).

Küresel kriz ile birlikte dünya genelinde faiz oranlarının (borçlanma maliyetlerinin) önemli ölçülerde düşmesi, küresel likidite bolluğu ve uluslararası bankalardan sendikasyon kredileri temin edilmesinde sorunlarla karşılaşılması şirket bonusu piyasasının özellikle 2009 yılı sonrasında hızla

büyümesine neden olmuştur. Söz konusu koşulların bir sonucu olarak 2010/Mart döneminde küresel şirket bonusu piyasası 2009/Aralık dönemine göre % 27'lik bir büyüme göstererek 738 milyar dolara ulaşmıştır (The Banker, 2010 ve Bloomberg Internet Sitesi, 2010).

1.2. Türkiye'de Özel Sektör Finansmanının Kaynakları

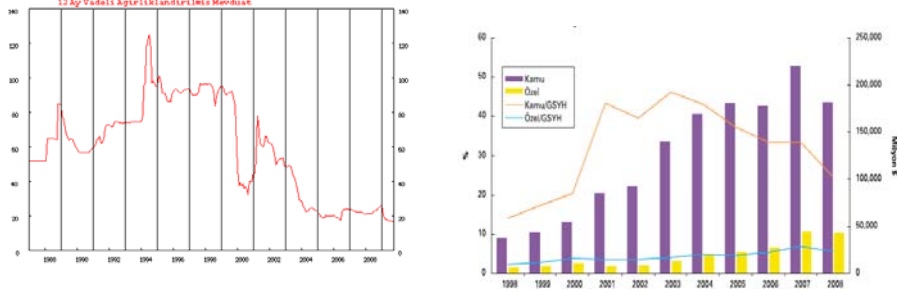
Ülkemizde kamu kesiminin yüksek finansman gereksinmesinin finansman maliyetlerini yükseltmesi ve (fon) miktarını kısıtlaması nedeniyle şirketler kesimi içsel kaynaklara ve ticari krediler benzeri alternatif kaynaklara yönelmektedir (Özaty/Öztürk/Sak, 2006: 26).

Ağırlıklı olarak kamu sektörü finansmanına yönelmiş olan İMKB'nin, özel sektör finansmanına uzun yıllar içinde aktardığı fonların esasen hisse senedi finansmanı kaynaklı olduğu ve gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında özel sektör borçlanma araçları ihracı yoluyla sağlanan kaynakların son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Özel sektör borçlanma araçları piyasasının ülkemizde az gelişmiş olmasının altında yatan nedenlerin başında dışlama etkisi ve alternatif finansman olanaklarının kullanılması gelmektedir.

Kamu kesiminin yüksek tutardaki fon ihtiyacı özel sektörün kullanımına sunulacak fon miktarının azalmasına ve fonun fiyatının yükselmesine yol açmaktadır. Bu noktada fon açığı bulunan özel sektör kurumlarının kamu kesimi ile faiz rekabetine girememesi özel sektör borçlanma araçları ihracına dayalı fon temininin önündeki başlıca engel olarak düşünülebilir.¹ Özellikle 2000-2001 krizi sonrasında faizlerde yaşanan azalmalara karşın özel sektör borçlanma araçları piyasasının kayda değer ölçüde gelişmemesi dikkat çekicidir. Nitekim aşağıda yer alan grafiklerden de anlaşılacağı üzere krizi izleyen dönemde (mevduat) faiz oranlarında yaşanan azalmalara karşın kamu finansmanı ihtiyacı menkul kıymet stoklarının ağırlıklı olarak kamu kâğıtlarından oluşmasına neden olmuştur.²

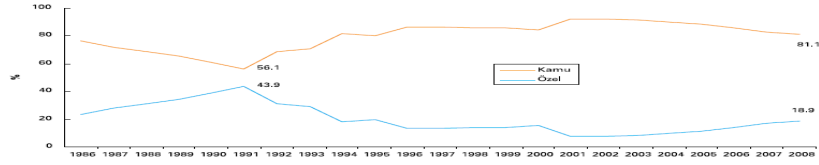
1 Piyasanın özel sektör borçlanma araçlarını daha riskli olarak değerlendirmesinin altında; AAA kredi derecesine sahip olsa bile özel sektör borçlanma araçlarının kredi riskinin tamamen ortadan kalkmaması ve kamu kâğıtlarının likiditesinin yüksek olması bulunmaktadır (Keio University, 2006: 20).

2 Açık veren ekonomilerde kamu borçlanma araçlarının finansal piyasalarda etkinliğini artırmasının olumlu bir yönü de bulunmaktadır. Derin ve likit kamu kağıdı piyasası özel sektör borçlanma araçlarının fiyatlanması için ölçüt işlevi görmektedir (Asian Development Bank, 2001: xxiii).



Grafik 1. Menkul Kıymet Stokları (1998-2008) ve Mevduat Faiz Oranları (1987-2009/6)

Kaynak: (SPK, 2009: 37) ve <http://evds.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 23.10.2009).



Grafik 2. Kamu ve Özel Sektör Menkul Kıymetlerinin Gelişimi (1986-2008)

Kaynak: (SPK, 2009: 37).

Sermaye piyasalarından hisse senedi finansmanına dayalı olarak temin edilen fonların özel sektör finansmanında sınırlı bir etkisinin olduğu bilinmektedir. Aşağıda yer verdiğimiz iki tabloda yer alan verilerden anlaşılacağı üzere, özel sektörün finansman ihtiyaçlarını ağırlıklı olarak yurt içi ve dışı “kredi” piyasalarından sağladığı anlaşılmaktadır.³

3 Yaygın olarak kullanılmasa da Türk şirketlerinin saklama sertifikası ihracı yoluyla da fon temin edebildiği görülmektedir. İlk kez 1993 yılında saklama sertifikası ihracı yapan Türk şirketlerinin 2006 yılı itibarı ile 42 adet saklama sertifikasına (DR) sahip olduğunu belirten Meta (2007: 17), 2006 yılı itibarı ile; Turkcell İletişim Hizmetleri, Türkiye Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Akbank, Türkiye İş Bankası, Finansbank, Tofaş, Anadolu Efes Bira, Vestel, Türkiye Ekonomi Bankası, Uzel Makine Sanayi, BİM Birleşik Mağazalar, EGS GYO ve Denizbank’tan oluşan Türk şirketlerinin saklama sertifikaları piyasa değerinin 1 milyar dolar ve Türk şirketlerinin piyasa değerinin ise 37,2 milyar dolar olduğunu belirtmektedir. Son durum itibarı ile Türk şirketlerinin saklama sertifikaları hakkında bilgi için bkz. www.adrbny.com.

Tablo 6. Reel Sektörün Finansal Borçları (2005-2008/Ağustos)

(milyon YTL)

	2005*	2006	2007	2008/Ağustos*
Firmalarca Kullanılan Krediler	129.374	201.663	245.916	300.446
A. Yurt İçinden	81.670	125.798	154.433	185.590
a. TP	53.766	81.174	106.894	128.312
b. YP (DEK dahil)	27.904	41.624	47.539	57.278
ABD Doları Karşılığı	20.796	29.613	41.007	48.764
B. Yurt Dışından	47.704	75.865	91.483	114.856
1. Türkiye’de Kurulu Banka’nın Yurt Dışı Şubelerinden	19.416	27.644	37.012	48.058
a. TP	1.033	954	1.175	390
b. YP (DEK dahil)	18.383	26.690	35.837	47.668
ABD Doları Karşılığı	13.700	18.988	30.913	40.582
2. Yurt Dışı Bankalardan	28.288	48.221	54.471	66.798
ABD Doları Karşılığı	21.082	34.306	46.986	56.869
*Finansal kiralama, faktoring ve tüketici finansman şirketlerinin verileri 2006 yılından itibaren alınmaya başlandığından 2005 verisi dâhil edilememiştir. Bu şirketlerin verilerinin üç aylık olması nedeniyle, Ağustos 2008 yerine Haziran 2008 verisi kullanılmıştır.				

Kaynak: (TCMB, 2008b: 30).

Reel sektörün 2005 yılı itibarı ile 129 milyar YTL olan finansal borç tutarı, 2008/Ağustos itibarı ile 300 milyar YTL’ye yükselmiştir. TCMB (2008b: 26) de yer alan 5.602 firmanın geçici verilerine dayalı olarak hazırlanan sektörel bilançoya göre; söz konusu firmaların 2007 yılı itibarı ile kaldıraç oranı % 48,2; kısa vadeli yabancı kaynakların pasifteki payı % 35,4 ve banka kredilerinin pasifteki payı % 16 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7. Finansal Kesim Dışındaki Türk Firmalarının Varlık ve Döviz Yükümlülükleri (2005-2008/Haziran)

(milyon ABD Doları) (1,2)

	2005	2007	2008/Haziran	Değişim (%) 06.08-12.07
Varlıklar	45.702	77.862	85.811	10
A. Mevduat	30.890	54.834	58.307	6
-Yurt içi bankalar (3)	12.636	24.402	26.092	7
-Yurt dışı bankalar (4)	18.254	30.432	32.215	6

B.Menkul Kıymetler	1.035	830	851	3
C.İhracat Alacakları	6.721	12.007	15.493	29
D.Y.Dışına Doğr.Serm Yat.	7.056	10.191	11.160	10
Yükümlülükler	72.245	138.810	167.256	20
A. Nakdi Krediler	55.578	118.906	145.096	22
-Yurt İçinden Sağlanan (5,6)	20.796	41.007	48.252	18
Banka Dışı Fin Kur.dan (7)	0	8.220	8.742	6
-Yurt Dışından Sağlanan (8)	34.782	77.899	96.844	24
Uzun Vadeli	33.954	76.303	94.681	24
B.İthalat Borçları	11.034	14.606	18.584	27
C.TMSF'ce Prot. Bağl. Al.	5.633	5.298	3.576	-32
Net Pozisyon	-26.543	-60.948	-81.445	34
<p>(1) Verilerin güncellenmesi nedeniyle TCMB'nin verileri arasında küçük farklılıklar olabilmektedir. (2) Verilere mali olmayan kamu girişimleri (KİT) verileri dahil değildir. (3) Katılım bankalarındaki katılım fonları dâhildir. (4) "Yurt Dışı Bankalardaki Mevduat" verisi Türkiye'de kurulu bankaların yurt dışı şubelerinin verilerini de içermektedir. Ayrıca, söz konusu veri içinde gerçek kişilerin ve banka dışı finansal kuruluşların mevduatının da olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. (5) Katılım bankalarının kullandığı fonlar dâhildir. (6) Dövizde endeksli krediler dâhildir. (7) Finansal kiralama, faktoring ve tüketici finansman şirketlerinden oluşmaktadır. Söz konusu şirketlerin verileri 2006 yılından itibaren alınmaya başlandığından 2005 verisi bulunmamaktadır. (8) Türkiye'de kurulu bankaların yurt dışı şubelerinden sağlanan krediler dâhildir.</p>				

Kaynak: (TCMB, 2008a: 31).

Küresel ekonomide yaşanan likidite bolluğunun sağladığı koşulların da etkisiyle, 2002 yılı sonrası gözlenen reel sektörün artan borçluluğunda yurt dışı finansman kaynaklarından sağlanan fonların önemli bir payı vardır. Nitekim 2008/Ağustos itibarı ile 300 milyar YTL olan sektörel borcun 114,8 milyar YTL'lik kısmı yurt dışından sağlanmıştır.

2008 yılı itibarı ile İSO 500 şirketlerinden sadece 93 ünün halka açık olduğu (Dünya Gazetesi, 2009)⁴ ve İMKB gibi prestij borsası olması gereken bir borsada bile KOBİ vasıfları gösteren, fiyat-piyasa büyüklüğü açısından NYSE veya Londra gibi büyük borsalarda görülemeyecek ölçüde küçük piyasa değerine sahip borsa şirketlerinin bulunduğu dikkate alındığında; şirketlerin sermaye piyasasının olanaklarından yeterince yararlanamadıkları görülmektedir. Bu nedenle şirketler kesiminin finansman için ağırlıklı olarak banka kredisine ve yurt dışı piyasalara yönelmesi olağan görünmektedir.⁵

1.3. İMKB ve Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası

Ülkemizdeki özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişimi önündeki sorunların analizinden önce, söz konusu piyasaya yönelik verilerin irdelenmesinde fayda vardır.

Tablo 8. Bono İhracından Oluşan Fonlara Göre Seçilmiş Ülkeler (2005-2006)

(milyon Dolar)

Borsa Adı	2006				2005			
	Yurt İçi Özel Sektör	Yurt İçi Kamu Sektörü	Yabancı	Toplam	Yurt İçi Özel Sektör	Yurt İçi Kamu Sektörü	Yabancı	Toplam
Luxemburg Borsası	43.091	0	1.308.820	1.351.911	46.845	0	1.194.674	1.241.520
Londra Borsası	407.281	104.316	406.703	918.301	280.640	130.417	267.635	678.693
Kore Borsası	33.619	367.010	0	400.629	38.168	354.009	151	392.329
Euronext	147.916	171.878	41.370	361.165	173.437	187.259	57.510	418.206
OMX	143.322	21.147	n.a.	164.470	246.333	18.640	n.a.	264.973

4 Söz konusu halka açık şirketler İSO 500 listesinde üretimden satışların % 38,13 ünü ve karın ise % 32,76 sını oluşturmaktadır (Dünya Gazetesi, 2009)

5 Şirketler kesiminin yurt dışı kaynaklardan sağlanan finansmana yönelmesi açık pozisyon risklerini de beraberinde getirmektedir. Nitekim finansal kesim dışındaki Türk firmalarının varlık ve döviz yükümlülükleri incelendiğinde 2005 yılı itibarı ile 26,5 milyar dolar olan varlık açığı (net) pozisyonunun, 2008/Haziran itibarı ile 81,4 milyar dolara yükseldiği görülmüştür. Diğer bir deyişle yurt içinden özel sektör borçlanma araçları ihracı yoluyla borçlanmadaki çeşitli kısıtlar ve hisse senedi finansmanı ile elde edilebilecek fonların sınırlı olması/sürekli olmaması karşısında Türk özel sektörü, risklerine rağmen, yurt dışı finansal piyasalardan borçlanma yolunu da tercih ettiği görülmektedir.

Tayland Borsası	3.028	91.190	0	94.218	2.869	10.329	0	13.198
Varşova Borsası	0	29.652	8,5	29.660	23	27.151	135	27.309
İMKB	83,4	79.888	0	79.971	0	115.707	0	115.707
Tel Aviv Borsası	10.534	6.723	106	17.363	10.032	7.145	0	17.177
Atina Borsası	13,9	0	0	13,9	0	0	0	0
Lubyana Borsası	197	1.275	0	1.471	616	2.140	0	2.757
Kolombiya Borsası	1.212	170	228	1.610	1.835	8	65	1.909

Kaynak: (World Federation of Exchange, 2007: 97).

Bono ihracı ile sağlanan finansman açısından değerlendirildiğinde, İMKB'nin kamu finansmanına yönelik bir yapısının olduğu görülmektedir. Dünya Borsalar Federasyonu'nun verilerine göre İMKB 2006 yılında 79,8 milyar dolarlık kamu sektörü bonusu ihracı ile, gelişmekte olan birçok ekonomiyi gerisinde bırakmıştır. Tablo 8'den anlaşılacağı üzere 2006 yılı itibarı ile İMKB sabit getirili özel sektör finansmanı açısından Lubyana ve Kolombiya borsalarının gerisinde kalmaktadır.

Tablo 9. Türkiye'de Özel Sektör Tahvil İhraçları (2005-2008)

Sayı	Yılı	Şirket	Ürün	Yöntem	Faiz Türü	Tutar (YTL)	Vade	Ek Getiri	İhraç Sırasındaki Satış Sonuçları
1	2005	Koç Tüketici Finansmanı	FB	Tahsisli	Sabit	13.000.000	18 ay		%100'ü ihracının bağlı olduğu holding'e ait vakıf
2	2006	Koç Tüketici Finansmanı	Tahvil	Halka Arz	Sabit	100.000.000	2 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli	87 baz puan	%17,3'ü ihraca aracılık eden kurumun bankası
3		Altinyıldız	Tahvil	Halka Arz	Sabit	20.000.000	24 ay vadeli	313 baz puan	% 52,5 ihracı şirketin bağlı olduğu holding, %23,8 ihraca aracılık eden kurum
4	2007	Koç Tüketici Finansmanı	FB	Tahsisli	Sabit	60.000.000	540 gün		%100 ihraca aracılık eden kurumun bankası
5		Koç Tüketici Finansmanı	FB	Tahsisli	Sabit	65.000.000	540 gün		%100 ihraca aracılık eden kurumun bankası
6		Koç Tüketici Finansmanı	FB	Tahsisli	Sabit	105.000.000	540 gün		%100 ihraca aracılık eden kurumun bankası
7		Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı	FB	Tahsisli	Sabit	40.000.000	540 gün		%100 ihraca aracılık eden kurumun bankası
8		C Faktoring	Tahvil	Tahsisli	Değişken	20.000.000	2 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli		%100 ihraca aracılık eden kurum
9	2008	Creditwest Faktoring	Tahvil	Halka Arz	Değişken	50.000.000	2 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli	310 baz puan	%32'si ihraca aracılık eden kurum
10		C Faktoring	Tahvil	Tahsisli	Değişken	20.000.000	2 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli		%100 ihraca aracılık eden kurum
11		Koç Tüketici Finansmanı	Tahvil	Halka Arz	Sabit	150.000.000	2 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli	95 baz puan	%98'i ihraca aracılık eden kurumun bankası
12		Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı	FB	Tahsisli	Sabit	50.000.000	540 gün		%100 ihraca aracılık eden kurumun bankası

FB: Finansman bonusu. Kaynak: (Koç, 2008: 5).

Yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminin makro ekonomik değişkenler üzerinde neden olduğu bozucu etkinin özel sektör borçlanma araçları piyasasındaki izdüşümlerini Tablo 9’da yer alan veriler çerçevesinde incelediğimizde; 2005-2008 döneminde ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarının vadesinin en fazla iki yıla kadar çıkabildiği, ihraç edilen menkul kıymetlerin ek getiri vermek suretiyle ihraç başarısını artırmaya çalıştığı⁶ ve ihraç edilen menkul kıymetlerin İMKB’de ikincil piyasasının oluşmadığı gözlenmektedir.

Tablo 10. SPK Kaydına Alınan Bazı Menkul Kıymet Stokları (1986-2010/Ocak)

Yıllar	Hisse Senedi	Şirket Tahvil	Finansman Bonosu	VDMK	KZOB	BB/BGB
1986	101,98	110,98			0,85	60,25
1987	187,20	317,53	55,80		0,75	76,24
1988	364,48	210,86	271,00		0,20	238,00
1989	971,54	604,51	465,35		2,00	98,00
1990	4.106,64	762,34	215,10		4,00	330,00
1991	4.443,52	813,34	667,37		15,00	726,00
1992	5.322,83	796,90	1.006,63	14.480,59	60,00	770,00
1993	9.573,37	715,23	1.205,45	52.756,39	0,00	2.387,51
1994	37.553,00	491,09	156,50	42.299,37	0,00	2.024,60
1995	51.332,65	1.883,10	1.533,00	113.928,45	300,00	1.300,00
1996	102.202,39	1.228,96	2.880,00	41.628,50	0,00	2.362,46
1997	305.732,07	1.495,46	2.200,00	23.000,00	0,00	9.934,50
1998	696.821,77	2.532,76	0,00	11.000,00	0,00	0,00
1999	678.870,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2000	3.007.974,04	0,00	0,00	0,00	0,00	12.471,06
2001	1.684.497,76	0,00	0,00	0,00	0,00	147.696,73
2002	1.597.316,83	0,00	0,00	0,00	0,00	83.613,92
2003	1.749.596,62	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2004	3.826.540,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2005	3.991.869,65	0,00	13.000,00	0,00	0,00	0,00
2006	10.880.574,35	150.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00

6 Bir karşılaştırma yapmak gerekirse; küresel likidite bolluğunun ülkemize yansıdığı ve ekonomik istikrarın görece olarak arttığı 2003-2007 döneminde bile Türkiye’de tatmin edici boyutlarda özel sektör borçlanma aracı ihracı yapılamazken, Fabozzi vd. (2005: 5), ABD’de şirket bonolarının vadesinin genellikle 1 ila 30 yıl arasında değiştiğini ve finansal gücü iyi olan yaklaşık 90 şirketin 1990’ların sonundan itibaren 100 yıllık vadelerde bono ihracına başladığını belirtmektedir.

2007	7.863.767,89	150.210,00	230.000,00	0,00	0,00	0,00
2008	11.696.189,97	200.000,00	50.000,00	0,00	0,00	0,00
2009	4.453.087,83	140.400,00	50.000,00	0,00	0,00	100.000,00
2010	1.102.300,00	30.000,00	80.000,00	0,00	0,00	0,00
Hisse senedi değeri satışa sunulan fiyat üzerinden ihraç tutarıdır. VDMK: Varlığa dayalı menkul kıymetler, KZOB: Kar Zarar Ortaklığı Belgesi, BB: Banka bonusu, BGB; Banka garantili bono.						

Kaynak: (SPK, 2010)

İMKB'nin faaliyete geçtiği 1986 yılından bu yana özel sektör borçlanma araçları türlerine göre incelendiğinde; şirket tahvili, finansman bonusu ve banka bonusu/banka garantili bonoların ön planda olduğu görülmektedir. KZOB sermaye piyasalarında çok az kullanılan bir araç olarak dikkat çekerken, VDMK ihraçlarının ise sadece 1992-1998 döneminde ortaya çıktığı gözlenmektedir. 2006-2010 döneminde; özel sektör borçlanma araçları ihraçlarında görülen canlanmayı sürükleyen başlıca araçlar ise tahvil ve finansman bonusu olmuştur.

Faiz oranlarının önemli ölçüde düştüğü⁷ve Türk ekonomisinin önemli bir performans gösterdiği 2003-2008 dönemine tekabül eden bir dönemde bile özel sektör borçlanma araçları piyasasında sınırlı bir gelişme gözlenmesi dikkat çekicidir.

Buna karşılık küresel kriz ile birlikte borçlanma maliyetlerinin önemli ölçüde düşmesi, küresel likidite bolluğunun sürmesi ve sendikasyon kredilerinin azalma eğilimi göstermesi; 2008 yılında piyasa büyüklüğü 9,6 milyar dolar olan Latin Amerika ve Karayipler bölgesindeki şirket bonusu piyasasının, 2009 yılı itibarı ile 55 milyar dolara yükselmesine neden olmuştur. Bu kapsamda, anılan bölgedeki en dikkat çekici gelişmeyi göstermiş olan, Brezilya'da 2007-2009 döneminde şirket bonusu piyasası büyüklükleri sırasıyla; 7,8 milyar dolar, 6 milyar dolar ve 21,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (The Banker, 2010).

7 12.01.2009 tarihinde ihale edilen 15.07.2009 itfa tarihli DİBS'in ortalama yıllık bileşik faizi % 16,18 iken, 17.08.2009 tarihinde ihale edilen 17.02.2010 tarihli DİBS'in ortalama yıllık bileşik faizi % 8,74 olarak gerçekleşmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2009: 4).

2. Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Önündeki Sorunların Arz ve Talep Yönlü Etkileri

Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinin önündeki engelleri önem derecesine göre birincil (yapısal) ve ikincil derecede önemli sorunlar olarak sınıflandırabiliriz.⁸ Birincil sorunlar, birbiri ile ilintisi bulunan; dışlama etkisi, banka kredisi ve yurt dışı finansman gibi alternatif finansman olanakları ve kurumsal yatırımcı talebinin yetersizliği olarak sınıflandırılabilir. Başlıca ikincil sorunlar; işlem maliyetleri, fiyatlama/likidite/değerleme sorunları nedeniyle ikincil piyasanın aktif olmaması, finansal ürün tüketim alışkanlıkları, özel sektör borçlanma araçlarına dayalı bir endeksin bulunmaması ve türev işlemlerin gelişmemiş olması, derecelendirme kurumlarının etkin olmaması ve söz konusu araçların yatırım ve teminat amaçlı işlemlere sınırlı ölçüde konu olması gibi görünmektedir.

Tablo 11’de de yer aldığı üzere söz konusu sorunlar özel sektör borçlanma araçları piyasasının arz ve talep yönlü gelişimini etkilemektedir.

2.1. Birincil Sorunlar

Genel olarak değerlendirildiğinde, özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmemesindeki nedenler arasında; yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminin neden olduğu dışlama etkisi “itici”⁹ ve sıcak para

8 TÜSİAD (2005: 31 vd.), özel sektör borçlanma araçlarına yönelik vergi oranının aşağı çekilmesi ve damga vergisinin kaldırılması; derecelendirme mekanizmasının geliştirilmesi; özel sektör borçlanma araçlarının işlem görebileceği tahvil ikincil piyasasının geliştirilmesi (bu kapsamda belli bir piyasa büyüklüğü sağlanana kadar işlem maliyetlerinin düşük tutulması ve piyasada şeffaflığın artırılması); sosyal güvenlik reformu, sigortacılık sektörünün sorunlarının giderilmesi ve bireysel emeklilik sistemlerine yönelik teşviklerin artırılması yoluyla kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi; ayrıca kurumsal yatırımcıların portföyüne özel sektör borçlanma senetlerinin kısıtlama olmaksızın alınmasına izin verilmesi; borçlanma senetlerine ilişkin icra, iflas ve tasfiye hükümlerinin ayrıntılı olarak düzenlenerek borçlanma senedi alacaklarının korunması için gerekli düzenlemelerin yapılması ve borçlanma araçlarının ihracına yönelik ilgili düzenlemelerde ihracı teşvik eden düzenlemelerin yapılması gerektiğini belirtmiştir.

9 Dışlama etkisinin hafiflemesinin piyasanın gelişimi üzerindeki etkisi Avustralya örneğinden hareketle irdelenebilir. 1998-2005 döneminde bütçe fazlası verilmesinin etkisiyle 1990’lar boyunca düşük ve istikrarlı bir enflasyonun gözlemlendiği Avustralya’da; merkezi ve yerel yönetimlerin borçlanma gereksinimi azalmış, ayrıca nominal faiz oranları da düşmüştür. Söz konusu makro ekonomik

ekonomisinin getirdiği koşulların şirket finansmanında kredi ve yurt dışı finansmanı cazip kılması ise “çekici” etki yapmaktadır.¹⁰

Tablo 11. Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Önündeki Sorunlar ve Temel Etkileri

	Arz Yönlü Etki	Talep Yönlü Etki
Birincil (Yapısal) Sorunlar		
Dışlama Etkisi	*	
Alternatif Finansman Olanakları	*	
Kurumsal Yatırımcı Talebinin Yetersiz Olması		*
İkincil Sorunlar		
İşlem Maliyetleri	*	*
İkincil Piyasanın Güçlü Olmaması (Fiyatlama/Tezgahestü İşlem/Likitide/Değerleme Sorunları)	*	*
Finansal Ürün Tüketim Alışkanlıkları		*
Türev İşlemlerin Geliştirilmesi		
Tezgahestü vadeli piyasa işlemleri		*
Borsadaki vadeli piyasa işlemleri		*
Swap piyasası		*
Özel Sektör Borçlanma Aracı Endeksinin Bulunmaması		*
Derecelendirme Kurumlarının Etkin Olmaması	*	*
Kıymetlerin yatırım ve teminat amaçlı işlemlere sınırlı ölçüde konu olması		*

Not: Tablo Yazar tarafından oluşturulmuştur.

gelişmelerin de etkisiyle Avustralya’da özel sektör borçlanma araçları piyasası, özellikle 1999-2005 döneminde, kamu borçlanma araçları piyasası karşısında hızlı bir büyüme göstererek en büyük sabit getirili araç piyasası haline gelmiştir (Battellino/Chambers, 2006: 45-46).

- 10 Sermaye piyasası mevzuatında bir yasak olmamasına karşın, mevduat toplayan bankaların banka bonusu ihracı yoluyla mevduata alternatif kaynak elde etmesinin çeşitli sakıncalar doğurabileceğine ilişkin görüşlerin (bkz. Habertürk Gazetesi, 2010 ve Milliyet Gazetesi, 2010) ihraçların yasaklanmasına neden olması halinde; bunun da piyasanın gelişmesinde yapısal bir sorun oluşturabileceğini not etmekte fayda vardır. Bu kapsamda 1990’lı yıllarda özellikle banka kredilerinin menkulleştirilmesi çerçevesinde büyüyen VDMK piyasasının sona ermesinde de benzeri kaygıların rol oynadığını belirtmek gereklidir.

Özel ve kamu sektörünün yurt içi sermaye piyasalarında rekabet halinde olması; dışlama etkisi ve vergiler yoluyla özel sektör bonoları aleyhine işlem maliyetlerinin artırılmasına neden olabilmektedir (Asian Development Bank, 2001: 618).¹¹ Yapısal nedenlere dayalı bu durum nedeniyle; özel sektör finansman ihtiyaçları ağırlıklı olarak bankacılık kesiminden temin edilen krediler ve yurt dışı piyasalardan sağlanan kaynaklara¹² dayalı olarak karşılanmaktadır. Bu bağlamda 2000-2001 krizi sonrasında yeniden büyüme içine giren sıcak para ekonomisi döviz kurunu görece düşük değerinde ve istikrarlı kılmıştır. Bu durumda kredi geri ödemelerinde kur riskinin azalması ise açık pozisyona dayalı kredi yönetimini yaygın ve finansman bağlamında karlı bir uğraş haline getirmiştir. Dolayısıyla, özellikle faizlerin yükselme eğilimi göstermesi ile birlikte, sıcak paraya dayalı büyüme modeli kapsamında döviz kurunda riskleri artıracak ölçülerde dalgalanmalar yaşanmadığı sürece, dış finansmanın maliyeti, özel sektör borçlanma aracı ihracının olası maliyetinden düşük olacak gibi görünmektedir.

Yurt içi piyasalarda kurumsal yatırımcı talebinin yetersizliği de; söz konusu kıymetlere yönelik talep yetersizliği yaratan piyasanın önündeki diğer bir yapısal sorundur. Yurt dışı piyasalarda emeklilik fonlarının sermaye piyasası araçlarına uzun dönemli talep yarattığı ve piyasanın istikrarına katkı sağladığı görülmekle birlikte; ülkemizde kurumsal yatırımcı tabanının dar olması sermaye piyasalarının ve bu bağlamda özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişiminin önündeki çözümü kolay görünmeyen sorunlar arasında yer almaktadır.

11 Çin'de hazine ve finansman bonolarından elde edilen gelirler üzerinden vergi alınmazken şirket bonolarından elde edilen faiz üzerinden % 20 oranında alınan verginin anılan araçların sunduğu avantajları ortadan kaldırdığı ve piyasanın gelişmesini engellediği belirtilmektedir (Huang/Zhu, 2007: 26).

12 Yabancı kaynağa dayalı finansman seçenekleri arasında yer alan; Türk şirketlerince yurt dışı piyasalarda ihraç edilen eurobond'ların, Türk bankalarınca alınan sendikasyon kredilerinin ve yurt içinde ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarının finansman maliyetlerinin karşılaştırılmasının nicel veriler çerçevesinde yapılması en doğru yaklaşım olarak görünmektedir. Ancak eurobond ve sendikasyon kredilerinin karşılaştırılmasında (düzenli resmi bir yayının bulunmaması, faizlerin şirketlerin risklilik seviyesine göre değişmesi vb.) veri sorunlarının bulunması nedeniyle bu konudaki tespitimizi genel bir gözleme dayandırmakla yetiniyoruz.

2.2. İkincil Sorunlar

Düşük işlem maliyeti ve sürekli fiyat müzayedesinin bulunması ikincil piyasaları arz ve talebin sürekli çalıştığı alternatif bir işlem platformuna dönüştürmektedir (Santomero/Babbel, 2001: 398-403). Bununla birlikte yapısal sorunlar kadar etkili olmasa bile işlem maliyetleri de özel sektör borçlanma araçları piyasasının önündeki sorunlardan biri olarak görülmektedir.

Ülkemizde menkul kıymet arzında, özellikle özel sektörün tahvil ihracında alınan vergiler ve diğer ücretler ihracın maliyetlerini etkilemektedir. Londra Borsası'nda tahvil ihraç tutarının % 0,014'ü kadar bir maliyet oluşurken, ülkemizde bu oran % 1,15'dir.¹³ % 0,01'in bile tahvilin maliyetini etkilediği günümüz piyasalarında bu oran oldukça yüksek kalmaktadır (TOBB, 2008: 52).¹⁴ Öte yandan, özel sektör borçlanma araçlarından sağlanan gelirlere uygulanan stopaj oranının düşürülmesi durumunda, finansman maliyetlerinin azalmasından doğabilecek avantajın araçların pazarlanabilirliğini artırması mümkün olmakla birlikte, Maliye Bakanlığı'nın benimsemediği bu politikanın hayata geçirilmesi kolay görünmemektedir.¹⁵

Özel sektör borçlanma araçlarının uzun yıllardır ön planda olmaması, yurt içi finansal piyasaların talep tarafındaki bireysel ve kurumsal yatırımcıların finansal ürün tüketim alışkanlıklarında diğer finansal araçlar lehine doğal bir ortam yaratmıştır. Bununla birlikte İMKB'nin ilk yıllarında hisse senedi işlemlerinin ve günümüzde de forex işlemlerinin yaygınlık kazanabildiği dikkate alındığında; yurt içi finansal ürün ve hizmetlere yönelik talebin, koşulların değişmesine koşut olarak, zaman içinde kayma gösterebileceği de belirtmek gereklidir.

Özel sektör borçlanma araçlarına dayalı türev işlemlerin geliştirilmesinin, söz konusu araçların likiditesinin artmasına ve risk yönetim süreçlerinin etkinliğinin geliştirilmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bankaların türev işlem piyasalarında aktif olduğu dikkate alındığında, sermaye piyasaları

13 Akfen Holding'in 2010 yılında gerçekleştirdiği tahvil ihracındaki toplam maliyet nominal ihraç tutarının % 0,885'ine tekabül etmektedir (<http://www.isyatirim.com.tr/AKFEN/Izahname.pdf>, Erişim Tarihi: 26.03.2010).

14 Özel sektör borçlanma araçlarının takas ve saklamasına ilişkin yeterli bilgi ve teknik altyapının Takasbank ve MKK özelinde mevcut olduğu düşünülmekle birlikte, söz konusu piyasanın aktif olarak faaliyete geçmesi durumunda altyapının gözden geçirilmesinin zaman ve işlemsel maliyetler doğurabileceğini de not etmekte fayda vardır.

15 Devlet tahvili ve hazine bonosunun yanı sıra özel sektör tahvil ve bonolarından elde edilen faiz gelirin de % 10 oranında stopaj uygulanmaktadır (Deloitte, 2009: 54).

finansal araçlarının özel sektör borçlanma araçlarına dayalı türev işlemlerini geliştirmesinin özel sektör borçlanma araçlarına yönelik ikincil piyasa talebini güçlendirebileceği düşünülmektedir.

Borsalarda da işlem görmekle birlikte, özel sektör borçlanma araçlarının temelde tezgahüstü piyasalarda işlem gördüğü gözlenmektedir. Tezgahüstü piyasada gerçekleştirilen bono işlemlerinin likit ve şeffaf olmaması nedeniyle bono yatırımcılarının bonolarını aktif işleme konu etmek yerine ellerinde tutmayı yeğlediği görülmektedir (Jin/Loh, 2002: 11).

Ülke örnekleri incelendiğinde Avustralya'da kamu ve özel sektör borçlanma araçları ikincil piyasasının tezgahüstü olduğu görülmektedir (Battellino/Chambers, 2006: 45). ABD'de ise özel sektör borçlanma araçları ağırlıklı olarak tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Bu kapsamda söz konusu kıymetler işleme yetkili kurumların bilançosunda tutulabildiği gibi, yetkili kurumlar arasında veya kıymeti envanterinde bulunan kurum ile müşterisi arasında da işleme konu olabilmektedir (Edwards, 2006: 31). Asya ülkelerinde ise özel sektör borçlanma araçları piyasasının likit olmadığı ve söz konusu araçlara dayalı ikincil piyasa işlemlerinin ağırlıklı olarak borsalar yerine tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirildiği belirtilmektedir (Gyntelberg/Ma/Remolana, 2006: 16,18). Son yıllarda ülkemiz özel sektör borçlanma araçları piyasasında bir canlanma olmakla birlikte, söz konusu kıymetlerin aktif ikincil piyasasının bulunmaması; fiyatlama, likidite ve değerlendirme sorunlarına neden olmaktadır. Söz konusu araçların homojen/likit olmaması ve piyasa değerinin düşük olmasının bir diğer sonucu ise anılan araçlara dayalı bir özel sektör borçlanma araçları endeksinin oluşturulmamasıdır.¹⁶ İkincil piyasa sorunları ve endeks bulunmamasının temelde talep yetersizliğine neden olduğu düşünülmektedir.

Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişimini etkilediği düşünülen ikincil sorunlar arasında; derecelendirme kurumlarının etkin olmamasının ve söz konusu kıymetlerin sermaye piyasalarındaki yatırım ve teminat amaçlı işlemlere sınırlı ölçüde konu olmasının temelde talep yönünü zayıflatmak suretiyle piyasanın gelişimini olumsuz yönde etkilediği düşünülmektedir. Söz konusu unsurlarda sağlanabilecek gelişmeleri etkileyen faktörler arasında düzenleyici tedbirlerin ne ölçüde etkili olabileceği izleyen bölümlerde değerlendirilmektedir.

¹⁶ Bono endekslerinin yatırım ölçütü olarak kullanılabilmesi, 1990'ların sonunda itibaren Avustralya özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesine katkı yapan unsurlar arasında yer almaktadır (Battellino/Chambers, 2006: 45).

3. Düzenlemeler Yoluyla Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Geliştirilmesi

ABD’de şirketlerin gelişimi ile özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişimi eş anl olmuştur. 1850 ile 1900’lerin başına kadar olan dönemde özellikle demiryolu şirketlerinin borçlanma piyasasını kullandığı görülmektedir. 1880 yılında finansal olmayan kuruluşlarca ihraç edilen 2 milyar dolar büyüklüğündeki sabit getirili araçların piyasa değeri ABD GSMH’nin % 16 sı seviyesindeydi. ABD’de 1900-1917 döneminde 6 milyar dolardan 19 milyar dolara ulaşan özel sektör borçlanma araçları piyasası değerinin, kamu borçlanma araçları piyasası değerini aştığı gözlenmiştir (Friedman, 2004: 12-13). Ülkemiz sermaye piyasalarına bakıldığında özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinin; banka kredilerine yönelik talebin azalmasına bağlı olarak kısa vadeli faiz oranları üzerinde olumlu etki yapması, uzun vadeli ve geniş ölçekli faaliyetlerin finansmanının kolaylaşması ve yatırımcılara alternatif bir finansal ürün sunulması gibi faydalar doğurabileceği (TÜSİAD, 2005: 27-28), hatta tahvil ve bono benzeri araçların iyi düzenlenmesi ve vergisel açıdan avantajlı olması durumunda bir finans merkezi olarak İstanbul’a olan güvenin artacağı da (Türkiye Bankalar Birliği, 2009: 39) ileri sürülmektedir.

3.1. Düzenleme ve Finansal Sistemin Gelişmesi

Düzenlemeyi gerektiren nedenler hakkında geniş bir finansal yazın bulunmaktadır. Cecchetti (1999: 3) düzenlemeyi haklı çıkaran; tüketicinin korunması, sistemik riskin azaltılması ve açık veya örtülü hükümet garantilerinden kaynaklanan istismar riskinin azaltılması olmak üzere üç önemli gerekçenin bulunduğunu belirtmektedir. Llewellyn (2000: 34), düzenlemenin son tahlildeki amacının sistemik istikrarın ve tüketicilerin korunması olduğunu belirtmektedir. Yazar ayrıca, düzenlemenin yokluğunda ortaya çıkan optimal olmayan sonuçların, tüketici refahının azalmasından kaynaklanan piyasa mükemmeliyetsizliklerinin ve piyasa başarısızlıklarının ortadan kaldırılmasının düzenlemenin gerekçesini teşkil ettiğini vurgulamaktadır.

Düzenlemelerle oluşturulan hukuk sistemi ile finansal sistemin gelişmesi arasındaki ilişki farklı tecrübeler bağlamında literatürde tartışma konusu edilmiştir. La Porta vd. (1997 ve 1998: 1132), hissedarların ve kredi verenlerin şirket yöneticilerine karşı korunmasında ortak hukuk (common law)¹⁷sistemini

17 Yılmaz (1992: 166) de ortak hukukun (common law); İngiliz hukukunda yargıçların eski geleneklere dayanarak verdikleri kararlardan doğduğu ve tüm ülke için birleştirici bir rol oynadığı hususlarına yer verilmiştir.

benimseyen Anglosakson ülkeleri ve eski sömürgelerinin, Roma Hukuku'nu (civil law)¹⁸benimseyen ülkelere nazaran daha başarılı olmasının söz konusu ülkelerin sermaye piyasalarının ve finansal sistemlerinin gelişmesinde önemli rolünün olduğunu belirtmektedir.

Mahoney (2001: 27) de, ortak hukuk sistemindeki ülkelerin Roma Hukuku sistemini benimseyen ülkelere göre daha üstün olduğu tezini desteklemektedir. Öte yandan Anglosakson geleneğinin dışında kalan ülkeler, bu gelenekten gelen ülkelere nazaran daha küçük finansal sistemlere sahip olsa da, söz konusu ülkelerde de hukuk sisteminin finansal sistemin gelişmesinde önemli bir etkisinin olduğunu söylemek mümkündür.

Büyüme, kalkınma ve finansal piyasaların gelişimi için olmazsa olmaz koşul ekonomik ve siyasi istikrardır. Tesouro Nacional (2007: 4), Brezilya'daki özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde makro ekonomik çevrenin iyileşmesi, sağlam para politikası uygulanması ve kamu borcu profilinin iyileşmesi gibi unsurların yanında düzenleme sahasındaki değişikliklerin ve öz düzenlemenin önemli ölçüde etkili olduğunu altını çizmektedir.

Konu ülkemiz sermaye piyasaları açısından değerlendirildiğinde özel sektör borçlanma araçları piyasasının canlandırılması için alınabilecek düzenleyici tedbirlerin neler olabileceği gündeme gelmektedir. Özel sektör borçlanma araçları piyasasının geliştirilmesinin piyasa koşulları ve yapısal nedenlerle olan ilişkisi, piyasanın gelişimini sağlayabileceği düşünülen önerilerin tutarlılığını etkilemektedir.

Bölüm 3.1'de yer alan yapısal sorunlara çözüm üretmesi mümkün görünmese de, işlem altyapısını belirleyen düzenlemelerde yapılacak değişikliklerle borçlanma araçları piyasasının geliştirilmesinin mümkün olup olmadığı üzerinde durulması gereken bir sorudur. Bu bağlamda piyasanın önündeki ikincil sorunlara bakıldığında; derecelendirme kurumlarının ve sermaye piyasası işlemlerinde özel sektör borçlanma araçlarının teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasının/kullanım yoğunluğunun artırılmasının alınacak düzenleyici tedbirlerle hayata geçirilmesinin özel sektörün finansman araçlarına yönelik tercihlerinde yurt içi sermaye piyasalarında özel sektör borçlanma araçları ihracını geliştirici olup olamayacağı sorusunun analizinin piyasanın

18 Civil law Batı dünyasındaki iki önemli hukuk sisteminden biridir. Roma İmparatorluğu'nda doğmuştur. Dünyanın diğer yerlerinin yanı sıra Kıta Avrupası, Latin Amerika, İskoçya ve ABD'nin Louisiana eyaleti gibi yerlerde geçerlidir. Roma Hukuku olarak da anılmaktadır (Black's Law Dictionary, 1999: 239).

önündeki yapısal sorunların belirleyici etkisinin ve söz konusu araçların görece etkinliğinin tartışılması bakımından önem taşıdığı düşünülmektedir.

3.2. Derecelendirme Kurumlarının Geliştirilmesi ve Piyasanın Gelişimi

3.2.1. Genel Olarak

Derecelendirme kurumlarının etkin bir biçimde faaliyet göstermesi; risklerin belirlenmesine ve yatırım kararlarında ve şirketler kesiminin finansman sürecinde etkinliğin artmasını temin etmek suretiyle finansal piyasalarda güven ve istikrarın gelişmesine katkı sağlamaktadır.

Kredi derecelendirmesi, borçludan ve diğer kaynaklardan temin edilen güvenilir bilgiler çerçevesinde, borçlunun kredi değerliliği hakkında bağımsız görüş verilmesidir. Kredi derecelendirmesi borcun piyasa tarafından kabul edilmesinde ve fiyatlanmasında önemli bir ölçüttür (El Daher, 1999: 1). Kredi derecelendirmesinin önemli olmasının altında bulunan başlıca unsurlar; piyasa tarafından maliyetsiz olarak edinilebilmesi, bağımsız ve nesnel olması ve sürekli olarak tahmin edici bir içeriğinin bulunmasıdır (Keller, 2006: 39). 1990'ların sonundan itibaren Avrupa'da kredi değerliliğinin belirlenmesi sürecinde kredi derecelendirme kurumlarının öneminin arttığı görülmektedir. Söz konusu kurumların kararları potansiyel yatırımcıların ve ihraççı kurumların kararlarını etkilemektedir (Deutsche Bundesbank, 2004: 22).

Kredi derecelendirmesi gelişmiş ülkelerde uzun süredir kullanılmaktadır. ABD'de Moody's ve Standard and Poor's, ihraççı tarafından ücretlendirilmese bile, ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) tarafından kayda alınan vergilendirilebilir bütün menkul kıymetleri derecelendirmektedir. Yerel derecelendirme şirketlerinin etkili olduğu Japonya'da ise 1959 yılından bu yana kredi derecelendirmesi kullanılmaktadır (Luengnaruemitchai/Ong, 2005: 10). Japonya'daki özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişiminde kredi derecelendirmesinin önemli bir işlevi olmuştur (Ichiue, 2006: 88). GOÜ açısından bakıldığında derecelendirme kurumunun etkin olmasının sabit getirili araç piyasalarındaki sermaye akışkanlığını desteklediği görülmektedir.

Derecelendirmenin konusunu sabit getirili veya yapılandırılmış finansal ürünler ve şirketlerin kurumsal yönetim kalitesinin ölçülmesi teşkil edebilmektedir. Şirketler tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının kredi değerliliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenmesi; menkul kıymetin içerdiği risk çerçevesinde fiyatlanmasına, menkul kıymeti arz ve talep

eden arasındaki bakışsız bilgi sorununun etkilerinin azaltılmasına¹⁹ ve piyasadaki fiyat etkinliğinin yükselmesine katkı sağlamaktadır. Etkin bir biçimde belirlenmesi halinde derecelendirme kurumunun; piyasa disiplininin gelişmesini, finansal ürün ve hizmet tüketicilerinin portföy tercihlerini bilgilendirilmiş (informed) bir biçimde yapmasını ve şirketler kesiminin yüksek sermaye ile çalışmasını etkileyebileceği söylenebilir.²⁰

Ancak küresel kriz çerçevesinde derecelendirme şirketlerinin ipotek kredilerinin menkulleştirilmesi sürecinde menkul kıymet kalitesini yeterince iyi ölçemediğinin ortaya çıkması ile birlikte derecelendirme kurumlarının etkinliğinin tartışma konusu edildiği görülmektedir. Örnek vermek gerekirse Moody's Lehman Brothers'ın borçlarına; iflas başvurusu yapılmasından hemen önce yatırım yapılabilir bir dereceyi temsil eden A2 notunu vermiştir. Yine Moody's 170 milyar dolarlık kurtarma paketi ile fon aktarılan AIG'in kıdemli teminatsız borçlarına AIG'e ABD devleti tarafından el konulmasından bir hafta önce A2'den daha güçlü bir derecelendirme notu olan AA3 notunu vermiştir (The New York Times, 2009). The Economist (2007: 26-34) derecelendirme şirketlerinin ipotek kredilerinin menkulleştirilmesi sürecinde menkul kıymet kalitesini yeterince iyi ölçememelerine karşın, kendi karlılıklarını artırma çabasıyla iyi notlar vermesinin krizin nedenleri arasında olduğunu altını çizmektedir.²¹

19 Özel sektör borçlanma araçları piyasasında bakışsız bilgi sorununu asgariye indirecek diğer bir unsur da piyasadaki şeffaflığın artmasıdır. ABD'deki piyasada fiyat verilerinin bulunmamasını kabul edilemez olarak niteleyen eski SEC başkanlarından Levitt (1998), şeffaflığın artmasının yatırımcıların daha iyi kararlar vermesini sağlayacağını ve piyasanın dürüstlüğüne olan inancı artıracığını belirtmektedir.

20 Bu kapsamda finansal kurumlar, analistlerin ve derecelendirme şirketlerinin olumsuz değerlendirmelerinden korunmak için öngörülenin üzerinde sermayeye sahip olma eğilimi gösterebilmektedir. The Joint Forum (2001: 53), varlık değeri 1 milyar doları aşan şirketler üzerinde yapılan bir incelemede, finansal kurumların düzenlemelerde öngörülen sermayenin üzerinde sermayeye sahip olduğunu belirlemiştir. Buna göre zorunlu sermayenin, bankalar 1,3 ve 1,8 katı kadar; menkul kıymet şirketleri 1,2 ve 2,2 katı kadar, hayat sigortası şirketleri 2-3 katı kadar ve mal ve kaza sigortası şirketleri de 2-4 katı kadar sermayeye sahiptirler. Söz konusu yaklaşımın altında hem yatırımcılara ve hem de piyasa disiplininin diğer aktörlerine güçlü bilanço sunulması düşüncesi bulunmaktadır.

21 Kredi derecelendirme şirketlerince verilen kredi derecelerinin yanlış yorumlandığını belirten Goodhart (2008: 337); AAA derecesine sahip hazine bonosu ve yine AAA derecesine sahip teminatsız ipotek senedinin (TİS) kıdemli diliminin aslında farklı risklere sahip olmakla birlikte, TİS'in derecelendirme notunun temerrüt riski ile

Sistemin güçlendirilmesi için üzerinde durulması gereken başlıca unsurlar arasında; yapılandırılmış finansal ürünlerin risklerinin şeffaf olmaması, menkulleştirme sürecinden kaynaklanan risklerin iyi yönetilememesi ve kredi derecelendirme sisteminin kullanışlı ve şeffaf olamaması yer almaktadır (Financial Stability Forum, 2008: 9-10). Dolayısıyla, kriz ile birlikte bakışsız bilgi sorununu azaltması beklenen muhasebeleştirme, finansal raporlama ve kredi derecelendirme süreçlerinin, sorunlu krediler ve menkul kıymetler hakkında yeterince bilgi vermediği anlaşıldığından söz konusu alanlara ilişkin standartlarının yakın gelecekte gözden geçirilmesi beklenmektedir.

3.2.2. GOÜ Perspektifi

GOÜ'deki yerel bono piyasalarında yeterli kredi riski değerlendirmelerinin bulunmaması, yerel özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişiminde başlıca engeli teşkil etmektedir (Mathieson/Roldos, 2004: 17).

1990'lı yıllarda derecelendirme kurumlarına yönelik talep artış göstermiştir. Söz konusu gelişmede; gelişmiş ülkelerin çoğunda enflasyon beklentisinin düşük olması ve faiz oranlarının tarihi olarak düşük seviyelerde olması, risk yönetiminde ürün geliştirmesi faaliyetleri, menkulleştirmeye yönelik yasal altyapının sağlanması ve finansal sistemin istikrarını kontrol eden düzenleyici kurumların ve portföy oluşturulmasında özel sektör kurumlarının derecelendirmeyi sistemlerine katmaları etkili olmuştur (Keller, 2006: 40).

İlave bir maliyete neden olsa da özel sektör borçlanma araçlarının derecelendirme konusu edilmesinin piyasanın canlandırılmasına katkı sağlayıp sağlamayacağı ülke örneklerinden hareketle aşağıda incelenmektedir.

Asya'da özel sektör borçlanma araçları piyasası yüksek kredi derecelendirme notlarına sahip menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Bu kapsamda Malezya'da ihraçların (% 40'ı AAA derecesine sahip olmak üzere) % 80'i AAA ve AA kredi derecesine sahip menkul kıymetlerden oluşurken, Kore özel sektör borçlanma araçları piyasasının % 60'ı AAA kredi notuna sahip menkul kıymetlerden oluşmaktadır (Gyntelberg/Ma/Remolana, 2006: 23). 2005 yılı sonu itibarı ile Avustralya'da ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarının % 55'i AAA; % 20'si AA ve % 19'u da A kredi derecesine sahiptir (Battellino/Chambers, 2006: 45). 1998-2005 döneminde AB'deki özel sektör

birlikte likidite riskini de içerdiğini düşünen TİS yatırımcılarının risk algısının; sonuçta her iki menkul kıymetin riskinin de aynı sınıfta değerlendirilmesine neden olduğunu vurgulamaktadır.

borçlanma araçları piyasasına bakıldığında ağırlıklı olarak AAA, AA ve A derecesine sahip borçlanma araçlarının ihraç edildiği görülmektedir (Nierop, 2006: 68). 2004/Haziran itibarı ile Hindistan piyasasında işlem gören özel sektör borçlanma araçlarının % 84'ü AAA kredi derecesine sahiptir (Sharma/Sinha, 2006: 83).

2005/Haziran itibarı ile Filipinler Asya bölgesinde en az gelişmiş bono piyasasına sahip ülke konumundadır. Filipinler'de finansman bonusu ihracı için ilgili otoriteye kayıt ve onaylanmış bir kredi derecelendirme şirketinden derecelendirme notu alınması zorunludur. Bununla birlikte ihraç miktarının ihraççının bilanço net değerinin % 25 ini aşmaması ve ihracın tamamen banka garantili olması durumunda; düzenleyici ve denetleyici kuruma kayıt ve derecelendirme yaptırma zorunluluğu bulunmamaktadır. Aşağıda yer alan verilerden de anlaşılacağı üzere, 2002-2005/Haziran döneminde inceleme konusu ülkede özel sektör borçlanma araçlarının artan ölçüde derecelendirme yapılmak suretiyle ihraç edildiği görülmektedir (Espanilla, 2006: 137-139).

Tablo 12. Filipinler'de Yerel Sabit Getirili Araç Piyasaları (2002-2005/Haziran)

(milyar PHP)

	2002	2003	2004	2005/Haziran
Toplam STCP ve LTCP	7.860	12.280	43.597	23.561
Kayıtlı İhraçlar	5.200	10.800	11.960	5.000
Derecelendirilmiş İhraçlar	20.972	112.980	121.178	120.307
Kamu Kâğıtları	1,046.731	1,673.285	1,941.420	1,975.743
PHP: Filipin Doları, STCP: Vadesi 365 günden az olan kısa vadeli özel sektör borçlanma araçları, LTCP: Vadesi 365 günden fazla olan uzun vadeli özel sektör borçlanma araçları.				

Kaynak: (Espanilla, 2006: 137).

2000 yılı ilk yarısında Malezya'da özel sektör bonusu ihraçlarında asgari BBB kredi derecelendirme notu alınmasına ilişkin düzenleme bulunmaktaydı. Anılan ülkede zorunlu kredi derecelendirme notu alınmasına ilişkin uygulama hala devam ederken, asgari kredi derecelendirme notu uygulamasından vazgeçilmiştir. Ancak asgari derecelendirme notu uygulamasının kaldırılmasına rağmen, piyasa koşullarının bir sonucu olarak, 2004 yılı sonu itibarı ile ülkede özel sektör borçlanma araçlarının sadece % 5'inin BBB veya daha düşük kredi derecesine sahip olduğu görülmektedir. Ülkede yatırımcıların hazine

bonosundan fazla getirisi olan ve kredi derecelendirme notu bulunan özel sektör borçlanma araçlarına yönelik güçlü bir talebinin olduğu belirtilmektedir (İbrahim/Wong, 2006: 121-122).

Çin’de şirketlerin bono ihraç etmesi zorunlu kredi derecelendirme notuna sahip olunması şartına bağlandığı için, bono ihraçları AAA derecesi alabilen sınırlı sayıda şirket tarafından gerçekleştirilebilmektedir (Huang/Zhu, 2007: 26).

2004 yılı itibarı ile Tayland’da bono piyasasının GSYİH’ya oranı % 42 iken, özel sektör borçlanma araçlarının piyasa değerinin GSYİH’ya oranı % 14 seviyesindedir. Ülkedeki bono piyasası ağırlıklı olarak kamuyu aydınlatma ve kredi derecelendirme yükümlülüklerini yerine getirebilecek, kredi değerliliği yüksek şirketlerin bonolarından oluşmaktadır. 2005/Haziran itibarı ile ihraç edilen özel sektör bonolarının % 79’u A’lı notlara, % 16’sı B’li notlara sahip bonolardan oluşurken, % 5’lik bölüm ise derecelendirilmemiş bonolardan oluşmaktadır. Öte yandan, Tayland özel sektör borçlanma araçları ikincil piyasa işlem hacminin % 60’ı A’lı notlara ve % 15’i B’li notlara sahip bonolardan oluşurken, işlem hacminin % 25’lik bölümünü derecelendirilmemiş bonolar oluşturmaktadır (Ruengvirayudh ve Panyanukul, 2006: 152- 156).

Öte yandan Tyler (2006: 132) da yer verildiği üzere, 2005 yılı itibarıyla, Yeni Zelanda’da ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarının %50 sine yakın kısmının A kredi notuna sahip olduğu dikkate alındığında yüksek kredi derecesi notunun bulunmadığı piyasalarda da ihraçların yapılabildiği anlaşılmaktadır.

3.2.3. Ülkemizdeki Durum

Sermaye piyasası mevzuatı özel sektör borçlanma araçlarının ihracı sırasında derecelendirme kurumunun kullanımını bazı menkul kıymet türlerinde zorunlu tutarken, bazı menkul kıymet türlerinde ihtiyari kılmış, İTMK ihracında ise derecelendirme notu alınıp alınmaması gerektiğine yer vermemiştir (bkz. EK/1). Buna karşılık 2000-2001 krizi sonrasında faizlerin önemli ölçülerde düştüğü olumlu ekonomik konjoktüre karşın borsada aktif biçimde işlem görebilecek nitelikte (ve hiçbir türde) özel sektör borçlanma aracı ihracının gerçekleşmemesi dikkat çekicidir.

Birincil piyasada ihraç konusu olmakla birlikte söz konusu araçların İMKB’de ikincil piyasasının oluşmaması fiyatlama, değerlendirme ve likidite sorunlarının daha da büyümesine yol açmaktadır. Söz konusu araçları çeşitli nedenlerle bilançolarında bulunduran kurumlar ise teminat ve risk yönetimi açısından dikkatli olma gereği ile karşılaşmaktadır.

Derecelendirme kurumu menkul kıymetlerin riskinin ölçülmesinde ve fiyatlanmasında önemli bir işlevi yerine getirmektedir. Sermaye piyasası mevzuatında ihraç edilecek özel sektör borçlanma aracının türüne göre derecelendirme notunun kullanımının zorunlu olarak bulunması konusunda farklı uygulamalar bulunsa da; ülkemizde fiili uygulaması bulunmayan kredi derecelendirmesi kurumunun ihraççı kurumlarca hayata geçirilmesinin menkul kıymetlerin doğru fiyatlanmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda ihraç konusu özel sektör borçlanma aracının faiz oranı; risksiz faiz oranını temsil eden hazine bonosunun faiz oranı ve derecelendirme notu çerçevesinde şekillenecek risk primine (spread) dayalı olarak belirlenebilecektir.

4.2.2 bölümünde de incelendiği üzere, özellikle GOÜ’de derecelendirme kurumunun etkin olarak kullanılmasının özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde etkili olduğu gözlenmiştir. Nitekim özel sektör borçlanma araçlarının doğru fiyatlanması; finansal ürün ve hizmet tüketicileri için öngörülebilirliğin artması ve bilanço yönetiminde değerlendirme sorunlarının asgariye inmesi anlamına gelmektedir.

Özel sektör borçlanma araçlarının ihracında kredi derecelendirme kurumlarının etkin olarak kullanılmasının kuramsal ve ülke deneyimleri bağlamında faydaları belirgin olmakla birlikte anılan kurumun ülkemizde uygulama sahası bulamamasını nasıl değerlendirmek gereklidir?

Bu konuda iki dikkat çekici durum bulunmaktadır. İlk olarak, kredi derecelendirmesinin zorunlu tutulduğu menkul kıymet türlerinde ihraç olmaması derecelendirme kurumunun doğal olarak kullanılmasına engel olmaktadır. İkinci olarak kredi derecelendirmesi yaptırılmasının ihtiyari olduğu ihraç edilmiş özel sektör borçlanma araçlarında ise şirketlerin derecelendirme notu almadıkları ve SPK’nın da mevzuatı gereği bu konuda bir zorlamaya gitmediği görülmektedir.

Kanımızca şirketlerin söz konusu davranışı benimsemesinin altında yatan başlıca neden; derecelendirme notu gibi nesnel bir ölçüte bağlı olarak doğru fiyatlanmış bir borçlanma aracının mevcut maliyetlerinin (önermesi gereken faiz oranının yükselmesi nedeniyle) artması veya muhtemel bir düşük notun aracın pazarlanma olanaklarını azaltması olasılığıdır. Bu durumda söz konusu şirkete yönelik piyasa algısının bozulmasının ilave maliyetler doğurması da olasıdır. Ayrıca Kim/Lee (2006: 101) de yer verildiği üzere düşük kredi derecesine sahip özel sektör bonolarının vadesinde yenilenmesinde yaşanabilecek güçlüklerin bulunduğunu da belirtelim.

Derecelendirme yapılmamasının sonuçları değerlendirildiğinde; “önemli bir finansal bilgiden yatırımcıları mahrum bırakan” bono arz eden şirketler

kesiminin, bakışsımsız bilgi bağlamında, finansal ürün tüketicilerine göre daha avantajlı konumda bulunduğu düşünülmektedir.²² Bu kapsamda derecelendirme notu bulunmayan bono ihraççısı şirketler sermaye bütçelemesinde finansman maliyetlerini artırması muhtemel seçeneğe itibar etmeyerek akılcı bir davranış gösterirken, finansal ürün tüketicileri de risk-getiri ilişkisini nesnel ölçütlere göre kuramadıkları bir araca yatırım yapma riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu noktada yabancı yatırımcıların ve kurumsal yatırımcıların diğer sorunlu yönlerinin yanında, kredi notu bulunmayan bir araca ilgi göstermemesini de olağan karşılamak gerekmektedir.

İflas eden Enron, WorldCom, Parmalat ve Adelphia gibi şirketlerin ihraç ettiği borçlanma araçları nedeniyle yatırımcıların büyük zararlara uğradığı (Kung, 2005: 410) ve küresel kriz sürecinde iflas eden kurumlarda da benzeri durumların ortaya çıktığı dikkate alındığında; “sağlıklı işlemesi halinde” derecelendirme kurumlarının finansal piyasalarda bilgi bakışsımsızlığı sorunun asgariye indirilmesinde önemli bir rol oynayabileceği görülmektedir. Kredi derecelendirmesinin düzenleyici kurumlarca zorunlu tutulması ve etkinliği konularının tartışmalı yönleri bulursa da (bkz. Luengnaruemitchai/Ong, 2005: 11), özel sektör borçlanma araçlarının ihraç edilebilmesi için zorunlu

22 Piyasaya ilişkin güncel veri olması nedeniyle 2010 yılındaki ilk özel sektör borçlanma aracı ihracı olan ve 12.03.2010 tarihinden itibaren İMKB’de işlem görmeye başladığı belirtilen Akfen Holding’in 100.000.000 TL nominal değerli 6 ayda bir kupon ödemeli 2 yıl vadeli tahvilinin fiyatlanmasında etkili olduğu düşünülen bazı bilgilerin vak’a analizi bağlamında sunulmasında fayda görülmektedir. Söz konusu tahvilin ilk kupon ödeme dönemine ilişkin faiz oranı % 5,66 ve bunu da dikkate alan yıllık bileşik faiz oranı % 11,67 olarak gerçekleşmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/announcements/newsdetail/10-03-12/.aspx> ve http://piyasamet.hurriyet.com.tr/c/haber_ic.asp?id=697928, Erişim Tarihi: 26.03.2010). Şirket izahnamesinin 8.12 maddesine göre söz konusu faiz ilgili devlet tahvilinin faizine göre belirlenen gösterge faizine ek getiri oranının eklenmesiyle bulunmaktadır (<http://www.isyatirim.com.tr/AKFEN/Izahname.pdf>, Erişim Tarihi: 26.03.2010). Şirketin ödediği söz konusu faizin diğer kreditoörlere ödenen faiz karşısındaki nisbi öneminin belirlenmesinin bononun fiyatına etki eden maddi bir unsur olduğu dikkate alınarak, teknik olarak sakıncaları bulursa da, izahnamenin ekinde yer alan finansal bilgiler çerçevesinde, söz konusu faiz oranı Şirket’in kullandığı benzer nitelikteki banka kredilerinin faiz oranları ile karşılaştırıldığında oldukça farklı vade-faiz oranı bilgilerini içeren bir veri seti ile karşılaşılmaktadır (http://www.akfen.com.tr/yi/Izahname%20Ek_1.pdf, Erişim Tarihi: 26.03.2010). Bu durumda ihraç edilen bononun kredi derecelendirmesine tabi tutulmaması sonucunda izahnameyi inceleyen yatırımcıların kredi faizleri/ihraç edilen bonoya yönelik mevcut faiz oranlarından hareketle şirketin risklilik seviyesini belirlemesi kolay görünmemektedir.

derecelendirme notu alınmasına yönelik düzenleme ve uygulamaların; finansal piyasalarda bilgi bakışimsızlığı sorununun azalması, fiyatlama, değerlendirme ve kredi kültürünün geliştirilmesi konularında önemli faydalar doğurabileceği düşünülmektedir.²³ Ayrıca kredi notu bulunan özel sektör borçlanma araçlarının yurt içi ve dışı kurumsal yatırımcı talebini teşvik etmesi de mümkün görünmektedir.

Bununla birlikte piyasanın gelişmesindeki başlıca engel görünümündeki dışlama etkisi, kurumsal yatırımcı talebinin yetersiz olması ve banka kredisi/ yurt dışı finansman olanaklarına yönelimin güçlü olması nedeniyle, zorunlu derecelendirme notu uygulamasının piyasanın geliştirilmesi bağlamında beklenen ölçülerde etkili bir sonuç vermesinin güç olduğu düşünülmektedir.²⁴

3.3. Teminat/Yatırım İşlemlerinin Artmasına İzin Verilmesi ve Piyasanın Gelişimi

Özel sektör borçlanma araçlarının teminat ve yatırım (portföy yönetimi) amaçlı sermaye piyasası işlemlerine konu edilmesine izin verilmesinin ve kullanıma ilişkin sınırlamaların gevşetilmesinin söz konusu araçların ihracını kolaylaştırabileceği ileri sürülmektedir. Bu bağlamda özel sektör borçlanma araçlarının derecelendirmesinin bulunmadığını ve risk getiri analizlerinin yapılmadığını belirten Koç (2008: 8) söz konusu araçların repo ters repo işlemine konu edilmediğini; sermaye piyasası kredili işlemlerinde, Takasbank para piyasasında ve halka arzlarda teminat olarak kullanılmadığını ve yatırım fonları varlıkları arasında da yer almadığını belirtmektedir.

Kurumsal yatırımcıların aşırı risk almasının engellenmesi amacıyla portföy yönetimine müdahale edilmesi bir çok ülkede rastlanan bir durumdur. Bu nedenle Brezilya'da yatırımcılar pasif fon yönetim stratejisine yönelirken,

23 Luengnaruemitchai/Ong (2005: 11), Şili'de yerel emeklilik fonlarının sadece derecelendirilmiş finansal araçlara yatırım yapmasına yönelik olarak bulunan düzenlemenin sofistike kredi riski kültürünün gelişimine katkı sağladığını belirtmektedir.

24 SPK'nın Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Seri:V, No: 117 sayılı Tebliğ ile yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu almış özel sektör borçlanma araçlarının teminat değerinin, kredi notu bulunmayan menkul kıymetlere göre daha yüksek belirlenmesine izin verilmiştir. Kanımızca, etki doğurması kolay görünmemekle birlikte, zorunluluk öngörmeyen söz konusu düzenlemenin özel sektör borçlanma araçlarının kredi derecelendirme notu alınarak ihraç edilmesi üzerindeki etkisinin gözlenmesinde fayda görülmektedir.

Meksika’da öngörülen kısıtlar nedeniyle emeklilik fonlarının portföyü % 85 oranında merkezi hükümet tahvillerinden oluşmaktadır (Luengnarumitchai/Ong, 2005: 13).

Ülkemizde özel sektör borçlanma araçlarının işlem konusu edilebileceği teminat/yatırım amaçlı başlıca işlemler; yetkili kuruluşlarca yapılabilecek yatırım ve teminat amaçlı repo-ters repo, kredili menkul kıymet ve Takasbank para piyasası/ödünç pay senedi piyasası işlemleri ve yatırım fon ve ortaklıklarının teminat/yatırım amaçlı işlemleri olarak sınıflandırılabilir.

Ülkemizdeki repo ve ters repo işlemlerinde teminat olarak hazine bonosunun yaygın kullanıma konu olduğu görülmekle birlikte, gelişmiş piyasalarda özel sektör borçlanma araçlarının yanı sıra hisse senetlerinin bile işlem teminatı olarak kullanılabilirdiği görülmektedir. Bununla birlikte Luengnarumitchai/Ong (2005: 13), Şili’de bankaların şirket bonolarına dayalı repo yapmasının yasak olduğunu belirtmektedir.

Repo işlemleri özel sektör borçlanma araçlarına likidite yaratarak (Keio University, 2006: 37) ve piyasadaki risklere karşı korunma sağlayarak (Ruengvirayudh ve Panyanukul, 2006: 159) birincil piyasanın canlanmasına kısmen de olsa katkı sağlayabilecek araçlar arasındadır. Nitekim Huaipeng (2006: 58) Çin’de özel sektör borçlanma araçları piyahasının gelişiminde, söz konusu kıymetlerin repo-ters repo işlemlerine konu edilmesi suretiyle likidite kazanmasının etkili olduğunu belirtmektedir.

2.3’de de yer verildiği üzere özel sektör borçlanma araçları ülkemizde esas itibarı ile tahsisli olarak ihraç edilebilmektedir. Söz konusu araçların aktif bir ikincil piyahasının bulunmaması; varlıkların fiyat oluşum sürecini, likiditesini ve değerlemesini olumsuz yönde etkilemektedir. Sermaye piyasalarında aktif ikincil piyasa olmayan varlıkların değerlemesinde yaşanan sorunların yaşanmakta olan küresel krizin nedenleri arasında olduğu ve varlık kalitesinin yüksek olduğu düşünülen menkul kıymetlerin değersiz varlıklara dönüşerek, finansal başarısızlıkların zeminini hazırlayan, finansal tablolarındaki bozulmaya neden olduğu bilinmektedir.

Hazine bonusu ile kıyaslandığında ülkemizde ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarının teminat kalitesinin daha düşük (ve riskli) olarak algılandığı görülmektedir. Nitekim piyasa algısına paralel biçimde SPK’nın özel sektör borçlanma araçlarının repo-ters repo işlemlerine konu olabilmesine, varlıkların değerinde yapılması öngörülen iskonto çerçevesinde, izin veren

Tebliğ’inde²⁵ de özel sektör borçlanma araçlarının değerlendirilmesi konusunda ihtiyatlı bir yaklaşımı benimsediği görülmektedir.²⁶ Ayrıca söz konusu yaklaşımın, özel sektör borçlanma araçlarının teminat olarak kullanılmasına halen izin verilmediği diğer sermaye piyasası işlemleri (kredili menkul kıymet işlemleri²⁷ ve Takasbank para piyasası/ödünç pay senedi piyasası işlemleri²⁸) için de bahis konusu olması muhtemel görünmektedir.

Öte yandan, özel sektör borçlanma araçlarının bir yatırım aracı olarak yatırım fon ve ortaklıklarının yatırım yapabileceği varlıklar arasındaki yeri de güçlü değildir. Yatırım fonları portföyüne borsada işlem gören varlıkların alınması esas olup, borsada işlem görmeyen borçlanma araçlarına fon portföy değerinin en fazla %10’u oranında yatırım yapılabilmektedir. Yatırım ortaklıkları, borsaya kote edilmesi şartıyla, borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföylerine alabilmektedir. Emeklilik yatırım fonlarında ise fon portföyüne borsada işlem gören para ve sermaye piyasası araçlarının alınması esas olup, ancak borsada işlem görmesi koşuluyla, yapılan ilk ihraçlardan da para ve sermaye piyasası aracı alınabileceği hükmüne bağlanmıştır.²⁹

SPK’nın Seri:V, No: 117 sayılı Tebliği’nde repo-ters repo işlemleri için öngörülen belli bir kredi notunun üzerindeki özel sektör borçlanma araçlarının teminat değerinin nisbeten yüksek olarak kabul edilmesine yönelik uygulama

25 Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Seri:V, No: 117 sayılı Tebliğ için bkz: <http://rega.basbakanlik.gov.tr/eskiler/2010/03/20100318-17.htm>, Erişim Tarihi: 29.12.2009.

26 Bu noktada, düzenleyicinin özel sektör borçlanma araçlarının teminat/yatırım aracı olarak kullanımına getirdiği kısıtların, tekil/sistemik risk yönetimi amacının yanında piyasa algısı ile örtüştüğünü tartışmak mümkün görünmektedir.

27SPK’nın Seri:V, No: 65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredi Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ’in 12 inci maddesinde öz kaynak olarak kabul edilebilecek kıymetler arasında özel sektör borçlanma araçlarına yer verilmemiştir.

28 Söz konusu piyasalarda özel sektör borçlanma araçları teminat olarak kabul edilmemektedir (bkz. Takasbank Para Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği, Madde 1.6.1. <http://www.takasbank.com.tr/UserFiles/Documents/TPPuygulamaEsaslari1.pdf> ve Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği Madde 8.5.1, Erişim Tarihi: 29.12.2009).

29 SPK’nın Seri:VII, No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği md. 42/c, SPK’nın Seri:VI, No: 4 sayılı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği md. 18/e ve 28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik md. 21/b.

paralelinde; söz konusu araçların banka ve aracı kurumlar (yetkili kuruluşlar), yatırım fon/ortaklıkları ve emeklilik fonlarının teminat/yatırım amaçlı işlemlerindeki ağırlığının/değerinin artırılmasına düzenlemeler yoluyla imkan verilmesi mümkündür.³⁰

Bununla birlikte özel sektör borçlanma araçlarının aktif bir ikincil piyasasının bulunmamasının neden olacağı fiyatlama, değerlendirme ve likidite sorunlarının menkul kıymetlerin pazarlanabilirlik ve teminat kalitesini azaltma olasılığı yüksektir. Bu nedenle, SPK'nın banka, aracı kurum, yatırım fon ve ortaklıkları ve emeklilik fonlarının sermaye piyasası işlemlerinde özel sektör borçlanma araçlarını teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasına, kullanım oranlarının artırılmasına izin vermesi durumunda, salt bu yeniliğe bağlı olarak piyasanın önemli ölçüde gelişmesini beklemek gerçekçi bir yaklaşım gibi görünmemektedir. Dolayısıyla, kanımızca derecelendirme kurumlarının etkisinin incelendiği analizde ulaşılan sonuçlar paralelinde, piyasanın önündeki yapısal sorunların; özel sektör borçlanma araçlarının sermaye piyasası işlemlerinde teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasını/kullanım oranlarının artırılmasını sağlayacak düzenleyici işlemlerin piyasanın gelişmesindeki etkinliğini de sınırlayacağı düşünülmektedir.

Sonuç

Gelişmiş ve gelişen ekonomilerle kıyaslandığında ülkemiz sermaye piyasalarında borçlanma araçları ihracına dayalı kaynak temininin son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Bu durum mikro ölçekte sermaye piyasalarındaki araç çeşitliliği ve likiditenin azalmasına ve makro ölçekte de sermaye piyasalarının büyüme ve kalkınmaya olan katkısının azalmasına neden olmaktadır. Finansal sistemin bankacılık sektörü ağırlıklı olması ve kredi mekanizmasının temel finansman aracı olarak ön plana çıkmasının özellikle kriz ve daralma dönemlerinde reel sektörün finansman sorunlarını daha da artırabildiği dikkate alındığında; söz konusu finansman modelinin çeşitli riskleri bünyesinde taşıdığı düşünülmektedir.

Türk özel sektörünün yurt içi piyasalarda borçlanma aracı ihracına dayalı finansmana yönelememesindeki nedenleri birincil (yapısal) ve ikincil nedenler olarak sınıflandırmak mümkündür.

30 Kolombiya örneğinde emeklilik fonları (A-) veya üzerindeki menkul kıymetlere, Malezya'da ise hayat sigortası şirketleri sadece yüksek dereceli şirket bonolarına yatırım yapabilmektedir (Luengnaruemitchai/Ong, 2005: 10).

Yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminin neden olduğu dışlama etkisi, kredi kullanımı ve yurt dışı finansman gibi alternatif finansman araçlarının ön planda olması ve kurumsal yatırımcı talebindeki yetersizliği, piyasanın arz/talep yönlü gelişiminin önündeki, yapısal engeller olarak değerlendirmek mümkündür. Piyasanın gelişmesinde ikinci derecede önemli olduğu düşünülen sorunlar ise; işlem maliyetleri, ikincil piyasaların gelişmemesi bağlamında fiyatlama/likidite/değerleme sorunları, finansal ürün tüketim alışkanlıkları, özel sektör borçlanma araçlarına dayalı bir endeks olmaması ve türev işlemlerin gelişmemiş olması, derecelendirme kurumlarının etkin olmaması ve söz konusu araçların yatırım ve teminat amaçlı işlemlere sınırlı ölçüde konu olması olarak özetlenebilir.

Çalışmamızda özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde; düzenleme yaklaşımı ile yukarıda yer verilen sorunların çözülmesinin mümkün olup olmadığı, derecelendirme kurumlarının etkin hale getirilmesi ve özel sektör borçlanma araçlarının sermaye piyasası işlemlerinde teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasına/kullanım oranlarının artırılmasına izin verilmesi bağlamında incelenmiştir.

Bu kapsamda derecelendirme kurumlarının etkin hale getirilmesinin ve sermaye piyasası işlemlerinde söz konusu araçların teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasının/kullanım yoğunluğunun artırılmasının fiyatlama, değerlendirme ve likidite sorunlarının çözülmesine katkı sağlayabileceği düşünülmektedir. Ancak, anılan piyasanın yeterince gelişmemesinde birinci derecede etkili olan; dışlama etkisi, kredi kullanımı ve yurt dışı finansman gibi alternatif finansman araçlarının ön planda olması ve kurumsal yatırımcı talebinin yetersizliği biçiminde ortaya çıkan yapısal sorunlar karşısında; salt söz konusu düzenleme sahalarındaki değişikliklere dayalı olarak piyasanın gelişmesinin güç olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

EK 1. SPK ve BDDK Mevzuatlarında Derecelendirme Kurumu

Ülkemizde derecelendirme faaliyeti SPK ve BDDK tarafından düzenlenmiştir. SPK'nın temel düzenlemesini Seri:VIII, No: 51 sayılı Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği oluşturmaktadır. Anılan Tebliğ'in 4 üncü maddesinde derecelendirme faaliyetinin kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsadığı belirtilmektedir. 5 inci madde de ise *kredi derecelendirmesi*; işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya *borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin* derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

BDDK tarafından 1/11/2006 tarih ve 26333 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'in 5 inci maddesinde derecelendirme faaliyetinin; kredi değerliliğinin derecelendirilmesini, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini ve bankalarca kullanılan derecelendirme yöntemlerinin geçerliliğinin değerlendirilmesini ve bu faaliyetlerin niteliğine göre yapılacak inceleme ve analiz sonucuna dayanılarak bir derecelendirme notu belirlenmesi sürecini içerdiği hükme bağlanmıştır. Bu kapsamda *kredi değerliliğinin derecelendirilmesinin*, müşterinin; kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya *borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde karşılamama riskinin*, yetkili derecelendirme kurulusu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olduğu belirtilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinin ise bankaların "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik" hükümlerine uyum düzeylerinin yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olduğu belirlenmiştir.

Dolayısıyla, SPK ve BDDK mevzuatlarında kredi derecelendirmesi ve kredi değerliliğinin derecelendirilmesi kavramları kullanılmak (ve aynı sahada faaliyet gösterecek kurumları farklı lisanslamaya tabi tutmak) suretiyle kredi derecelendirmesi faaliyeti, benzer ifadelerle; borçluluğu temsil eden araçların anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadesinde karşılamama riski ile ilişkilendirilerek tanımlanmıştır.

Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının ihracına yönelik düzenlemeleri içeren SPK mevzuatındaki düzenlemelerin başında Seri:II, No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin

Esaslar Tebliği gelmektedir. Söz konusu Tebliğ'in 3 üncü maddesinde borçlanma araçlarının ihraççıların Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki tahvilleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, altın, gümüş ve platin bonolarını, banka bonolarını ve Tebliğ'de sayılmamakla birlikte niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını kapsadığına yer verilmiştir.

Anılan Tebliğ'in "derecelendirme" başlıklı 9 uncu maddesinde ise; ihraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak kredi derecelendirmesi yapılması durumunda, derecelendirme notuna izahname ve sirkülerde yer verilmesinin zorunlu olduğu; ihraç edilecek borçlanma aracının kredi derecelendirmesini yapan derecelendirme kuruluşunun, derecelendirme notuna esas teşkil eden bilgileri vade boyunca yılda en az bir seferden az olmamak üzere ve ihtiyaç halinde düzenli olarak gözden geçirmesi, gözden geçirmenin sonucuna bağlı olarak derecelendirme çalışmasını yeniden değerlendirmek suretiyle verilen notu zamanında güncellemesinin zorunlu olduğu, derecelendirme notlarındaki değişikliklerin, ihraççıların Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanmasının zorunlu olduğu hususlarına yer verilmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ihraç edilebilecek özel sektör menkul kıymetlerine SPK'nın başka tebliğlerinde de yer verilmiştir.

27.08.2008 tarih ve 26980 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No: 35 sayılı Varlık Finansman Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 19 uncu maddesi gereğince halka arz edilecek VDMK'ların Türkiye'de kurulan ve Kurul tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından en az biri tarafından derecelendirilmesi ve derecelendirme notuna izahname ve sirküler ile diğer bilgilendirme dokümanlarında yer verilmesinin zorunlu olduğu hükmüne yer verilmiştir.

04.08.2007 tarih ve 26603 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No: 33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere (İTMK) İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senedi niteliğindeki

İTMK'nın anılan Tebliğ'in 26 ncı maddesinde yer alan ihraç şartları arasında kredi derecelendirme notu alınmasına yer verilmemiştir.³¹

04.08.2007 tarih ve 26603 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No: 34 sayılı Konut Finansman Fonlarına ve İpoteğe dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 18 inci maddesinde halka arz edilecek İDMK'lerin derecelendirilmesinin ve derecelendirme notuna izahname ve sirküler ile diğer bilgilendirme dokümanlarında yer verilmesinin zorunlu olduğuna yer verilmiştir.³²

21.07.2009 tarih ve 27295 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No: 37 sayılı Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4.1 maddesinde; varantların³³ Türkiye'de kurulan ve Kurul'un sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde belirtilen derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları veya Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir düzeydeki notların içerisinde en yüksek üçüncü ve üstü seviyeye denk gelen uzun vadeli talebe bağlı derecelendirme notu almış yurt dışında veyahut Türkiye'de yerleşik aracı kuruluşlar tarafından ihraç edilebileceği belirtilmiştir. 4.6 maddesinde ise varantların satışı sırasında, ihraççı veya garantör kuruluşun derecelendirme notunun yukarıda belirtilen notun altına düşmesi durumunda, varant ihraçlarının Kurul tarafından durdurulacağı ve yeni varant ihracına izin verilmeyeceği hükme bağlanmıştır. Tebliğ'in Ek/1 inde ise kayda alma başvurusu sırasında

31 Söz konusu Tebliğ'in 11 inci maddesinde ihraççının İTMK'lerden kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanabilmesi amacıyla teminat varlıkların faiz veya kur riskine karşı koruma sağlayacak türev araçları teminat defterine kaydedebileceği belirtildikten sonra türev aracın kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen derecelendirme notunun en az yatırım yapılabilir seviyede olması gerektiğine yer verilmiştir.

32 Anılan Tebliğ'in 24 üncü maddesi gereğince İDMK'lerden kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanabilmesi amacıyla fon portföyüne dahil edilebilecek türev araçların kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen derecelendirme notunun en az yatırım yapılabilir seviyede olması gerekmektedir.

33 Söz konusu Tebliğ'in 3/b maddesinde aracı kuruluş varantı; elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydi teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır.

iletilecek belgeler arasında ihraççıya veya varsa garantöre ilişkin derecelendirme raporunun Kurul'a iletilmesi gerektiğine de yer verilmiştir.

12.09.2009 tarihli ve 27347 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: III, No: 38 sayılı Varlık Teminatlı Menkul Kıymetlere (VTMK) İlişkin Esaslar Tebliği'nin 17 nci maddesinde halka arz yoluyla satılacak VTMK'nın kayda alınması için ihraççıların; ihraççı ve teminat varlıklara ilişkin varsa derecelendirme raporunu iletmeleri gerektiği hükme bağlanmıştır. Tebliğ'in 21 inci maddesinde halka arz edilmeksizin VTMK ihracı yapılması durumunda ihraççı ve teminat varlıklara ilişkin derecelendirme raporunun sunulması zorunlu tutulmamıştır.

Dolayısıyla ülkemizde kredi derecelendirmesi konusundaki mevzuat, koşut nitelikler de gösteren, BDDK ve SPK tarafından düzenlenmekte, sermaye piyasası mevzuatında ihraç edilecek özel sektör borçlanma aracının türüne göre derecelendirme notunun kullanımının zorunlu olarak bulunması konusunda farklı uygulamalar bulunmakta ve fakat derecelendirme konusundaki mevzuatın varlığının piyasa dinamiklerini harekete geçiremediği görülmektedir.

Kaynakça

- Allen, Franklin ve Douglas Gale (2004), "Comparative Financial Systems: A Discussion," Bhattacharya, S., Boot, A. W. ve A. V. Thakor (eds.), *Credit, Intermediation, and the Macroeconomy* (Oxford: Oxford University Press): 424-445.
- Asian Development Bank (2001), "Government Bond Market Development in Asia," Kim, Yun-Hwan (ed.), *Conference Papers and Proceedings*, http://www.adb.org/Documents/Conference/Govt_Bond_Market/default.asp, Erişim Tarihi: 20.03.2010.
- Battelino, Ric ve Mark Chambers (2006), "An Overview of the Australian Corporate Bond Market," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 45-56.
- Brenner, R. (2007), *Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon: Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri* (İstanbul: İletişim Yayınları, 1. Baskı) (Çev.: B. Akalın).
- Cecchetti, Stephen G. (1999), "The Future of Financial Intermediation and Regulation: An Overview," *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*, 5/8.
- "Corporate Bonds Extend Longest Streak Since '04: Credit Markets," <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&sid=apAEkqgq77E>, Erişim Tarihi: 31.03.2010.
- Deloitte (2009), *Menkul Sermaye Gelirleri 2009 Yılı Vergi Rehberi*, www.deloitte.com.tr.
- Deutsche Bundesbank (2004), *Monthly Report*, www.bundesbank.de (Erişim Tarihi: 16.03.2010).
- Dünya Gazetesi (2009), *Borsaya Açık 93 Şirketin Karı 500 Büyüğün 3'te 1'i*, 23.07.2009 Tarihli Nüsha.
- Edward, Amy K. (2006), "Corporate Bond Market Microstructure and Transparency - the US Experience," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 31-39.
- El Daher, Samir. (1999), "Credit Ratings: An Introduction (and the Case of Sub-Sovereign Ratings)," *Infrastructure Notes, Urban*, No. FM-8c (The World Bank).
- Espenilla, Nestor A. (2006), "The Corporate Bond Market in the Philippines," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 136-146.

- Fabozzi, Frank J., Ferri, Michael G. ve Steven V. Mann, (2005), "Overview of the Types and Features of Fixed Income Securities," Fabozzi, Frank J. ve Steven V. Mann (eds.), *The Handbook of Fixed Income Securities* (New York: McGraw-Hill): 3-20.
- Financial Stability Forum (2008), "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience," www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf (Erişim Tarihi: 16.01.2009).
- Friedman, Felice B. (2004), "Regulation of Fixed Income Securities Markets in the United States," *Policy Research Working Paper*, 3283 (World Bank).
- Garner, Bryan A. (ed.) (1999), *Black's Law Dictionary* (St. Paul. Minn.: Seventh Edition).
- Goodhart, Charles A.A. (2008), "The Background to the 2007 Financial Crisis," *International Economics and Economic Policy*, 4/4: 331-346.
- Gyntelberg, Jacob, Ma, Guonan ve Eli Remolona (2006), "Developing Corporate Bond Markets in Asia," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 13-22.
- Habertürk Gazetesi (2010), "BDDK Tahvil İhracına İzin Vermedi," 25.03.2010 Tarihli Nüsha.
- Hazine Müsteşarlığı (2009), *Kamu Borç Yönetimi Raporu*, 50.
- Huaipeng, Mu (2006), "The Development of China's Bond Market, BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia," *BIS Papers*, 26: 56-61
- Huang, Haizhou ve Ning Zhu (2007), "The Chinese Bond Market: Historical Lessons, Present Challenges and Future Perspectives," *Yale ICF Working Paper*, 07-04.
- Ibrahim, Muhammad bin ve Adrian Wong (2006), "The Corporate Bond Market in Malaysia," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 114-129.
- Ichiue, Hibiki (2006). "Development of Japan's Credit Markets, BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia," *BIS Papers*, 26: 88-96.
- IFSL Research Internet Sitesi (2007), "Securities Dealing, City Business Series," ifsl.org.uk.
- Jin, Ngiam Kee ve Lixia Loh (2002), "Developing a Viable Corporate Bond Market: The Singapore Experience," *Institute of Southeast Asian Studies*.
- Keio University (2006), "The Indian Bond Market: Current Situations and Development," http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/0603indiabond_1.pdf (Erişim Tarihi: 16.03.2010).
- Keller, Thomas (2006), "The Role and Function of Rating Agencies, BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia," *BIS Papers* 26: 39-45.
- Kim, Soo-Ho ve Myong-Jong Lee (2006), "Developing the Corporate Bond Market: The Korean Experience," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, No 26: 96-114
- Koç, İlhami (2008), "Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası. SPK Türkiye Borçlanma Araçları Piyasası Çalıştayı Sunumu," <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20081120&subid=0&ct=c> (Erişim Tarihi: 24.12.2008).
- Kung, Felicia. (2005), "The Regulation of Corporate Bond Offerings: A Comparative Analysis," 26/3: 409-453.
- La Porta, Rafael, De-Salines, Florencio Lopez, Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*," 52/3: 1131-1150.
- La Porta, Rafael, De-Salines, Florencio Lopez, Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny (1998), "Law and Finance. *Journal of Political Economy*," 106: 1113-1150.
- Levitt, Arthur (1998), "The Importance of Transparency in America's Debt Market," *Speech by SEC Chairman at the Media Studies Center* (New York City).
- Llewellyn, David (2000), "Some Lessons for Bank Regulation from Recent Crisis," *De Nederlandsche Bank Staff Reports*, 51.
- Luengnaruemitchai, Pipat ve Li Ong (2005), "An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains," *IMF Working Paper*, WP/05/152.

- Mahoney, Paul G .(2001), "The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right," *Journal of Legal Studies*, 30/2: 503-525.
- Mathieson, Donald J. ve Jorge E. Roldos (2004), "Local Securities and Derivatives Markets in Emerging Markets: Selected Policy Issues," *Emerging Local Securities and Derivatives Markets, World Economic and Financial Surveys* (Washington: International Monetary Fund).
- Meta, Birgül (2007), "Saklama Sertifikası Piyasasının Gelişimi ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri ile Etkileşiminin Değerlendirilmesi," *Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları*, [http://www.hazine.gov.tr/Calisma_Raporlari /Birgul_Meta_Intranet.pdf](http://www.hazine.gov.tr/Calisma_Raporlari/Birgul_Meta_Intranet.pdf) (Erişim Tarihi: 31.03.2008).
- Milliyet Gazetesi (2010), "Bilgin: Tahvil İhraçları Mevduatı Zayıflatabilir," 31.03.2010 Tarihli Nüsha.
- Nierop, Erwin (2006), "Developing Corporate Bond Markets: A European Legal Perspective," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 61-74
- Özatay, Fatih, Emin Öztürk ve Güven Sak (2006), "Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları," TÜSİAD-T/96-1/192.
- Ruengvirayudh, Pongpen ve Sakkapop Panyanukul (2006), "The Corporate Bond Market in Thailand," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 152-160
- Santomero, Anthony M. ve David F. Babbel (2001), *Financial Markets Instruments & Institutions* (New York: McGraw-Hill/Irwin, Second Edition).
- Sharma, V. K. ve Chandan Sinha (2006), "The Corporate Debt Market in India," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, 26: 80-88.
- SPK (2009), 2008 Yılı Faaliyet Raporu, Internet:www.spk.gov.tr.
- SPK (2010), 2010 Ocak Aylık Bülteni, Internet:www.spk.gov.tr.
- TCMB (2008a), Finansal İstikrar Raporu, No. 6, Mart, Internet: www.tcmb.gov.tr
- TCMB (2008b), Finansal İstikrar Raporu (No. 7), Kasım, Internet: www.tcmb.gov.tr
- TESURONACIONAL (2007), Brazilian Capital Market Boom, July. Internet: http://www.stn.fazenda.gov.br/english/public_debt/downloads/Brazilian_Capital_Markets_Boom.pdf, Erişim Tarihi: 22.03.2010.
- THE BANKER (2010), Bond Boom Fires Up Latin America, Internet: http://www.thebanker.com/news/fullstory.php/aid/7137/Bond_boom_fires_up_Latin_America.html, Erişim Tarihi: 31.03.2010.
- The Economist (2007), "On Credit Watch ("Only Human" başlıklı Özel Raporun İçinde: 26-34)," 20.01.2007 Tarihli Nüsha.
- The New York Times (2009), "Buffett Is Unusually Silent on Rating Agencies," 17.03.2009 Tarihli Elektronik Nüsha, Erişim Tarihi: 18.03.2009.
- TOBB (2008), "Türkiye Sermaye Piyasası Raporu," 68.
- Türkiye Bankalar Birliği (2009), "İstanbul'un Uluslararası Finans Merkezi Olma Potansiyelinin Değerlendirilmesi," http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/iufm.pdf (Erişim Tarihi: 10.11.2009).
- The Joint Forum (2001), "Risk Management Practices and Regulatory Capital: Cross-Sectoral Comparison, Bank for International Settlements, Publication," 04, www.bis.org (Erişim Tarihi: 12.11.2008).
- TÜSİAD (2005), "Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler," 02/391, www.tusiad.org (Erişim Tarihi: 13.02.2009).
- TSPAKB (2009), "Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2008," www.tspakb.org.tr (Erişim Tarihi: 23.06.2009).
- Tyler, Simon (2006), "The New Zealand Corporate Bond Market," *BIS Developing Corporate Bond Markets in Asia*, No 26: 129-136

World Federation of Exchange (2007), "Annual Report and Statistics 2006," <http://www.world-exchanges.org>

World Federation of Exchange (2008), "Annual Report and Statistics 2007," <http://www.world-exchanges.org> (Erişim Tarihi: 16.02.2009).

Yılmaz, E. (1992), *Hukuk Sözlüğü* (Ankara: Yetkin Basımevi, Dördüncü Baskı).