

## TAHVİL DEĞERLERİNİ ETKİLEYEN ETMENLER

**Doç. Dr. Semih BÜKER**

Yatırım yönetiminde en önemli sorunlardan birisi, herhangi bir menkul kıymetin gerçek değerini belirlemektir. Bir menkul kıymetin değerinden yüksek bir fiyata alınmışsa, bu menkul kıymetten sağlanan gelir, taşınan riske göre düşük kalacak ve yatırımcılar bu menkul kıymeti elden çıkarmak isteyecekler, o zamanda muhtemelen sermaye kaybına uğrayacaklardır. Öte yandan yüksek fiyatlanmış menkul kıymetler sermaye kazancı sağlayacak ve sağlanan gelir de olağan üstü yüksek olacaktır. Bir yatırım yöneticisi yüksek fiyatlanmış menkul kıymetlerden kaçmak ve düşük fiyatlanmış menkul kıymetlerden kâr elde etmek istiyorsa menkul kıymetin değerini tahmin etmelidir, ancak bundan sonra bu menkul kıymetin düşük veya yüksek değerlendirildiğini söyleyebilir.

Bu makalede tahvillerin değerlerini etkileyen etmenler üzerinde durulacaktır.

Üzerinde durulan tahviller özellikle ikincil, yani daha önce çıkarılmış tahvillerin alınıp satıldığı pazardaki özel kesime ait tahvillerdir. Kamu kesimi tahvilleri ülkemizde yasal sınırlamalar ve riskleri bakımından özel kesim tahvillerinden ayrıldığından ayrı olarak incelenmesi yerinde olacaktır.

Tahvillerin değerini, bunun sonucunda da bir tahvilin başka bir tahvile göre talebinin yüksekliğini doğuran etmenleri şöyle sıralayabiliriz:

- 1) Tahvilden sağlanacak gelir,
- 2) Tahvili çıkaran şirketin geliri,
- 3) Tahvilin risk durumu,
- 4) Tahvilin vadesi,
- 5) Hisse senedine çevrilebilme olanağı,

## I. TAHVİL GELİRİNİN BULUNMASI

Bir tahvilin değerini etkileyen en önemli etken, tahvilden sağlanacak gelirdir. Bu gelir faiz ve tahvilin alım-satım veya alım günü ile itfa günü arasındaki fiyat farkından oluşur.

Bir tahvilin değeri, gelirin şimdiki değerine eşittir. Bir tahvil, borç verene nakit olarak ödemeleri öngören bir sözleşmeye dayandığından bu tahvile ilişkin bütün nakit akışı önceden tahmin edilebilir. Buna göre pazardaki faiz oranı tahvillerin pazar fiyatını belirleyen en önemli etkidir. Daha açıkcası bir tahvil alımından kâr elde etmek için faiz oranları ile ilgili başarılı tahminlerde bulunmanın önemi büyüktür.

Burada şöyle bir soru akla gelebilir: Tahviller sabit gelirli menkul kıymetler olduğuna göre tahvilin faizi, tahvil sahibinin geliri olmaktadır. O halde tahvilin geliri üzerinde yazılı faiz değil midir?

Bu soruya verilecek cevap şudur: Tahviller her zaman birincil pazardan sağlanmaz yani nominal değerleri ile satın alınmaz, o zaman fiyatın nominal değerinden düşük veya yüksek olmasına bağlı olarak tahvilden sağlanacak gerçek faiz, üzerinde yazılı kupon faiz oranından düşük veya yüksek olabilmektedir. Örneğin, nominal değeri 1000 TL. ve kupon faizi % 18 olan bir tahvil 950 TL.'ya satın alınırsa bu tahvilin gerçek faizi;

$$\frac{\text{kupon faizi}}{\text{pazar fiyatı}} = \frac{180}{950} = \% 18,94$$

olacaktır.

Bundan başka, tahvilin pazar fiyatı ile nominal değeri arasındaki farkın ve alınacak faizlerin şimdiki değeri hesaplanırsa tahvil sahibinin gerçek veriminin kupon faizinden farklı olduğu görülecektir.

Tahvillerin gelirlerinin belirlenmesinde uygulanan yöntemlerden birisi şudur: Bir tahvilin vade sonuna kadar geliri bütün net nakit akımının şimdi-

ki değerini yatırımın maliyetine eşitleyen iskonto oranıdır. Tahvillerin üzerindeki faiz oranı  $i$ , nominal değer  $D$ , satınalma fiyatı  $M$ , bilinen miktardaki nakit akışı  $N_s$  ise, geliri için aşağıdaki eşitlik bulunur (1).

$$M = \sum_{s=1}^n \frac{N_s}{(1+i)^s}$$

Bu formül yardımı ile bir tahvilin satın alma fiyatının bulunmasını bir örnekle açıklayalım.

1 Mart 1975 günü ihraç edilen, 7 yıl vadeli iki yıl sonra eşit taksitlerle 5 eşit taksitle itfa edilecek % 18 kupon faizli, nominal değeri 1000 lira olan bir tahvilin gelirini bulalım. Bu gelirin hesaplanması için nakit akışının bulunması gerekir. Nakit akışının da bulunması için pazar faiz oranı olarak bir iskonto oranının kullanılması gerekir. Bu oran sınıama-yanılma yöntemiyle formüle uygulanır. İskonto oranı olarak % 20'yi kullandığımızı varsayalım.

#### Nakit Akımı

Tarih	Taksit	Faiz	Toplam	% 20 iskonto Faktörü	Şimdiki Değer
1 Mart 1975	—	—	—	—	—
1 Mart 1976	—	180	180	0,833	149,94
1 Mart 1977	—	180	180	0,694	124,92
1 Mart 1978	200	180	380	0,578	219,64
1 Mart 1979	200	160	360	0,482	173,52
1 Mart 1980	200	120	320	0,401	128,32
1 Mart 1981	200	80	280	0,334	93,52
1 Mart 1982	200	40	240	0,279	66,96
					<u>956,82</u>

% 20 verim bekleyen bir yatırımcı bu tahvile en çok 956,82 lira ödemelidir. Tahvilin pazar fiyatı daha yüksek ise % 20 verim bekleyen bir yatırımcının bu tahvili satın almaması gerekir. Tahvilin fiyatı 956,82 liradan daha düşükse, yatırımcının verimi % 20'den daha yüksek olacaktır.

(1) Jack Clark Francis, Investments: Analysis and Management McGraw-Hill Book Company New York 1972, s. 213.

Her dönemi ilişkin nakit akımı N s, tahvilin vade bitimine kadar tahvil üzerindeki faiz oranına eşittir. Tahvilin vadesi dolduğunda tahvil sahibi nominal değer D'yi alacak buna ek olarak son dönemin faizi olan iD lirayı alacaktır. Tahvil sahibine tahvilin maliyeti veya pazar fiyatı bu nakit akımının peşin değeridir ve M ile gösterilmiştir.

Tahvil gelirinin iyi bir ortalamasını bulmak için bir başka yöntem olarak aşağıdaki eşitlik uygulanır.

$$r = \frac{\text{yıllık ortalama sermaye geliri veya kaybı} + \text{yıllık faiz}}{\text{ortalama yatırım}}$$

$$r = \frac{[(D - M)/n] + iD}{(M + D)/2}$$

burada n = vadeye kadar süre (yıl olarak)

M = satın alma fiyatı (aynı zamanda şimdiki değer)

i = yıllık kupon faiz oranı

D = nominal değeri

göstermektedir.

Örneğin 1985 yılında vadesi dolacak, nominal değeri 1000 lira, kupon faiz oranı % 18 olan tahvil bugün 741,20 liraya satılıyorsa ortalama gelir aşağıdaki gibi bulunacaktır.

$$\begin{aligned} r &= \frac{[(1000 - 741,20)/10] + (\% 18) (1000)}{(741,20 + 1000)/2} \\ &= \frac{[258,80/10] + 180}{1741,20/2} = \frac{25,88 + 180}{870,60} \\ &= \frac{205,88}{870,60} = \% 23 \end{aligned}$$

Bu eşitlik aynı zamanda M için çözülebilir ve herhangi bir r geliri için pazar fiyatını tahmin etmek için kullanılabilir.

Tahvil fiyatları ve vadeye kadar gelir arasındaki ilişkiler şöyle yazılabilir (2):

(2) Jack Clark Francis, s. 214.

- 1) Tahvil fiyatları  $M$ , tahvil gelirleri  $r$  ile tersine ilişkilidir,
- 2) Kupon faiz oranı  $i$  ile vadeye kadar gelir  $r$  arasındaki herhangi bir fark belli iken fiyat farkı, vadeye kadar süre  $n$ , uzadıkça artar,
- 3) Bu fark  $n$  arttıkça artan oranda artar,
- 4) Herhangi bir vadede gelirdeki azalış nedeniyle ortaya çıkan sermaye geliri, gelirdeki artış nedeniyle ortaya çıkan sermaye kaybından büyük olur,
- 5) Bir tahvilin kupon faiz oranı yüksek ise gelir oranındaki herhangi bir değişiklikte yüzde olarak fiyat değişikliği küçük olur (bir yıl vadeli ve sonsuz vadeli tahviller bundan ayrıcadır).

Burada, tahvilin peşin değerinin bulunmasında kullanılan iskonto oranının bulunması o kadar kolay değildir. Pazardaki faiz oranını belirleyen kredi koşulları günlük olarak değişir. Depresyon dönemlerinde para otoritelerinin ucuz para politikası uygulaması sonucu faiz oranları düşmekte ve tahvil fiyatları yükselmektedir. Enflasyon dönemlerinde ise, toplam para arzını daraltıcı yönde izlenen politikalar faiz oranlarını yükseltmekte ve tahvil fiyatlarının düşmesine yol açmaktadır (3). Bir menkul kıymet ve onunla ilgili gelirin riski arttıkça şimdiki değeri bulmak için kullanılan iskonto oranı yükselir. Şimdiki değer iskonto oranı ile tersine değiştiğinden bir şirket tahvilinin şimdiki değeri devlet tahvilinin şimdiki değerinden düşük olur, gerçekte bu iki tahvilin nakit akışı aynı olabilir (4).

Bir tahvilin gelirini belirleyen faiz ve bundan hareketle iskonto oranı olduğundan tahvillerin geliri ile ilgili tahminlerde bulunmak isteyenlerin oranları ile ilgili tahminlerde bulunmaları gerekir.

Pazardaki faiz oranları birçok etken tarafından belirlenir. Faiz oranının en önemli belirleyicisi sermayenin marjinal verimliliğidir. Ekonomistler bu temel faiz oranına sermayenin marjinal fiziki etkinliği, sermayenin marjinal verimliliği veya gerçek faiz oranı derler. Sermayenin marjinal verimliliği ( $mv$ ) ni faiz oranları, risk primi ayrıca etkiler. Borç verenler, riskli bir yatırıma girmek veya borç vermek için kendilerini teşvik edecek, sermayenin marjinal verimliliği üstünde bir risk priminin kendilerine ödenmesini isterler.

---

(3) Derya Şensöz, Sermaye Piyasası ve Türkiye'deki Gelişimi, Devlet Yatırım Bankası Yayını, Ankara 1973, s. 118.

(4) Herbert E. Dougall, Investments, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1973, s. 353.

Faiz oranları ve borçlar gerçek fiziki miktarlardan çok nominal para miktarı ile belirtildiğinden nominal faiz oranı,  $\Delta$ , fiyat değişimleri oranı için bir payıda içermeli, böylece borç verenlerin varlıkları enflasyon yoluyla erimekten kurtulmuş olur. Örneğin, bir borç veren yüzde 5 faizle, 100 lira borç verirse ve enflasyon oranı  $\Delta^P/\Delta$ , o yıl için yüzde 10 ise borç verene 105 lira verilecektir. Fakat 105 liranın gerçek satın alma gücü enflasyon nedeniyle 105 liranın yüzde 90'ı veya 94,50 liradır. Böylece borç veren yüzde 5 faiz yanında yüzde 10 enflasyon payı ile toplam yüzde 15 hesaplamalıdır. Bu durumda borç verene 115 lira geri ödenecektir. Yüzde 10 enflasyondan sonra 115 liranın gerçek satın alma gücü 115 liranın yüzde 90'ı veya 103,50 liradır. Böylece borç veren parasını yüzde 10 enflasyon olan bir yılda yüzde 15 faizle borç vermekle yalnız 3,5 kazanmış olmaktadır. Bu, borç verenlerin varlıklarının gerçek satın alma gücünü koruyabilmesi için faiz oranlarını hiç olmazsa enflasyon oranı kadar yükseltmeleri gereğini gösterir.

Tasarrufların enflasyondan korunmasını sağlayacak yollardan birisi «endeksli tahvil» ihracıdır. 1975 yılı programında devlet tahvillerinin endeksli olarak ihracı öngörülmüştür. Böyle bir uygulama özel kesim tahvillerini de endekslenerek çıkarılması sonucunu doğuracaktır. Endekste temel olarak yabancı para, altın, geçinme endeksleri alınabilir (5).

Türkiye'de tahvil ihracını düzenleyici hükümler Türk Ticaret Kanununun 420-433. maddeleri ile T.C. Merkez Bankası Kanununda yer almıştır.

Merkez Bankası 28 Mayıs 1970 gün ve 73/9672 sayılı Banka meclisi kararıyla tahvil ihraçlarında faiz ve sağlanan gelirle ilgili şu koşulları getirmiştir.

- 1) Tahvillerin yıllık faiz oranı en fazla % 15 olabilir,
- 2) Tahviller nominal değerinin altında bir değerle satışa çıkarılamaz,
- 3) Tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli keşideler hariç faizden başka bir yarar vadedilemez.

T.C. Merkez Bankası 7 Aralık 1974 tarih ve 15085 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan yeni bir tebliğ ile tahvil ihraç koşullarında tahvil alıcıları

---

(5) Yılmaz Karakoyunlu «Kamu Kesiminin Sermaye Piyasasından Bekleyişleri» Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri Tebliği 12 Mayıs 1975, s. 12-13.

yararına bazı önemli değişiklikler getirmiştir. Bu değişikliklerden faiz ve gelirlerle ilgili olan en önemli değişiklik yıllık faiz oranının %18'e yükseltilmesi, itfa tarihinden önce anapara ve birikmiş faizlerinin ödenebilmesi, faiz ödemelerinin 1 yıldan kısa sürelerle yapılabilmesidir. Böylece vergisiz % 11 faiz ödeyen ve Ağustos 1975'den itibaren her an paraya çevrilebilen Barış Harekâtı tahvillerinin yarattığı rekabet karşısında çekici olmaktan çıkan özel şirket tahvilleri için yeni satış olanakları doğmuştur (6).

Yüzde %18 faiz yatırımcılara net % 14,4 gelir sağlamaktadır. Bu çıkarılan tahvillerin ihraçlarından kısa bir süre içinde satılmalarını sağlamıştır. Aşağıdaki tabloda bu faiz yükselmesinin etkisi görülmektedir.

Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Tahvil (7)

Yıllar	Toplam (Milyon TL.)	Banka garantisiz olanların payı
1971	136,5	% 47,8
1972	275,5	44
1973	648,3	27,2
1974	485,0	33,5
1975 (x)	614,0	3,3

(x) 15 Mart 1975 tarihine kadar.

1975 yılında yapılacak tahvil ihraçlarının yurdumuzda ilk kez 1 milyar TL.'sini aşacağı tahmin edilebilir. Tahvil pazarında yeni satış olanaklarıyla birlikte rekabet de artmıştır. Satışların hızı olduğu faizlerin yükselmesini izleyen devreye yetişemeyen birçok şirket tahvillerinin çekiciliğini arttırmak için çeşitli «tadlandırıcı» etkenleride sunmuşlardır (8).

T.C. Merkez Bankasının 4 Nisan 1975 gün ve 15198 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan bir tebliğine göre tahvillerin «her an paraya çevirme» ve «yılda birkaç kez faiz ödeme» olanakları sınırlanmıştır. Yasaklanan bu iki «tadlandırıcı» tahvil pazarına çok önemli canlılık getirmişti. Her an paraya çevrilebilme olanağını veren tahvillerle, yılda birden çok faiz ödeyen tahviller birincil pazarda daha kolay satılmakta ve ikincil pazarda fiyatlar da ihraçtan sonra düşmemekte idi.

(6) Mehmet Gün Çalığa «Sermaye Piyasasındaki Yeni Gelişmeler» Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri Tebliği, 13 Mayıs 1975 s. 16-17.

(7) Banka ve Ekonomik Yorumlar, Mart 1975, s. 34.

(8) Mehmet Gün Çalığa, s. 7.

Enflasyon oranının % 30 olduğu bir dönemde tahvil faizlerinin %18'de tutulması ve buna karşın tahvillere ilgiyi arttırıcı çeşitli tedbirlerin yasaklanmaması gerekirdi (9).

Tahvil faizlerinin % 15'den % 18'e çıkmasının tasarruf sahipleri üzerindeki olumlu etkisinden yararlanarak tahvil ihracının artması tahvillerin ikincil piyasada nominal değerlerinin altında bir fiyat sağlamalarına yol açmıştır. Örneğin son günlerde 2 yıl sonra faizi ile birlikte paraya çevrilebilen tahvilin işlemiş faizleri ile birlikte ikincil piyasada 900-925 lira arasında işlem gördüğü, oluşan bu fiyatlara göre yıllık veriminin birinci yıl için brüt % 20, net % 16; ikinci yıl için brüt % 28, net % 24,4 olduğu saptanmaktadır. Buna göre bundan sonra ihraç edilen tahvillerin kurumlar dışındaki tasarruf sahiplerine satış olanaklarının sınırlı olacağı söylenebilir (10).

## II. TAHVİLİ ÇIKARAN ŞİRKETİN GELİRİ

Tahvili çıkaran şirketin geliri tahvil sahiplerine yapılacak faiz ve anapara ödemelerinin en önemli kaynağıdır. Gelirler kârlı çalışmaların sonucunda yaratılan fonlardır. Mal ve hizmet satışında gelirler, bu mal ve hizmet satışı ile ilgili giderlerden çok ise işletme kârlıdır.

Genellikle analizciler muhasebe raporlarında gelir olarak faiz ve gelir vergisinden önceki geliri alırlar. Vergiden önce gelir rakamlarının kullanılma nedeni vergiden sonra gelirlerin ödenen faizden etkilenmesi, faizin ise vergiden düşülen bir harcama oluşundandır. Vergiden ve faizden önce geliri aynı olan iki şirketin faizleri farklı ise vergiden sonra gelir de farklı olur.

Tahvili çıkaran şirketin geliri incelenirken şu noktaların gözönünde tutulması yerinde olur:

### 1) Faizin Kazanılma Sayısı

Tahvil sahiplerinin ilgilendiği bir rakam uzun vadeli borçlar üzerinden faiz miktarıdır. Bu miktar şirketlerin finansal raporlarında gelirlerle birlikte gösterilir. Genellikle analizciler yıllık gelir raporlarını kullanabilirler Buna göre bir şirketin tahvil sahiplerine ödeme yapma yeteneği bu şirketin geçmiş yıllarda gelir raporlarında gösterilen faizlere oranla gelirlerinin miktarı ile ölçülmektedir. Bu ilişki gelirlerin faizlere bölünmesi ile

(9) Mustafa A. Aysan - Ertan Özgür, Banka ve Ekonomik Yorumlar Nisan 1975, s. 34.

(10) Ertan Özgür, Banka ve Ekonomik Yorumlar Mayıs 1975, s. 40.



bulunur ve faizin kazanılma sayısı olarak tanımlanır. Bu oranın yüksekliği faizin kazanıldığı brüt kârın yüksekliğini gösterir. Herhangi bir dönem için faizin kazanılma sayısı 5 (veya 5'e 1) ise, tahvili çıkarmanın ödemesi gereken 1 liranın üstünde 4 lirası daha kalacaktır. Böyle yüksek bir brüt kâr ile tahvili çıkarın ödeme yeteneğinde bir kısıtlama yapmaksızın gelirlerinde önemli miktarda azalmalara katlanabilecektir.

Bu oranın yıllar boyunca istikrarı önemlidir. Bir şirket geçmişteki birkaç yıl için geniş ve istikrarlı bir brüt kâr ile faizi kazanabilmişse finansal yeteneği kuvvetli demektir. İstikrarsızlığın etkileride tersinedir (11).

## 2) Nakit Olmayan Giderler

Nakit halinde olmayan giderler, nakit harcamasını gerektirmeyen giderlerdir. Bunlar, gelirleri azaltan giderler olarak kaydedilirler fakat birçok durumda nakit daha önce harcanmıştır ve giderleri gider yerlerine dağıtmak için muhasebe işlemleri yapılmıştır. Ençok rastanan nakit olmayan gider, sabit varlıklar üzerinden amortismandır. Geçmişte para harcanmış ve varlık alınmıştır. Amortisman bu varlığın tahmini ömrü süresince gelirden sabit miktarlarda ve bu varlığın maliyeti, eksi faydalı ömrü sonunda hurda değer kadar yapılan indirimdir. Tükenme karşılıkları ise tüketilen varlığın maliyetini karşılamak için yapılan indirimdir. Madenler, petrol veya kereste elde edilen ormanlar tükenen varlıklara örnektir. Amortisman tabi çeşitli maddi varlıklar vardır. Goodwill varlık olarak bilinir ve patentlerin muhasebe değerleri gelirden belirli aralıklarla yapılan düşmelerle amorti edilir. Bazı hallerde araştırma ve geliştirme giderleri bu giderlerin yapıldığı dönemdeki gelirden düşülmezler, bunun yerine kapitalize edilerek birkaç yıl süresince amorti edilirler. Bu nakit olmayan giderlerin toplamının gelir raporunda ilan edilen gelirlere oranla geniş olması olağan dışı sayılmamalıdır.

Nakit olmayan giderler bir nakit akımı sağlamak için kazanılmalıdır. Bu nedenle, satışlar (satışlarla yaratılan nakit) bir muhasebe döneminde nakit halindeki artı nakit halinde olmayan giderleri karşılayacak kadar olmalıdır.

Bununla birlikte nakit halinde olmayan giderlerin sabit giderlerin ödenilmesi için gerekli fonları temsil edip etmediği sorusu akla gelebilir. Genel olarak, eskiyen ve tükenen varlıklar işletmedeki faaliyetlerin sürdürül-

---

(11) Harry C. Sauvain, Investment Management, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1973, s. 175.

mesi için yenilenmelidir ve birçok işletmede bu yenileme işi devamlı bir olaydır. İşletme yöneticileri genellikle nakit halinde olmayan giderleri varlıkların yenilenmesinde en önemli kaynak olarak görmekte ve bu içte yaratılan nakit akımının yükselen fiyatlarla varlıkları yenilemek için yetersiz kalışından yakınmaktadırlar. Buna göre varlıkların az veya çok devamlı yenilenmesi söz konusu ise nakit halinde olmayan giderler sabit giderlerin ödemesi için yeterli fonları temsil etmeyebilir.

Bazı durumlarda yıpranan ve tükenen varlıklar devamlı olarak yenilenmezler. Yeni bir bina veya fabrikanın faydalı ömrü birkaç yılı kapsayabilir ve bu ömür süresince yenilenme için bir harcama olmaz. Bazı tükenen varlıklar tamamiyle yenilenmezler ve nakit olmayan giderlerle amorti edilen gayrimaddi varlıkların yenilenmesi yapılmaz.

Bu nedenle tahvil analizcisi, faizin iç nakit akımı ile karşılanmasının hesaplanmasını faydalı bulur. Bu gelirler artı nakit halinde olmayan giderlerden nakit akımı veya nakit halinde olmayan giderlerin hangi parçası faize uygulanabilir ise bu tahvillerin faizi ile bölünür.

### 3) Varlıkların Paraya Çevrilmesinden Fonlar

Şirketler varlıklarının paraya çevrilmesinden de fon sağlarlar. Sabit varlıkların paraya çevrilmesi bazı hallerde tahvil sahiplerine ödenecek fon miktarına önemli ölçüde katkıda bulunabilir.

Bazı gayrimenkul işi yapan şirketler büyük araziyi uzun süre ellerinde bulundururlar ve bu süre içinde büyük ölçüde borçlanırlar ve daha sonra bu arazinin satışından borçlarını öderler. Birçok işletme faydalı ömürlerini tamamlamış makine ve aletlerinin satışından büyük hasılat elde ederler. Bazı durumlarda da işletmeler tamamiyle amorti edilmedikleri halde modası geçtiği için alet ve makinelerini satarlar

Kuşkusuz, cari varlıklar işletmenin olağan işi olarak satılırlar. Genellikle nakit girişi satış için daha çok mal satın alınması veya üretilmesine yetecek biçimde ayarlanır. Daralma dönemlerinde birçok işletmenin cari varlıklarında net bir düşüş görülür ve nakit akışını böyle yaratır. Satışlar azaldığında alacaklarda ve stoklarda bir azalma vardır. Bir noktaya kadar bu nakit akışı cari borçları azaltmak için kullanılır, özellikle bankadan alınmış borçlar azaltılır ve nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetlerde çok az bir artış olabilir veya hiç olmaz.

Cari varlıklar arasında nisbeten büyük bir pazarlanabilir menkul kıymet, gelirler yeterli değilse tahvil sahipleri için hazır bir kaynak olarak

bulundurulur. Görünüş bazen aldatıcı olabilir. Genellikle pazarlanabilir menkul kıymetler bazı özel amaçlarla ayrılmış olabilir, örneğin, kısa vadeli borçların ödenmesi, yeni mamullerin üretilme ve pazarlamasının finansmanı veya öteki özel amaçlar. Bunun bir ayrıcası vardır ve önemli olabilir. Bu özel amaçlara ayrılmayan menkul kıymetler tahvil faizinin ödenmesi için kullanılabilir fon olarak düşünülebilir.

Herhangi bir durumda tahvil çıkarının likiditesini incelemek iyi olur. Bazen finansal başarısızlıklar günlük işlemler için fon yokluğundan doğar. Cari durumun incelenmesi cari borçların cari varlıklarla ilişkisinden daha çok şeyler ortaya koyabilir. Bu stokların dönme çabukluğu, alacakların süresi, satılan malın maliyetinin borçlara oranı, banka borçlarının süresiyle ilişkili, yakın bir gelecekte geniş nakit çıkışları gerektirecek bağlantılar gibi sorunların ortaya çıkmasına yol açar.

### III. TAHVİLİN RİSK DURUMU

Tahvil sahiplerinin alacaklarını tahsil için güçlü olmaları tahvillerin ödenmesindeki belirsizliği azaltır. Bunun nedeni, işletme yöneticilerinin tahvil sahiplerinin güçlü olduklarını hissettikleri an para bulmada daha büyük çaba harcamalarıdır. Ödenememe durumu ile karşılaşıldığında tahviller güvenceli ise vadesi gelen alacaklarının tahsili bakımından bir endişeye kapılmazlar.

Kredi verenlerin güvencesi alacaklarının öncelik sırası ve varlıkların borçlara oranı ile belirlenir. Güvenceli tahvil sahipleri güvencesiz tahvillere göre daha kuvvetli durumdadır.

Türkiye'de tahvil sahiplerinin haklarının korunması bakımından bazı yasal sınırlamalar vardır. Örneğin 1) Türkiye'de Şirketler ödenmiş sermayesinden fazla tahvil çıkaramaz, 2) Bir tertip tahvil ihraç etmek için daha önce ihraç edilen tahvillerin ödenmiş olması gerekir ve 3) Tahvil ihracı için genel kurulda 3/4 toplantı ve 2/3 karar çoğunluğu gereklidir.

Tahvilin risk durumunu etkileyen etkileri şöyle sıralayabiliriz:

#### 1) Banka Garantisi

Ülkemizde ihraç edilen tahvillerin bir kısım banka garantisini taşımaktadır. En fazla tahvil ihracını garanti eden banka Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ve İş Bankası'dır. Bu bankalar 1967-1974 yılları arasında bankalarca garanti edilen tahvillerin yaklaşık olarak % 35'ini garanti etmişlerdir. Son yıllarda halka sunulan şirket tahvilleri arasında banka garantisi taşı-

yanların sayısı azalmaktadır. Garantisiz tahvil satışlarının bazı tanınmış şirketler için gittikçe kolaylaşması, muhtelif holdinglerin garantisizle çıkan tahvillerin artması ve bazı şirketlerin maliyet ve öteki nedenlerle tahvil ihraçlarının garanti edememeleri bu azalmaya yol açmıştır (12). Banka garantisinin bulunması tahvil satışını büyük ölçüde kolaylaştırmaktadır. Garantisiz tahviller için talebin sınırlı olması, ikincil piyasada bu tahvillerin daha düşük fiyattan işlem görmeleri ve bazen garantisiz tahvil ihraçlarının tamamen başarısız bir şekilde kapanmaları bir çok şirketi garantili tahvil ihraç etmeye yöneltmiştir (13).

## 2) Faizi Karşılama Oranının Eğilimi

Karşılama oranının yıldan yıla istikrar göstermesi önemlidir. Fakat karşılama oranının eğiliminin bilinmesi de önemlidir. Karşılama oranında aşağı doğru bir gidiş istenmez ve böyle bir eğilimin nedenleri araştırılmalıdır. Yukarı doğru bir eğilim şirketin finanslama yeteneğindeki gelişmeleri gösterir. Bir tahvil için karşılama oranının düşüşü riskin gelire göre çok yüksek olduğunu gösterir.

## 3) Riskin Tahmininde Kullanılan Öteki Finansal Oranlar

Analizcilerin, şirketlerin sabit giderleri ödeme yeteneklerini tahmin etmede kullandıkları başka finansal oranlar da vardır. Bu oranlar faizi karşılama oranının eğilimini açıklamada yardımcı olurlar. Bu oranların yorumlanması için faizi ödeme yeteneği ile sabit giderler arasındaki ilişkinin iyi anlaşılması gerekir.

Çok kullanılan bir oran, uzun vadeli borçların toplam sermaye yüzdesi olarak değeridir. Toplam sermaye adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri ve uzun vadeli borcun (defter değerleri ile) toplamıdır. Önemli miktarlara ulaşan kiralama varsa, uzun vadeli borca ödenen oran üzerinden kapitalize edilmeli ve bulunan değer borca eklenmelidir. Örneğin, yıllık kira bedelinin 5 katı alınarak bulunan rakam kapitalize edilecek miktar olarak kullanılır.

Bu oran uzun vadeli borca nereye kadar başvurulacağını gösterir. Borç oranı yüksekse «başka şeyler» eşit kalmak şartıyla bulunabilecek fonlara oranla sabit giderler büyük demektir. Kuşkusuz «başka şeyler» eşit değil-

(12) M. Bülent Atuk; «Türkiye'de Tahvil Piyasası (1967-1974)», Banka ve Ekonomik Yorumlar, Temmuz 1974, s. 34.

(13) Mehmet Gün Çalika, s. 11.

dir. Yıllık faiz miktarı yalnız görç miktarı değil aynı zamanda faiz oranı tarafından etkilenir (14).

Uzun vadeli borcun toplam sermaye içindeki payı hesaplanırken değişik bir biçim adi hisse senedinin defter değeri yerine pazar değerinin alınmasıdır. Adi hisse senetlerinin pazar değerlerinin defter değerlerine oranla yüksek olması, gelir oranının yüksekliğini gösterir. Adi hisse senetleri gelirlerinin birbirini izleyen yıllarda artmış olması hiç olmazsa istikrarlı olarak aynı düzeyde kalması istenir. Adi hisse senetleri değerlerinin yüksek olması tahvil sahipleri tarafından da istenir, çünkü bu borçların faizini karşılayacak gelirlerin istikrarlı veya artmakta olduğunu gösterir. Riskin bu biçimde ölçülmesinin en büyük sakıncası pazar fiyatındaki geçici oynamaların tahvil sahiplerini yanlış kararlara götürebilmesidir. Bundan başka pazar değerindeki değişmeler gelirlerden çok, pazardaki oranı oynamalarından doğabilir.

Bazı analizciler, toplam sermaye üzerinden gelirin finansal yeteneğin iyi bir ölçüsü olduğuna inanırlar. Gelir rakamı olarak vergiden ve faizden önceki gelir alınabilir ve defter değeri ile toplam sermayeye bölünür. Gelir oranının yüksek oluşu borç ödenmesi için oldukça geniş bir fon ayrılabilceğini gösterir. Oran aynı zamanda faiz ve vergiden sonra gelir esasına göre de hesaplanabilir.

#### a) Finansal Risk Düzeyinin Tahmini

Bütün finansal analizler yapıldıktan ve güvence dereceleri incelendikten sonra bir tahvil satın alınması ile ilgili karar verilmesiyle karşılaşılabilecek riskin tahmin edilmesi gerekir.

Finansal oranlarla ilgili birçok bilginin istatistiki olarak biraraya getirilmesi olurludur böylece finansal yetenek kantitatif bir yöntemle ölçülmüş olur. Fakat bu pratik bir yol değildir.

Finansal riskin kantitatif yöntemlerle tahmin edilmemesindeki zorluklar finansal riski etkileyen koşulların bir tahvilden ötekine büyük ölçüde değişmesinden doğar. Bu durumda nakit olmayan giderler bir şirket için fonların önemli bir kaynağı olabilirken başka bir şirket için olmayabilir. Bir bilançonun incelenmesi ile tahvil sahiplerine yapılacak ödemelere ilişkin belirsizlik azaltılırken başka bir bilanço bu olanağı vermeyebilir. Varlıkların ipoteği ile alacaklılara sağlanan güvence bir tahvilin riskini önemli ölçüde azal-

---

(14) Sauvain, s. 184.

tırken başka bir tahvilin değerlemesinde bunun önemi daha az olabilir. Değişik durumlarda finansal riski etkileyen etkenlere göreli bir ağırlık verilmiş değişik kararlar verilebilir.

Bir şirketin finansal yeteneğini etkileyen gelecek gelişmelerin tahmininde daha subjektif davranılır. Geçmişe ilişkin bilgiler tahmin için esas olabilir. Fakat risk ile ilgili en son karar analizcinin milli ekonomi, şirketin içinde bulunduğu endüstri ve şirketin geleceği ile ilgili tahminlere bağlıdır.

Finansal riskin bir başka istatistiki ölçüsü, aynı faizi veren ve vadeleri aynı olan şirket tahvilleri ile devlet tahvilinin fiyat değişimleri arasındaki farktır. Devlet tahvilinin pazar fiyatındaki değişimler tamamiyle pazar faiz oranındaki değişimleri yansıtır çünkü bunda finansal risk etkeni yoktur. Şirket tahvillerinin fiyatları faiz oranlarını etkileyen etkenlerle ve yatırımcıların finansal risk ile ilgili tahminlerine bağlı olarak değişir.

Bu iki seri arasındaki korelasyon katsayısı birlikte hareket etme derecelerini gösterir. Çok yüksek artı ilişki bir şirket tahvili için fiyat değişimi tamamiyle faiz oranı riskidir. Burada finansal risk çok azdır. İki seri arasında uzak bir ilişki finansal risk ile ilgili etkenlerin büyük olduğunu gösterir. Eksi bir ilişki finansal risk değişimlerinin faiz oranı değişimlerini etkisiz bırakacağı anlamına gelir.

#### IV. TAHVİLİN VADESİ

Tahvil vadeleri tahvil değerleri üzerine etkisi iki yönlüdür. Birincisi vadenin uzun olması halinde şirketin faiz ve ana para ödemeleri ile ilgili belirsizliği arttığından uzun vadeli tahviller istenmez (15). Fakat öte yandan devamlı ve sabit bir gelir elde etmek için bir tahvil alan tasarruf sahibi bu gelirden belirli bir süre yararlanmak ister.

Türkiye'de sık değişen faiz oranları göz önünde tutulacak olursa yatırımcıların vadeleri kısa tahvilleri tercih edecekleri düşünülebilir. Ülkemizde 1970-1974 yılları arasında genellikle 7 yıllık vadeler şirketler tarafından tercih edilmiştir. 5 yıl vadeli tahvillerin yatırımcılar tarafından tercih edilmelerine karşın, bu etken kendiliğinden tahvil satışlarını kolaylaştırmaya yeterli olmamıştır (16).

---

(15) Pınar Bakır, «Sermaye Piyasası Analizleri Uygulaması», Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri Tebliği, 13 Mayıs 1975, s. 3.

(16) Mehmet Gün Çalıka, s. 12.

## **V. HİSSE SENEDİNE ÇEVİRİLEBİLME OLANAĞI**

Bir tahvil sahibine bu tahvili çıkaran şirketin hisse senetlerinden alma olanağı verebilir. Özellikle hisse senetleri kâr payı ve fiyat açısından pazarda tutunmuş şirketlerin hisse senetlerine sahip olmak isteyenler bu olanağı sağlayan tahvillerden almak isterler.