

# ANONİM ŞİRKETLERİN TAHVİL İHRAÇ ETMELERİNİ ZORLAŞTIRAN NEDENLER VE RİSK PRİMİ

Arş.Gör.M.M.Tuncer ÇALIŞKAN\*

## ÖZET:

*Bu çalışmada, Türkiye 'de 1998 yılından sonra anonim şirketlerin tahvil ihraç etmemelerinin sebepleri araştırılmıştır. Bu amaçla, 1985 – 2003 yılları arasında meydana gelen yıllık ortalama hazine bonosu faiz oranları ve yıllık enflasyon oranları karşılaştırılmış ve sermaye sahiplerinin risk almadan yüksek oranlarda gerçek kazanç elde ettiği görülmüştür. Devletin yüksek gerçek faiz vermesinin yanında sağladığı vergi istisnaları da anonim şirketlerin bu finansman aracından yeterince yararlanamamasına sebep olmaktadır.*

*Anahtar Kelimeler: Risk, tahvil, risk primi*

## ABSTRACT

*In this study, we searched , the reasons of unissuing bonds by joint stock companys in Turkey, after 1998. For this reason, for the period of 1985 – 2003, the rate of annual averaged treasury bills intrest rates and annual inflation rates were compared and seen that the capital owners earned high real intrest rates with no risk. In addition to the governments' high real intrest, tax exceptions to the treasury bills caused the joint stock companys did not make benefit from this financial instrument.*

*Keywords: Risk, bond, risk premium*

---

\* Balıkesir Üniversitesi Bandırma İ.İ.B.F, İşletme Bölümü

## I. GİRİŞ

Yatırım yapmayı plânlayan her yatırımcının karşı karşıya olduğu iki durum vardır. Bunlar sırasıyla risk ve getiridir. Yatırımcı yatırım yapmaya karar verdiğinde karşısında çeşitli risklere sahip yatırım araçları bulacaktır. İşte bu yatırım araçları arasında risksiz olarak kabul edilen iki araç vardır ki, onlar da devletin ihraç ettiği hazine bonoları ve tahvilleridir. Yatırımcıların bu yatırım araçlarının faiz oranını risksiz kabul etmesinin altında yatan asıl sebep devletin elinin altında MB matbaasının bulunuyor olmasıdır. Yatırımcılar devletin borçlarını ödeyemeyecek durumda olsa bile matbaayı çalıştırıp ana para ve faizlerini alacaklarını bilirler.

Ancak, özel sektörün elinin altında borcunu ödeyemediği zaman para basacak bir matbaası bulunmamaktadır. Bu nedenle, yatırımcılar özel sektör tahvillerine yatırım yapmaya karar verdiklerinde daha fazla risk üstlenmiş olacaklardır. Bu nedene, bağlı olarak yatırımcılar riskin karşılığında bir prim talep ederler. İşte, yatırımcıların talep ettiği bu prime risk primi denir.

## II. TAHVİL

Anonim şirketler, ihtiyaç duydukları uzun vadeli fonları iki kaynaktan sağlama imkanına sahiptirler. Bu kaynaklardan birincisi öz kaynaklar, ikincisi ise, yabancı kaynaklardır. Öz kaynaklardan fon

ihtiyacı ya sermaye artırımını ya da elde edilen karların dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılması suretiyle karşılanır. İhtiyaç duyulan fonun yabancı kaynaklardan karşılanması ise ya bankalardan ve diğer finans kurumlarından uzun vadeli kredi temin edilmesiyle ya da tahvil ihracı suretiyle mümkün olur. Tahvil ihracı suretiyle uzun vadeli fon ihtiyaçlarının karşılanması Ticaret şirketleri arasında sadece anonim şirketlere sağlanan bir imkan olup, TTK.'nun 420 ila 433. maddelerinde düzenlenmiştir (Çabuk, 1984: 195).

Türk Ticaret Kanununun 420. maddesinde; anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri tahvil olarak tanımlanmaktadır (Yener, 2000: 123).

Tahvillere ödenecek faiz konusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri II, No. 13 sayılı Tebliğinin 14. maddesiyle, T.C. Merkez Bankasının 1 Temmuz 1987 tarihli Tebliği düzenlenmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri II, No. 13 sayılı Tebliğinin 14/1. fıkrası uyarınca, tahvillere ödenecek faiz ve bununla ilgili esasların, tahvil metni izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılara belirlenmesi kabul edilmektedir. T.C. Merkez Bankasının söz konusu Tebliğinin 1. maddesinde de , Seri II, No. 13 sayılı Tebliğinin genel nitelikteki bu hükmüne paralel bir düzenleme ile özel sektöre mensup anonim ortaklıkların nama ve hamiline yazılı olarak çıkaracakları tahvillerin faiz oranlarını serbestçe tespit etmeleri öngörülmektedir. İhraççılar faizin belirlenmesi usul ve esaslarının

izahname, sirküler ve tahvil metninde açıkça gösterilmesi kaydıyla “değişken faizli” tahvil ihraç edebilmektedirler.

Faiz ödemeleri üç ayda bir, altı ayda bir veya yılda bir defada kuponlara bağlı olarak yapılabilir (Seri II, No. 13 sayılı Tebliğ, md. 14/1).

Tahvil sahiplerine ana para ve faiz dışında ikramiyeli çekilişler de dahil her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz (T.C. Merkez Bankası Tebliği md. 3).

Ana paranın itfası ile ilgili olarak tahvillerin vadesi iki yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir. Tahvillerin ana parasının vade bitiminde bir defada ödenmesi esastır. İki yıldan uzun vadeli tahvillerin ana parası, ilk taksiti vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken birinci yılın sonunda, son taksiti ise, tahvilin vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde yıllık eşit taksitlerle de ödenebilir. Ancak, hangi şekilde olursa olsun ödeme plânının tahvillerin arka yüzünde, izahname ve sirkülerde yer alması zorunludur (Seri II, No. 13 sayılı Tebliğ, md. 9).

### **III. RİSK KAVRAMI VE TAHVİLLERİN TAŞIDIĞI RİSKLER**

Geleceğin bu günden kesin olarak bilinmemesi nedeni ile gelecekle ilgili tüm kararlarda kararın istenilen sonucu vermemesi tehlikesi vardır. Bir finansal varlığa yatırım yapan yatırımcının

beklentisi yaptığı yatırımdan belli bir getiri sağlamaktır. Ancak, yatırımcı, finansal varlığa yatırım yapmadan bu verimi sağlayıp sağlayamayacağını kesinlikle bilemez (Sarıkamış, 2000: 163). Yatırımcının yapacağı her yatırımın, beklediği getiriden farklı bir getiri sağlaması veya yatırdığı sermayesini kısmen ya da tamamen kaybetme tehlikesi bulunmaktadır.

Risk kelimesinin kökenine baktığımızda Latince’de “riscus” kelimesine dayandığını ve beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığını ifade ettiği görülmektedir. Eski Yunanca’da risk, genel olarak olumlu, ya da olumsuz etkilere sahip rassal olayları açıklamak için kullanılmıştır. Fransızca’da ise risk (risque) sözcüğü yine rassal olaylara ilişkin olup, çoğunlukla olumsuz ama bazen olumlu anlamlar içerir (Arman, 1997, s.2). İngilizce’de ve Türkçe’de risk kelimesinin anlamına bakıldığında isim olarak kullanıldığında risk; tehlike, risk, riziko ya da sigorta edilen kimse veya şey anlamı taşırken fiil olarak kullanıldığında, tehlikeye atmak, ya da göze almak anlamını içerir (Redhouse, 2002: 837).

Risk ile ilgili birçok tanım yapılmıştır, bu tanımlara göre risk;

- arzu edilmeyen bir olay veya etkinin ortaya çıkma olasılığı (Sarıkamış, 2000: 163)
- zarara uğrama tehlikesi ( [www.tdk.gov.tr](http://www.tdk.gov.tr) )
- istenmeyen sonuçların meydana gelme olasılığı (Türko, 1999: 31)

- gelecekte sağlanacak gelirlerdeki sapmalardan aktiflerin ya da hisse senetlerinin alacağı değişik değerlerin olasılığı (Babuşcu, 1997: 60)
- gelecekte beklenmeyen olumsuz durumların çıkma olasılığını (Aşıkoglu, 2001: 1)
- bir varlıktan gelecekte sağlanacak verimin olası değişkenliği (Arman, 1997: 1)
- yatırımcının yapmış olduğu yatırımdan sağlayacağı verimin, beklenen verimin altına düşme veya üstüne çıkma olasılığı (Ceylan, 1998: 30)
- beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı(Ceylan, 1998: 30), olarak tanımlandığı görülmektedir

Risk kendi arasında ikiye ayrılmaktadır. Bunlar sırasıyla sistematik ve sistematik olmayan risklerdir. Sistematik risk ve sistematik olmayan risk toplandığı zaman toplam riske ulaşılır. Sistematik risk çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamaz iken; sistematik olmayan riskin çeşitlendirme ile azaltılması mümkündür. Ancak, konumuz gereği bu riskler tahviller üzerinde ne kadar etkili olmaktadır önce onu inceleyelim.

Bir tahvilin kalitesi, yatırımcıyı enflasyona karşı koruma potansiyeli ile ölçülmektedir. Yapılan araştırmalar, sabit getiri sağlayan menkul kıymetlerin fiyatlarında enflasyonun etkisinin daha

şiddetli olduğunu göstermektedir. Satın alma gücündeki azalma, tahvillerin reel verimini azaltmaktadır. Bu nedenle, enflasyon oranı iyi tahmin edilmez, ve gelişmenin yönü iyi saptanamazsa, tahvillerin reel değeri ve geliri, gerçeğe yakın olarak saptanamaz. Böylece tahvile yatırım yapan tasarruf sahipleri, satın alma gücü riskiyle karşılaşmaktadır (Ceylan, 1998: 39).

Ekonomi teorisinde, beklenmeyen bir enflasyon artışında tahvil fiyatlarının düşeceği bilinmektedir. Fakat, bir çok yatırımcı böyle bir belirsizlikten hoşlanmamaktadır. Böyle bir durumdan korunmak için yatırımcılar tahvilin nominal değerinin üzerine ek bir gelir koyarlar. Bu ek gelire enflasyon risk primi denir. Yatırımcılar bekledikleri faiz getirisini belirlerken, nominal getirinin üzerine beklenen enflasyon oranını ve bu oranın standart sapmasını ilave ederler (Shen, 2004: 3).

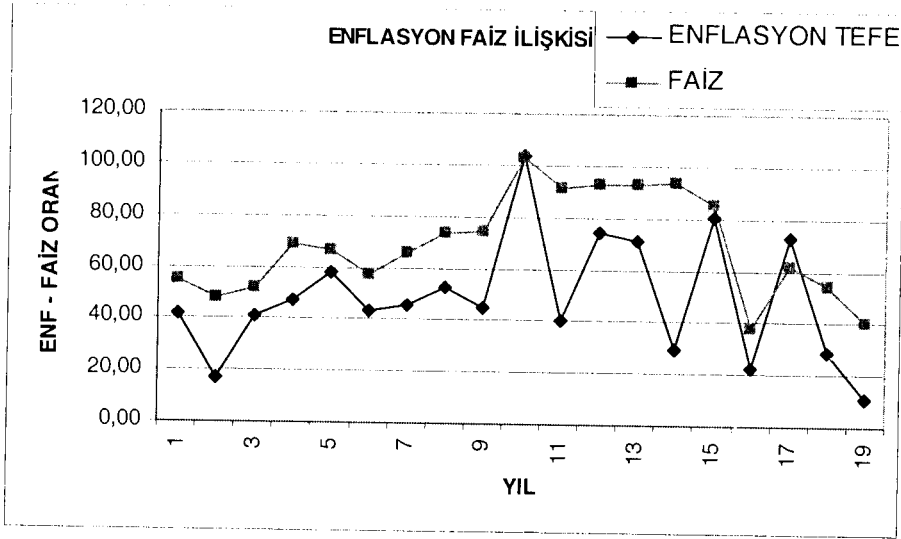
Tablo1: Enflasyon ve Mevduat Faizi Karşılaştırması

YIL	ORTALAMA ENFLASYON TEFE	ORTALAMA MEVDUAT FAİZİ	FARK
1985	42,09	55,00	12,91
1986	17,40	48,00	30,60
1987	41,18	52,00	10,82
1988	46,98	68,66	21,68
1989	58,14	66,29	8,15
1990	43,67	57,28	13,61
1991	45,95	66,13	20,18
1992	52,98	73,65	20,67
1993	44,92	74,46	29,54
1994	104,11	102,64	-1,47
1995	40,16	91,65	51,49
1996	74,12	92,79	18,67
1997	71,08	93,03	21,95
1998	29,79	93,31	63,51
1999	80,25	85,49	5,23
2000	22,09	38,19	16,10
2001	73,09	62,17	-10,92
2002	28,30	53,88	25,58
2003	10,62	40,28	29,65

KAYNAK : T.C.M.B. Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

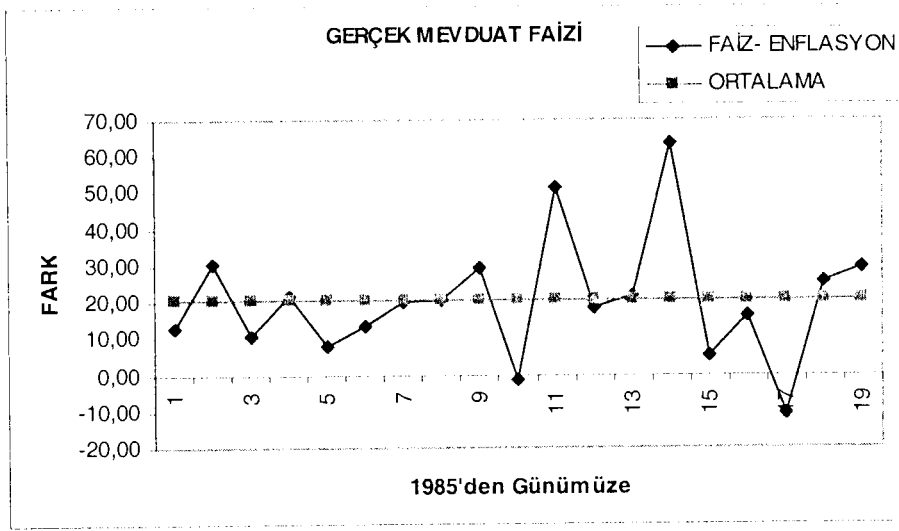


Tablo 1’de 1985 ve 2003 yıllarında meydana gelen enflasyon ve faiz oranlarına yer verilmiştir. Tablonun en sonunda yer alan “faiz – enflasyon” hesaplaması ile gerçek faiz hesaplanmıştır.



Şekil 1: Enflasyon ve Mevduat Faizi İlişkisi

1985- 2003 yılları arasında ortaya çıkan enflasyon ve faiz şekliinden yola çıkarak, enflasyon ve faiz neredeyse birlikte hareket ediyor denilebilir. 19 yıllık dönemde faiz oranlarının iki defa enflasyon oranını altında kaldığı görülürken, geriye kalan 17 dönemde faiz yatırımcısına kazandırmıştır.



Şekil 2’de faizin yatırımcısına gerçek anlamda ne kadar kazandırdığı görülmektedir. Tablo 1’de fark sütununda yer alan 19 yılın ortalamasını hesapladığımızda, geçen 19 yılda ülkede gerçekleşen gerçek faiz kazancının yıllık % 20,42 olduğu tespit edilmiştir.

Meydana gelen enflasyon oranları ile mevduat faizlerinin dalgalanma derecesini ölçmek için Tablo 2’de enflasyon verilerinin, Tablo 3’de ise mevduat faizlerinin standart sapmaları hesaplanmıştır. Standart sapmalar hesaplanırken kullanılan formül aşağıdaki gibidir;

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (x - \bar{x})^2}$$

Tablo 2: Enflasyon Verilerinin Standart Sapmasının Hesaplanması

YIL	$\chi_{tefe}$	$\chi_{tefe} - \bar{\chi}_{tefe}$	$\sigma_{tefe}$
1985	42,09	-6,69526316	44,82654878
1986	17,4	-31,38526316	985,0347436
1987	41,18	-7,60526316	57,84002773
1988	46,98	-1,80526316	3,258975077
1989	58,14	9,35473684	87,51110135
1990	43,67	-5,11526316	26,1659172
1991	45,95	-2,83526316	8,038717186
1992	52,98	4,19473684	17,59581716
1993	44,92	-3,86526316	14,9402593
1994	104,11	55,32473684	3060,826506
1995	40,16	-8,62526316	74,39516458
1996	74,12	25,33473684	641,8488908
1997	71,08	22,29473684	497,0552908
1998	29,79	-18,99526316	360,8200225
1999	80,25	31,46473684	990,0296644
2000	22,09	-26,69526316	712,6370752
2001	73,09	24,30473684	590,7202329
2002	28,3	-20,48526316	419,6460067
2003	10,62	-38,16526316	1456,587312
<b>ORT ENF</b>	<b>48,78526316</b>	<b>-4E-08</b>	<b>21,78835636</b>

Tablo 3: Mevduat Faizi Standart Sapması Hesaplanması

YIL	$\chi_{mf}$	$\chi_{mf} - \bar{\chi_{mf}}$	$\sigma_{mf}$
1985	55	-14,20526316	201,7895014
1986	48	-21,20526316	449,6631857
1987	52	-17,20526316	296,0210804
1988	68,66	-0,54526316	0,297311914
1989	66,29	-2,91526316	8,498759292
1990	57,28	-11,92526316	142,2119014
1991	66,13	-3,07526316	9,457243503
1992	73,65	4,44473684	19,75568558
1993	74,46	5,25473684	27,61225926
1994	102,64	33,43473684	1117,881628
1995	91,65	22,44473684	503,7662118
1996	92,79	23,58473684	556,2398118
1997	93,03	23,82473684	567,6180855
1998	93,31	24,10473684	581,0383381
1999	85,49	16,28473684	265,1926539
2000	38,19	-31,01526316	961,9465489
2001	62,17	-7,03526316	49,49492773
2002	53,88	-15,32526316	234,8636909
2003	40,28	-28,92526316	836,6708489
<b>ORT FAİZ</b>	<b>69,20526316</b>	<b>-4E-08</b>	<b>18,95981856</b>

1985 -- 2003 yılları arasında meydana gelen enflasyon oranlarının standart sapması 21,78 olarak tespit edilmiştir. Yine aynı döneme ait mevduat faizlerinin standart sapması ise 18,95 olarak bulunmuştur. Bu da bize incelenen dönemde enflasyon oranlarında mevduat faizlerine göre daha fazla bir dalgalanma derecesine sahip olduğunu göstermektedir.

Standart sapmalar bulunduktan sonra iki değişkenin kovaryansları aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır;

$$\text{Cov}(X,Y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)(y_i - \mu_y)$$

Yapılan hesaplama sonucunda enflasyon ve faizin kovaryansı 307,76 bulunmuştur. Bulunan kovaryans ve standart sapmalar aşağıdaki formülde yerine konulduğunda korelasyon katsayısı

$$\beta_{tefe,mf} = \frac{\text{Cov}(tefe,mf)}{\sigma_{tefe} * \sigma_{mf}}$$

$$\frac{307,76}{21,78 * 18,95} = 0,745 \text{ olarak bulunur.}$$

Bulunan korelasyon katsayısı, enflasyon ve faiz oranları arasında olumlu yönde yüksek bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu sonuca göre, enflasyon oranı ve faiz oranlarının artışlarda ve azalışlarda aynı yönde hareket ettiklerini söylenebilir.

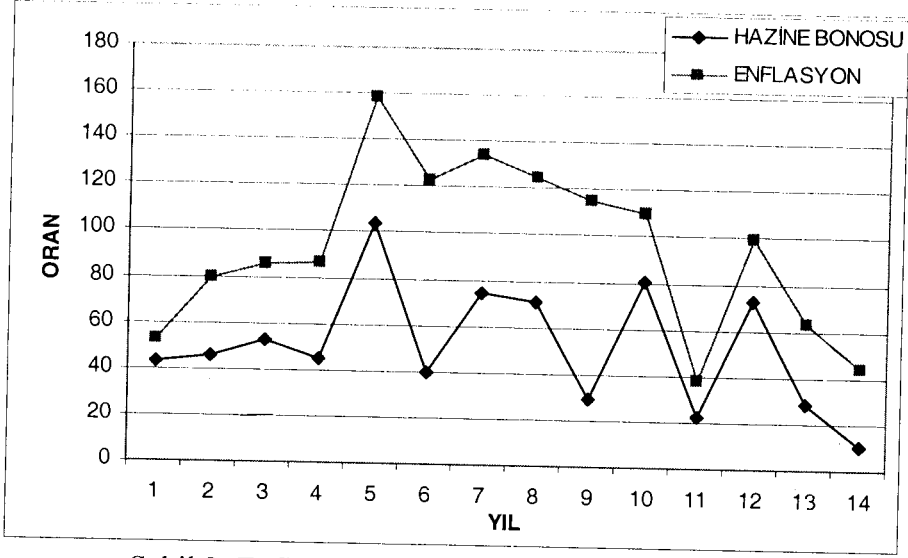
Yukarıdaki analizi 1990 – 2003 yılları arasında gerçekleşen hazine bonusu verileri ile gerçekleştirdiğimizde;

Tablo 4: Enflasyon ile Hazine Bonusu Karşılaştırması

YILLAR	ORTALAMA YILLIK ENFLASYON	ORTALAMA YILLIK HAZİNE BONUSU FAİZİ	FARK
1990	43,67	53	9,33
1991	45,95	80	34,05
1992	52,98	86	33,02
1993	44,92	86,7	41,78
1994	104,11	158	53,89
1995	40,16	123,2	83,04
1996	74,12	134,2	60,08
1997	71,08	124,5	53,42
1998	29,79	115,5	85,71
1999	80,25	109,6	29,35
2000	22,09	38,2	16,11
2001	73,09	99,9	26,81
2002	28,3	63,5	35,2
2003	10,62	44,1	33,48

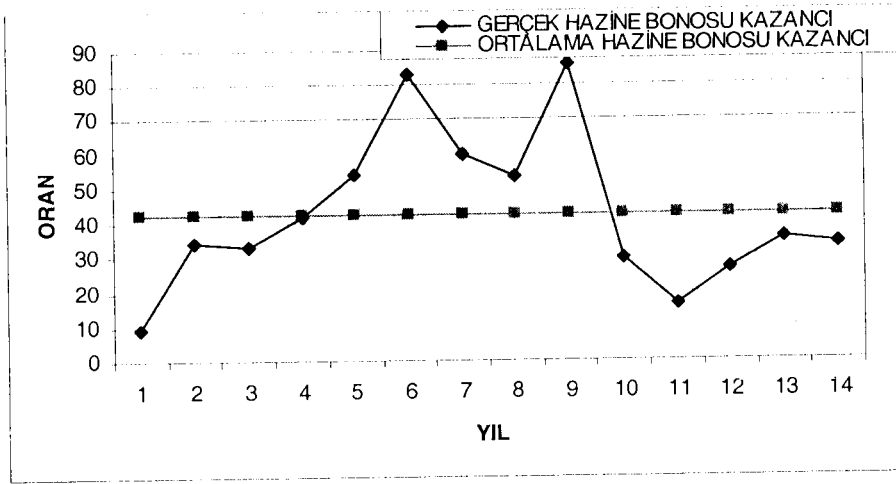
1990-2003 yılları arasında meydana gelen enflasyon ile hazine bonusu faiz oranları arasında 0,832 korelasyon tespit edilmiştir. Bulunan yüksek korelasyon oranları mevduat faizleri ile hazine

bonosu faizlerinin enflasyon ile aynı yönde hareket ettiklerini göstermektedir. Hazine bonosunun faiz oranı çok az da olsa mevduat faizine kıyasla enflasyona daha duyarlıdır.



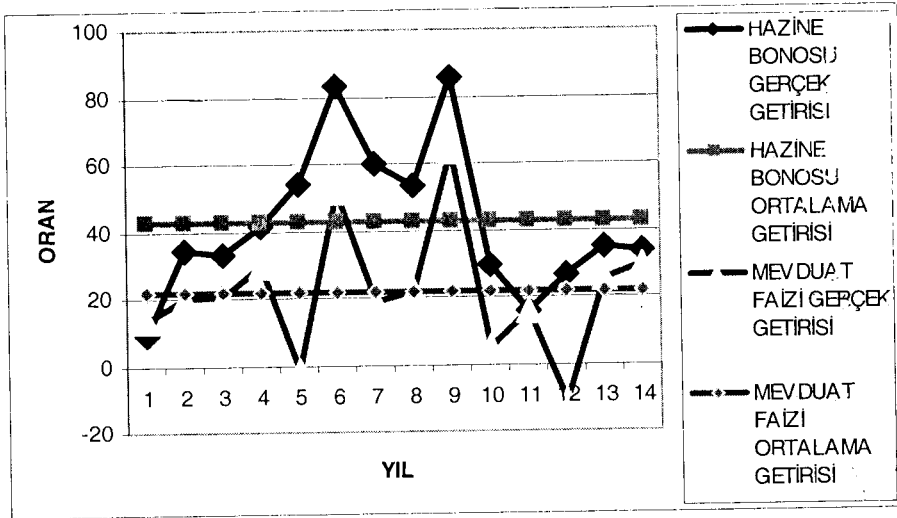
Şekil 3: Enflasyon ve Hazine Bonosu Faizi İlişkisi

Şekil 3'de 1990 – 2003 yılları arasında gerçekleşen hazine bonosu faiz oranı ile enflasyon oranlarını göstermektedir. Hazine bonosunun faiz oranından enflasyon oranını düşersek gerçek getiriye ulaşırız.



Şekil 4: Gerçek Hazine Bonosu Faizi İlişkisi

Şekil 4'de bu arındırma işlemi yapılmış ve gerçek hazine bonosu faiz oranı ortalama % 40 olarak tespit edilmiştir.



Şekil 5: 1990-2003 Yılları Arasında Hazine Bonosu Ve Mevduat Faizi Gerçek Getiri Karşılaştırması



Şekil 5’de ilginç olan bir sonuç ile karşılaşılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak tanımlanan hazine bonusu ve devlet tahvili faiz oranlarının üzerine yatırımcılar risk primi ekleyerek risk almaları karşılığında yüksek faiz talep ederler demiştik. Ancak, 1990-2003 yılları arasında gerçek mevduat faiz getirisi gerçek hazine bonusu getirisinin altında kalmıştır. 14 yıllık ortalama gerçek hazine bonusu getirisi ortalama gerçek mevduat getirisinin yaklaşık % 20 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durumu şu şekilde açıklamak mümkündür; bankalar son 14 yıllık süreçte mevduat sahiplerinden net %20 faizle kaynak sağlamışlar ve buldukları kaynak ile de % 40 gibi yüksek gerçek faiz veren devleti finanse etmişlerdir. Böyle bir işlemde gerçek anlamda  $\%40 - \%20 = \%20$  kar elde etmişlerdir. 2000 yılında uluslararası para fonu (UPF) ile yapılan destekleme anlaşması sonrasında uygulanan sıkı ekonomi politikaları sonucunda enflasyonun düşüyor olmasına rağmen gerçek faizlerin %19’lar civarında olmasının altında yatan sebep bankaların kolay para kazanma alışkanlıkları ve bu alışkanlıktan vazgeçmek istememeleri olabilir.

Faiz oranı riski, sabit faizle borçlanmayı mümkün kılan menkul kıymetler için esas olan bir risk türüdür. Sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcı piyasa faiz oranını yükselmesi durumunda bundan zarar görmektedir. Faiz oranlarının değişmesinin tahvil gelirlerine bir başka etkisi ise, tahvillerden sağlanan gelirlerin yeniden yatırıma yöneltilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Faiz

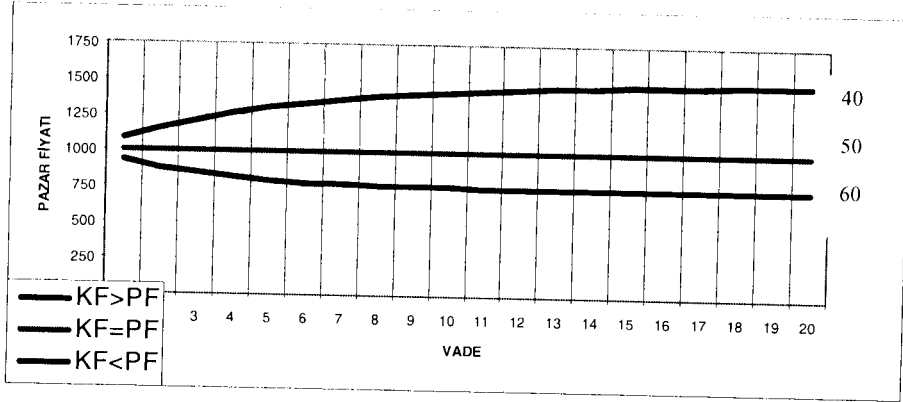
gelirlerinin yeniden yatırıma yöneltmesinde ortaya çıkan risk, yeniden yatırım oranı riski olarak tanımlanmaktadır (Ceylan, 1998: 44).

TABLO 2: Faiz oranlarının tahvilin pazar fiyatı üzerindeki etkisi

DÖNEM	50>40	50=50	50<60
1	1071,4	1000,0	937,5
2	1122,4	1000,0	898,4
3	1158,9	1000,0	874,0
4	1184,9	1000,0	858,8
5	1203,5	1000,0	849,2
6	1216,8	1000,0	843,3
7	1226,3	1000,0	839,5
8	1233,1	1000,0	837,2
9	1237,9	1000,0	835,8
10	1241,4	1000,0	834,8
11	1243,8	1000,0	834,3
12	1245,6	1000,0	833,9
13	1246,9	1000,0	833,7
14	1247,8	1000,0	833,6
15	1248,4	1000,0	833,5
16	1248,9	1000,0	833,4
17	1249,2	1000,0	833,4
18	1249,4	1000,0	833,4
19	1249,6	1000,0	833,4
20	1249,7	1000,0	833,3

Tablo 2’de tahvilin pazar fiyatının tespitinde kupon faizi ve pazar faizi arasındaki ilişki gösterilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle 1000 YTL nominal değere sahip, 20 yıl vadeli, %50 kupon faizli bir tahvilin, faiz oranlarının %40, 50 ve 60 olması durumunda fiyat hareketlerin değişimini gösteren Tablo 2 oluşturulmuştur.

Grafik 6: Farklı Pazar faiz oranlarında tahvil fiyatındaki değişim



Döviz kurundaki belirsizlik, risk artışına yol açarak faiz oranlarının da yükselmesine neden olur. Yatırımların beklenen getirisi belirsiz oldukça, risk almak istemeyen yatırımcılar, daha yüksek risk primi belirlerler. Riskli bir ortamda yatırımcılar, gelecekteki getirilere uygulanan iskonto oranını artırır. Böylece, döviz kurundaki belirsizlik faiz oranlarını artırır (Bilgili, 1999: 4).

#### IV. RİSK PRİMİ

Buraya kadar anlatılan, sistematik riskin tahviller üzerinde hangi yönde etkili olacağı idi. Ancak, sistematik riskin piyasaya çıkan tüm özel ve kamu kesim tahvilleri üzerinde aynı yönde ve birbirine çok yakın etki yapacağı unutulmamalıdır. O zaman, özel kesim tahvillerin risk priminin belirlenmesinde sektöre yönelik, işletmeye

yönelik ve işe yönelik ortaya çıkabilecek risklerin yani, sistematik olmayan risklerin daha önemli olduğunu söylenebilir.

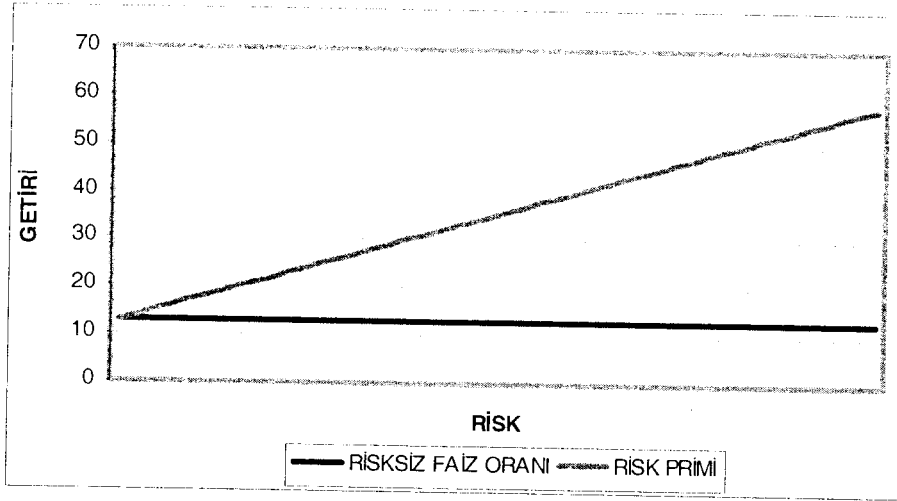
Risk priminin belirlenmesinde iki unsur ön plana çıkabilir. Bunlardan ilki kaybetmekten kaçınma güdüsü, ikincisi ise, elde edilecek getirinin tahrifat olasılığıdır (Davies, 2004: 2). Bu unsurlar dikkate alındığında risk primi, risksiz ya da az risk taşıyan bir yatırım ile kıyaslandığında daha riskli bir yatırımı elde tutmanın ödülü olarak tanımlanabilir. Tahvillerde risk primi, belirli bir dönemde riskli bir tahvilin kazanç haddi ile risksiz bir tahvilin kazanç haddi arasındaki fark olarak tanımlanırsa;

$$\text{Risk Primi } r_t = \text{Riskli Tahvilin Kazanç Haddi } r_t - \text{Risksiz Tahvilin Kazanç Haddi } r_t$$

eşitliğine ulaşılır. Bu eşitlikte risksiz tahvil kazancından devlet tahvil faiz oranları anlaşılmaktadır. O zaman buradan şu sonuç çıkmaktadır; özel kesim tahvillerinin getirisi devlet tahvillerinin getirisinden daha fazladır. Bunun sebebi ise, genel olarak devletin iflas riskinin olmamasıdır. Devlet borcunu ödeyemeyecek durumda olsa bile, Merkez Bankası vasıtası ile karşılıksız para basarak bile borcunu zamanında ödeme kabiliyetine sahiptir. Devlet için karşılıksız para basmanın maliyeti, “ben borcumu ödemiyorum” demenin maliyetinden çok daha az olacaktır. Ancak, özel sektörün “ben borcumu ödemiyorum”, “ben iflas ettim” deme şansı bulunmaktadır.

Yatırımcılar devlet ve özel sektör arasındaki bu farkı çok iyi bilmektedirler. Yatırımcılar, özel sektör tahvili satın almaya karar verdiklerinde, devlet tahvili almayarak vazgeçtikleri kesin bir getiri olan risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri talep edeceklerdir. İşte bu oran, risk primi olarak adlandırılmaktadır.

Grafik 7 : Risk Primi



Burada akla risk priminin ne kadar olması gerektiği, ya da hangi kriterler göz önüne alınarak belirlendiği soruları gelmektedir. Risk priminin ne kadar olması gerektiği konusunda kesin bir görüş bulunmamaktadır. Ülkemizde kamu finansman ihtiyacının çok yüksek olması ve devletin ihraç ettiği tahvillere yüksek gerçek faiz vermesi sonucu özel sektör bu finansman aracından çok fazla yararlanamamaktadır. Bu nedenle, ülkemizde Standart & Poor's,

Moody's, ya da Fitch türünden kredi ve derecelendirme kuruluşları kurulmamıştır. Yurt dışında özel sektör tahvillerinin risk priminin belirlenmesinde kredi kuruluşlarının tahvile verdiği notlar ya da dereceler etkili bir rol oynamaktadır.

O zaman, biraz önce sorduğumuz soruyu biraz daha genişleterek soralım. Acaba, kredi ve derecelendirme kuruluşları tahvile hangi kriterleri dikkate alarak not vermektedirler? Kredi ve derecelendirme kuruluşları çok farklı kriterleri göz önüne alarak, tahvile not vermektedir. Bu kriterler, tahvil ihraç edecek şirketin rasyoları, tahvile sağlanan öncelikler ve garantiler, şirketin tahvil ödemelerini karşılamak için fon oluşturup oluşturmadığı, tahvilin vadesi, satışlarının ve karlarının istikrarlılığı, satışların ulusal, ya da uluslararası sınırlar içinde yapılması, yasalar, işgücü sorunları, şirkete karşı anti-tröst yasalarının işletilip işletilmeyeceği, şirketin çevre koruması için yaptığı, ya da yapmak zorunda olduğu yatırımlar, şirketin ürününün güvenliği olarak sıralanabilir.

Türkiye'de "kredi derecelendirme kuruluşları" nın bulunmaması özel sektör tahvil ve bono ihraçlarında maliyeti artırıcı ve kredibilitiyi etkileyen bir unsur olmaktadır. Özellikle, borçlanan bir şirket veya kuruluşun, anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getirmeyeceğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi işlemini ifade eden derecelendirme, bu borçtan doğan yükümlülüklerle yönelik riskler, şirketin mali yapısı ve borçlanmanın koşulları gibi unsurları içermektedir. Sermaye piyasalarının en önemli

özelliklerinden olan kamunun aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri haline gelen derecelendirme, aynı zamanda finans piyasalarında güven unsurunun yerleşmesinde rol oynayan kurumsal bir nitelik kazanmıştır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini değerlendirmede sıkça başvurulan bir bilgi kaynağı durumundadır.

Aşağıda S&P'nin T.C. İş Bankası ve Garanti Bankasının değişken faizli bono notu için yaptığı derecelendirme örnek olarak verilmiştir. Örnekte görüldüğü üzere derecelendirme yapılırken A, B gibi semboller kullanılmıştır. S&P'nin kullandığı bu sisteme göre sembollerde AAA ve AA dereceli tahviller oldukça güvenli, A ve BBB dereceli tahviller, yatırım yapılması için yeterli güvenlikte kabul edilmektedir. A ve BBB derecesine sahip tahviller, yasalar tarafından bazı bankalar ve kurumsal yatırımcılar tarafından yatırım yapılmasına izin verilen tahvillerdir. BB ve daha düşük derecelere sahip tahviller, spekülatif veya riskli tahviller olarak kabul edilmektedir (Ceylan, 2000: 120-121)

## V. SONUÇ

Dünyada gerek ürün piyasalarının, gerekse finansal piyasaların bu ölçüde globalleştiği ortamda nominal faizler, mutlaka enflasyon beklentisini de içeren risk primi ile belirlenmektedir. Kuşkusuz bu risk

primi, borçlanma gereksinimine, fon hacmine, finansal piyasaların derinliğine ve siyasal iktidarın piyasalarca algılanan kredibilitesine bağlı olarak değişim göstermektedir (Engin, 20). Aynı durum, özel sektör tahvilleri için de geçerlidir. Son yıllarda artan kamu kesimi açığı nedeniyle Hazine'nin borçlanma gereksinimi önemli ölçüde büyümüştür. Kamunun borçlanma ihtiyacının milli gelir oranı 1990 yılında yüzde 7,4 iken 1995 yılında yüzde 5,2 , 1999 yılında ise yüzde 15,1 olmuştur. Bu nedenle Hazine, ihraç ettiği tahvil ve bonolar yoluyla mali piyasalardan giderek daha fazla pay almış, özel kesim dışlanmıştır (TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu, 2000: 43).

4710 sayılı kanunla GVK.'nın Geçici 59. maddesi hükmü çerçevesinde, 26.07.2001-31.12.2004 tarihleri arasında ihraç edilen Hazine Bonosu ve Devlet Tahvillerinden elde edilen faiz gelirleri, belirli sınırlar dahilinde, 2006 yılı sonuna kadar vergiden istisna edilmiştir. Bu sınır, 2004 yılında elde edilen gelirler için 156.505 milyon TL, 2005 yılı için ise 174.033 YTL'dir. Söz konusu istisnanın, 2005 yılında ihraç edilen HB ve DT alım – satım kazançları için de uygulanacağı Maliye Bakanlığı'nca kamuoyuna duyurulmuştur (Capital, 2005: 31).

Bunun dışında, devlet tahvili ve hazine bonosu faiz gelirleri 2005 yılı içerisinde % 0 oranında stopaja tabi iken nama yazılı özel sektör tahvilleri % 10 oranında stopaja tabidir. Aynı zamanda elde edilen faiz geliri üzerinden enflasyon indirimi uygulandıktan sonra kalan tutarın, diğer menkul kıymet sermaye iratlarıyla birlikte, 15.000



YTL 'yi aşması durumunda tamamının beyan edilmesi gerektir. (GVK md. 86.)

İMKB'de şirketlerin en son Ekim 1998'de dolar cinsinden, yıllık net Libor + %4 oranından, 2 yıllık tahvil ihraç ettiği görülmektedir (SPK Aylık Bülten, Ekim, 1998). Yukarıda sayılan şartlar nedeni ile anonim şirketler uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını tahvil ihraç ederek karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Bu olumsuz durumun alınacak önlemlerle düzeltilebilmesi mümkündür. Bu önlemler; halka açık şirketlere özendirici düzenlemelerin yapılması, organize olmuş ikinci el piyasasının oluşturulması, tahvil ihracında bulunan firmaların derecelendirmesinin yapılması, yatırımcılara özel sektör tahvil bonoları tanıtılarak bu araçlarla ilgili belirsizliklerin yok edilmesi vb. gibi basit önlemlerdir. Bu önlemlerin hayata geçirilmesi ile anonim şirketler için önemli bir finansman yöntemi olan fakat, kullanılmayan tahvil ihracı ile finansman yöntemi yeniden kullanılmaya başlanabilir. Bu finansman aracının yeniden kullanılmaya başlanması ile anonim şirketlerin yüksek faiz oranları ile karşı karşıya kalmadan kendilerine daha uygun maliyetler ile fon temin etmeleri sağlanmış olur.

## KAYNAKÇA

ARMAN, T., Tevfik, (1997). *Risk Analizine Giriş*, İstanbul: ALFA Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.

AŞIKOĞLU, Rıza – ÇELİKKOL, Hakan, (2001). “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Risk ve Kaçınma Yolları”, V.Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu Tebliğ, Bandırma.

BABUŞÇU, Şenol, (1997). *Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulaması*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

BİLGİLİ, Emine,(1999). “Euro ve Tek Pazar”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi.

CAPİTAL, “2005 Vergi Rehberi”, Ernest & Young.

CEYLAN, Ali, - KORKMAZ, Turhan, (1998). *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*, 3. Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.

CEYLAN, Ali, - KORKMAZ, Turhan, (2000). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa: Ekin Kitabevi.

ÇABUK, Adem, (1984). *Şirketler Muhasebesi*, Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayınevi

DAVIES, Greg, B., - SATSHELL, Stephen, E., (2004). *The Behavioral Components of Risk Aversion*, Cambridge:Trinity Hall,

ENGİN, İsmail, Enflasyonun Vergi Etkisi, Gazi Üniversitesi İİBF. Dergisi, dergi.iibf.gazi.edu.tr/pdf/2206.pdf.

FETTAHOĞLU, Abdurrahman, (2003). *Menkul Değerler Yönetimi*, 1. Baskı., İstanbul: Rengin Matbaası.

GÜRSES, Uğur, Gelişen Piyasa Borçlanmaları, Radikal Gazetesi, 14/ 02/2004.

KANYILMAZ, İbrahim, (1999) “Menkul Kıymet Yatırım Tahlilleri Ders Notları” , Bursa: Alfa Aktüel.

PRADHAN, Manoj A First Look at Bonds and Stocks, [www.ic.sunysb.edu/ Class/eco360/Bonds\\_ Stocks \\_ basic.doc](http://www.ic.sunysb.edu/Class/eco360/Bonds_Stocks_basic.doc) (03/01/2005).

REDHOUSE Sözlüğü, (2000). İstanbul: Redhouse Yayınevi.

SARIKAMIŞ, Cevat, (2000). *Sermaye Pazarları*, 4. Baskı. İstanbul:Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.

SHEN Pu, (2004). How Important Is the Inflation Risk Premium, [www.kc.frb.org](http://www.kc.frb.org)

Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, (2000).“Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler”, Bankacılar Dergisi, Sayı: 35.

TÜRKO, R. Metin, (1999). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.

YENER, Serhat, M., (2000). *Türk Ticaret Kanunu*, 6. Baskı., Ankara Seçkin Yayınevi, Kanun Metinleri Serisi

SPK Tebliğ, Seri II, No. 13.

SPK, Aylık Bülten, Haziran, 1998.

SPK, Aylık Bülten, Ekim, 1998

SPK, Aylık Bülten, Ekim, 2004.

T.C. Merkez Bankası Tebliğ.

[www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr) (10/01/2005).

[www.hurriyet.com](http://www.hurriyet.com) (07/11/2004).

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) (05/01/2005).

<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz99/eurove.htm>

(03/01/2005)