

TÜRKİYE'DE 1980 YILI SONRASI TAHVİL PİYASASI

Yrd. Doç. Dr. Rıza AŞIKOĞLU*

I. GENEL AÇIKLAMA

Sermaye piyasası, kişi ve kurumların fon sunumuyla, fon gereksinmelerini karşı karşıya getiren, böylece fon gereksinmesi duyanların fon fazlasına sahip kişi ve kurumlardan sağlanmasını olanaklı kılan finansal piyasanın bir bölümünü oluşturmaktadır. Serbest piyasa ekonomisine dayalı gelişmiş ülkelerde, uzun süreli yatırım ve çalışma sermayesi fonlarına duyulan gereksinme ellelerinde fon fazlası bulunan kişi ve kurumların bu fonları menkul kıymet satılmada kullanmaları, sermaye piyasasını ekonominin bir organı durumuna getirmiştir (1). Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde işletmelerin uzun vadeli yabancı kaynak sağlamak için başlıca yollardan biri tahvil çıkarmaktır. Ülkemizde 1970 yılından sonra özellikle büyük işletmeler bu imkandan yararlanmaya başlamış (2) 24 Ocak kararlarından sonra değişen ekonomi politikası ile birlikte yararlanma giderek artmıştır.

* Kütahya İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi.

(1) Rıza AŞIKOĞLU, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme, (Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir 1983). s. 3.

(2) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim, (Sermet Matbaası, Ankara 1979), s. 572.

Tahvil, Ticaret Kanunumuzda «Anonim Şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri» olarak tanımlanmıştır (3). Ülkemizde tahvil çıkartarak sermaye piyasasından fon sağlama olanağı tanımdan da anlaşılacağı üzere yalnız anonim şirketlere tanınmıştır. Ayrıca bazı iktisadi devlet teşekkülleri, anonim şirket statüsünde olmasalar dahi özel kanunların vermiş olduğu yetkiye dayanarak tahvil ihraç edebilmektedir. Tahviller esas itibari ile sahiplerine belirli bir faiz geliri sağlarlar.

T.C. Merkez Bankası'nın 28.12.1985 tarihli Tebliği'nin 1. Maddesi uyarınca anonim ortaklıklar sabit ya da değişken faizli tahvil ihraç edebilirler. Sabit faizli tahvillerde faiz oranları, ortaklık tarafından bankalarca bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan azami faiz oranının en çok 1.3 katı olarak belirlenebilir. Değişken faizli tahvillerde ise faiz oranı katsayının, ilk bir yıllık dönem için tahvilin satış süresini izleyen gündeki, sonraki birer yıllık sürenin bitimini izleyen gündeki bir yıl vadeli tasarruf mevduatı'na uygulanan azami faiz oranı ile çarpılması sonucu bulunan orandır. Aynı tebliğin ikinci maddesine göre de faiz ödemeleri yıllık, 6 aylık ya da 3'er aylık dönemler itibari ile yıllık, 6 aylık, ya da 3 aylık kuponlara bağlı olarak yapılabilir.

II. 1980 YILI SONRASI TAHVİL PİYASASININ GELİŞİMİ

Türk ekonomisinin 1979-1980 yıllarında yaşamış olduğu bunalımdan çıkabilmesi için bir dizi köklü tedbirler alınmış ve birikmiş yapısal sorunlara rağmen belirli alanlarda başarılar elde edilmiştir. 24 Ocak 1980 kararları ile para ve sermaye piyasasının etkinliğini arttırmak amacıyla mali sistemde önemli değişiklikler yapılmaya başlanmıştır. Ancak sermaye piyasası ile ilgili düzenlemelere 1981 yılında başlanabilmektedir. 1980 yılında ülkemizde sermaye piyasası düzensiz banker piyasası şeklinde gelişme göstermiştir. Bu piyasadaki alım ve satımlar kontrolden uzak kalmış, özellikle küçük tasarrufların değerlendirilmesinin önem taşıdığı dönemde güven ortamından yoksun gelişmenin sakıncaları 1982 yılında ortaya çıkmış tasarruf sahipleri önemli sorunlar ile karşılaşmışlardır (4).

(3) T.T.K. Md. 20.

(4) AŞIKOĞLU, s. 62.

A. 1980 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

1980 yılında izlenmeye başlanan mali sistem ile birlikte faiz oranları yükselmiş, aşırı enflasyon oranları işletmelerin çalışma sermayelerini erezyona uğratmış, işletmelerin kredi talepleri artmıştır. Bu gelişmeler 1980 yılında hızlı ve düzensiz bir banker olayını ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmeler sonucunda 93 Milyar 811 Milyon liralık tahvil ihraç edilmiştir, tahvil ihraçlarının büyük çoğunluğu her zaman olduğu gibi kamu sektörü tarafından yapılmıştır. Kamu sektörü 75 Milyar 800 Milyon liralık tahvil ihracı ile, tüm tahvil ihraç toplamının yüzde 80,8'ini, Özel sektör ise 18 Milyar 011 milyon liralık tahvil ihracı ile toplam tahvil ihracının yüzde 19,2 yapmıştır. Daha sonraki yılların analizinden de görüleceği üzere 1980-1987 döneminde özel sektör yüzde payının en yüksek olduğu dönem 1980 yılına rastlamaktadır.

B. 1981 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

1981 yılının ilk altı aylık döneminde sermaye piyasası düzensiz banker piyasası şeklinde devam etmiştir. 1981 yılının ikinci altı aylık döneminde düzensiz gelişen piyasaya devlet tarafından yasal düzenlemeler ile müdahale edilmeye başlandığı görülmektedir. 1981 yılında piyasaya ilk müdahale Merkez Bankası tarafından yapılmıştır. Merkez Bankası Özel Sektör tahvillerinin miktar, faiz ve satış şartlarını yeniden tesbid etmiştir (5). Yine 1981 yılında ülkemizde ilk kez 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile (6) Sermaye Piyasası hukuki statüye kavuşturularak düzensiz piyasanın düzenlenmesine başlanmıştır.

3 Temmuz 1981 tarihinde yürürlüğe giren T.C. Merkez Bankası tebliğine göre, özel sektöre mensup kuruluşlar itfa vadesi sonuna kadar sabit ve değişken faizli olmak üzere iki tip tahvil ihraç edebileceklerdir. Sabit faizli tahvillerde «faiz oranları», değişken faizli tahvillerde «başlangıç faiz oranları», serbest olarak belirlenmesi esası getirilmiştir. Değişken faizli tahvillerin cari faiz oranları, T.C. Merkez Bankası tarafından altı aylık dönemler itibarı ile ilan edilecek değişken çarpanına bağlı tutulmuştur. T.C. Merkez Bankası tarafından yayınlanan tebliğ ile sabit faizli tahviller için belirlenecek faiz oranının, bankalarca altı aydan fazla vadeli mevduata

(5) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 3 Temmuz 1981, S. 17399).

(6) 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, (R.G. 30 Temmuz 1981, S. 17416).

uygulanan faiz oranının 5 puan eksiginden aşağı olamayacağı hıkme bağlanmıştır (7).

1981 yılında toplam tahvil ihracı 150. Milyar 981 Milyon liraya yükselmiştir. Ancak bu yükselme kamu sektörü tahvil ihraçlarının artışından kaynaklanmıştır. 1981 yılında, 1980 yılına göre Özel Sektör tahvil ihracında bir düşüş ortaya çıkmıştır. Tablodan da görüldüğü gibi özel sektör 1980 yılında 18 milyar 11 milyon liralık ihraç edip satarken, 1981 yılında ancak 15 milyar 981 milyon liralık tahvil ihraç edip satabilmiştir. Dolayısıyla 1981 yılında tahvil piyasasında Özel Sektörün payı 1980 yılında yüzde 19,2 iken 1981 yılında yüzde 10,6 düzeyine düşmüştür.

1981 yılında özel sektör tahvil ihraçlarının düşüşünü çeşitli nedenlere bağlamak mümkündür. Bu nedenlerin en önemlileri; sermaye piyasasına yasal bir düzen getirilmiş olması, ayrıca mevduat sertifikalarının sermaye piyasasında işlem görerek tahvil yerine ikame edilmesi suretiyle tasarrufların mevduat sertifikalarına kayması olmuştur (8).

C. 1982 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

1982 yılı sermaye piyasasının sağlıklı işlemesi amacıyla bir dizi yasal düzenlemenin yapıldığı ve önemli olayların yaşandığı bir yıl olmuştur. 1982 yılında özel kesin tahvil ihraç izinleri öncelikle bir çok firmanın yasal olarak tahvil ihraç sınırına ulaşmış bulunmaları ve Sermaye Piyasası Kanununun uygulanmasına ilişkin bazı belirsizlik ve bekleyişler tahvil ihraçlarının 1981 yılından daha düşük düzeyde gerçekleşmesi ortaya çıkmıştır. Sermaye Piyasasına sarsılan güveni yeniden tesis ederek piyasayı istikrarlı bir işleyişe kavuşturmak amacıyla getirilen yasal düzenlemelere ve özellikle Menkul Kıymetler ve Tanzim Fonu oluşturulmasının olumlu katkılarına bağlı olarak yıl sonuna doğru tahvil piyasasında yeniden canlanma görülmüştür (9). Tahvil piyasasındaki canlanmanın nedeni, işletmelerin öz kaynak yetersizliği ile süregelen likidite sıkıntısını gidermek için işletme dışı fonların sağlanması amacıyla tahvil ihraç etmelerinden kaynaklanmıştır.

(7) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Tebliği, (R.G. 28 Kasım 1981, S. 17528).

(8) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor*, 1981, s. 76.

(9) Türkiye İş Bankası, *Ekonomik Rapor*, 1982, s. 57.

15 Ocak 1982 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulunun çalışmaya başlaması ve 1 Şubat'ta Sermaye Piyasası Kanununun esas hükümleri itibari ile yürürlüğe girmesi nedeniyle ,yasanın uygulanması ve yeni önlemlerin getirilmesine ilişkin bir dizi düzenleme yapılmıştır. Tahvil ihraçlarına ilişkin yasal düzenlemelerin başlıcaları, tahvillerin miktar, faiz ve satış koşulları ile halka arzında izin merciinin saptanması olmuştur. 1982 yılında şirketlerin her türlü tahvil ihraçlarının Sermaye Piyasası Kurulunun iznine tabi olacağı ve tahvillerin vadesinin 2 yıldan az, 7 yıldan fazla olamayacağı Sermaye Piyasası Kurulunca karara bağlanmıştır (10). 30 Aralık 1982'de ise T.C. Merkez Bankası tebliği ile değişken faizli tahvillerde faiz oranlarının, bankalarca bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan azami faiz oranının 1,2 katsayısı ile, sabit faizli tahvillerde 0,8 ile 1,2 katsayıları ile çarpılması suretiyle bulunacağı hükme bağlanmıştır (11).

Sermaye Piyasası ile ilgili olup da tahvil piyasasını etkileyen düzenlemeleri aşağıda sıralanmıştır.

- Kâr ortaklığı belgelerinin vadelerinin 3 ay ile 10 yıl arasında belirlenmesi,
- Borsa Bankerliği belgesinin verilebilmesi için başvuran şirketlerin anonim ortaklık şeklinde kurulması anonim ortaklık hisse senetlerinin tümünün nakit karşılığı olması ve az % 51'inin nama yazılı olarak çıkarılma zorunluluğunun getirilmesi,
- Mevduat sertifikalarının aracı kuruluşlarca pazarlanmasının yasaklanması,
- Tasarruf sahiplerini korumak amacıyla menkul kıymetler tanzim fonunun oluşturulması.

Sermaye piyasasına getirilen bu düzenlemeler, tahvil ihraçları konusunda dolaylı düzenlemeler olmasına rağmen tahvil piyasası doğrudan etkilemiştir. 1982 yılında sıkı para politikası uygulamasının sürdürülmesi nedeniyle işletmelerin finansman gereksinmele-

(10) Anonim Ortaklıkların Tahvil İhraçlarına İlişkin Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, Seri II. No: 4. (R.G. 14 Ekim 1982, S. 17238).

(11) ÖzelSektöre Mahsup Anonim Şirketlerce Çıkarılacak Tahvillerin Faiz Şartlarını Düzenleyen Tebliğin 1'ci Maddesinin Yeniden Tesbitine Dair Tebliğ, (R.G. 30 Aralık 1982, S. 17914).

rinin daha da artmış olmasına rağmen bir çok işletmenin tahvil ihraç limitlerine ulaşması sonucu, tahvil ihraçlarında genelde gerileme eğilimi sürdüştür (12).

1981 yılında Özel Sektör 15 Milyar 981 milyon liralık tahvil ihraç edip satmışken 1982 yılında özel sektör tahvil ihracı 13 milyar 245 milyon lira düzeyine gerilemiştir. 1982 yılında Tablo I'de görüldüğü gibi kamu sektörü tahvil ihraçlarında da büyük ölçüde gerileme olmuştur. Kamu sektörü 1981 yılında 135 milyar liralık tahvil ihraç edip satabilmişken 1982 yılında ancak 74 milyar 730 milyon liralık tahvil ihraç edip satabilmiştir.

1982 yılında tahvil piyasasında görülen gerilemeyi genelde sermaye piyasasında yaşanan banker krizinden ortaya çıkan bunalıma bağlamak mümkündür. Sermaye piyasasında ortaya çıkan bu bunalımın sermaye piyasasına yeni bir yasal çerçevenin getirilmesine de yol açarak bundan sonraki yıllarda düzenli çalışacak bir sermaye piyasasının temellerinin atılmasını sağlamıştır.

D. 1983 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

Sermaye Piyasası Kanununun öngördüğü Sermaye Piyasası Kurulunun 1982 tarihinden itibaren başlayan faaliyetleri yanında, piyasada yoğunlaşan bankerlik faaliyetlerinin kontrol altına alınması ve ödeme güçlüklerinin doğması karşısında tasarruf sahiplerinin korunması devam etmiştir (13).

2874 Sayılı Tasfiye Halindeki Bankerlerin Tasfiyelerinin Hızlandırılması Hakkındaki Kanun (14) ile 35 sayılı KHK ile ek ve değişikliklere göre tasfiyelerine karar verilmiş bulunan bankerlere para yatırmış olan tasarruf sahiplerinin bu yatırımlarından doğan alacaklarının ödenmesini çabuklaştırmak ve tasfiye işlemlerini hızlandırmak üzere yeni bir düzenleme getirilmiştir. Bu düzenlemeye göre, tüzel kişiliğe haiz ve Maliye Bakanlığının denetimine tabi olmak üzere tasarrufları Koruma Fonu kurulmuştur. Fon 35 Sayılı KHK ile ek ve değişikliklerine göre tasfiyelerine karar verilmiş bu-

(12) Türkiye İş Bankası, Ekonomik Rapor, 1982, s. 58.

(13) Tasarruf sahiplerinin korunması amacıyla, 1982 yılında Kanun Hükmünde Kararnameler ile (KHK) kurulan toplu takip ve tasfiye rejimi 1983 yılında da devam etmiş 35 sayılı KHK. beliren ihtiyaçlara cevap vermek üzere 37, 38,39,40,42,43,45,48,50,52,53 ve 91 sayılı KHK'le ek ve değişiklikleri yapılmıştır.

(14) Tasfiye Halindeki Bankerlerin Tasfiyelerinin Hızlandırılması Hakkındaki 2874 Sayılı Kanun, (R.G. 13 Temmuz 1983).

lunan bankerlerin tasfiyesinin yönetimini üstlenmiştir. Ancak sözkonusu bankerlere mevduat sertifikası, tahvil bunlara ait faiz kuponları ve benzeri menkul kıymetler karşılığında yatırılan paralar ile bankerlerin tasfiye tarihine kadar olan faiz borçlarını kapsam dışı bırakmıştır.

Sermaye piyasasının güven ve istikrar içerisinde ekonomik ve sosyal ihtiyaçlara uygun olarak çalışmasını sağlayacak düzenlemelerin yapılmasını sağlamak amacıyla, Bakanlar Kuruluna KHK çıkarmaya yetkisi veren 2810 sayılı Yetki Kanunu yürürlüğe girmiştir(15). Bakanlar Kurulu verilen yetkiyi kullanırken, Bankaların hukuki ve mali bünyelerini takviye etmek, kaynakların rasyonel kullanılmasını sağlamak, sermaye piyasasının güven, kararlılık ve istikrar içerisinde çalışmasını, menkul kıymetler borsalarının kuruluş işletilmesini temin etmek, para ve sermaye piyasalarının gecikmesiz ve etkin bir şekilde kurulup işletilmesi ilkelerini benimsemiştir.

1982 yılında müdahale edilen sermaye piyasası 1983 yılından itibaren yeni düzenlemeler ile dinamik bir yapıya kavuşmaya başladığı bir yıl olmuştur. 1982 yılında daralan tahvil piyasasının 1983 yılında genişlemeye başladığı görülmüştür.

1982 yılında Özel Sektör 13 Milyar 245 milyon liralık tahvil ihraç edip satarken 1983 yılında Özel Sektör tahvil ihraçları 16 milyar 343 milyon liraya yükselmiştir. Kamu sektörü tahvil ihraçları ise Özel Sektör tahvil ihraçlarından daha hızlı bir şekilde artmıştır. Kamu sektörü tahvil ihraç toplamı 1982 yılında 74 milyar 730 milyon lira iken 1983 yılında yüzde üçyüzden daha yüksek bir artışla 249 milyar 10 milyon TL. ulaştığı görülmektedir. Tablo I'den de görüleceği gibi 1983 yılından itibaren tahvil piyasasında Kamu Sektörü ihraç oranının % 90'ların üzerine çıktığı görülmektedir. 1983 yılı Kamu Sektörü tahvil ihraçlarının hızlı olarak artmaya başladığı yıl olmuştur.

(15) 2810 Sayılı Yetki Kanunu, (R.G. 5 Nisan 1983): Yetki Kanununa göre KHK'lerle, 7129 sayılı Bankalar Kanunu, 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyoyu Borsaları Kanunu ve Bu Kanunların ek ve değişiklikleri kaldırılabilir, değiştirilebilir veya yeniden düzenlenebilir. Ayrıca sözkonusu değişiklikler ile ilgili olmak kaydıyla gerekirse 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu ve diğer bankaların kuruluşlarına ilişkin kanun ve KHK'lerin hükümleri, 2499sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 2279 sayılı Ödünç Para Verme İşleri Kanunu hükümleri de değiştirilebilecektir.

TABLO : I

1980 YILI SONRASI TAHVİL İHRAÇLARI (MİLYON TL)

Yıllar	KAMU SEKTÖRÜ TAHVİL İHRACI						Özel Sektör Tahvil	Kamu ve Özel Sektör Tahv. İhraç Top.	Kamu Sektörü Payı (Yüzde)	Özel Sektör Payı (Yüzde)
	Devlet İç Borçlanma Tahvilleri	Devlet Yatırım Bankası Tahvil.	Hazine İç İstikraz Bonoları	Emlak Kredi Bakası Tahvilleri	Gelir Ortaklığı Senetleri	Kamu Sektörü İhraç Topl.				
1980	50.000	15.000	10.000	800	—	75.800	18.011	93.811	80.8	19.2
1981	70.000	—	65.000	—	—	135.000	15.981	150.981	89.4	10.6
1982	69.730	—	—	5.000	—	74.730	13.245	87.975	84.9	15.1
1983	239.010	—	—	10.000	—	249.010	16.343	265.353	93.8	6.2
1984	225.000	—	793.896	—	10.000	1.028.986	11.778	1.040.764	98.9	1.1
1985	1.191.347	—	1.415.786	—	140.000	2.747.133	36.185	2.783.318	98.7	1.3
1986	1.269.600	—	1.783.500	—	220.000	3.273.100	110.982	3.384.082	96.7	3.3
1987 (2)	2.395.000	—	2.835.000	—	616.000	5.886.000	311.800	6.147.800	94.9	5.1

KAYNAKLAR 1) T.C. Merkez Bankası, Yıllık Raporlar 1980-1986.

2) 1987 Yılı rakamları kesin resmi rakamlar olmayıp,
Sermaye Piyasası Kurulundan alınan gerçekleşmesi
muhtemel rakamlardır.

E. 1984 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

Kamu Sektörü 1984 yılında sermaye piyasasına daha etkin olarak girerek tahvil piyasasında daha çok işlem yapmıştır. 1984 Yılı Mali Bütçe Kanununun 3'üncü Maddesinde ödenekler toplamı ile tahmin edilen gelir arasındaki 300 milyar liralık farkın iç borçlanma ile karşılanacağı ve bu miktarın bir katına kadar arttırılmasında Maliye Bakanlığı'nın yetkili olacağı hükme bağlanmıştır. Aynı kanunun 39'uncu maddesinde de, çıkarılacak tahvillerin faiz oranı, ihraç fiyatı, ödeme süresi, basım ve satış yöntemleri ile diğer koşulların belirlenmesinde Maliye Bakanlığı'nun yetkili olacağı öngörülmüştür. Ancak, 188 Sayılı KHK'nın 2. Maddesi uyarınca Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının para kredi nakit hareketleri ile Devletin iç ve dış borç işlemlerini yapmakla yükümlü olacağı hükme bağlanmıştır (16).

Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığınca, Bütçe Kanunu hükümlerine dayalı olarak 1984 yılında altı tertip halinde toplam 225 milyar lira tutarında Devlet İç Borçlanma Tahvili ihraç edilerek tamamı satılmıştır. Altı tertip halinde ihraç edilen tahvillerin birinci tertibi; bir yıl vadeli dönem sonu faiz ödemeli ve yüzde 43 faizli olarak 5 milyar tutarında ihraç edilmiştir. İkinci tertip tahviller; bir yıl vadelei, dönemsonu faiz ödemeli ve yüzde 43 faizli olarak 10 milyar tutarında ihraç edilmiştir. Üçüncü tertip tahviller, üç yıl vadeli üç ayda bir faiz ödemeli ve yüzde 20 faizli olarak 35 milyar tutarında ihraç edilmiş ve bu tahvillerin tümü Faiz Farkı İadesi Fonu'ndan alacaklı olan bankalara verilmiştir. Dördüncü tertip tahviller; bir yıl vadeli, peşin faiz ödemeli ve yüzde 43 faizli olarak 20 milyar tutarında ihraç edilmiştir. Beşinci tertip tahviller; bir yıl vadeli yüzde 43 faizli olarak 5 milyar lira tutarında ihraç edilmiştir. Altıncı tertip tahviller; bir yıl vadeeli, dönemsonu ödemeli ve yüzde 43 ve yüzde 45 faizli, iki tip olarak 150 milyar tutarında ihraç edilmiştir.

188 sayılı KHK uyarınca, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından, Bütçe Kanununun 38 ci maddesine dayanılarak 1984 yılında beş tertip halinde 794 milyar liralık Hazine İç İstikraz Bonusu ihraç edilmiş ve bunun 793 milyar 896 milyon liralık kısmı satılmıştır. Birinci tertip Hazine Bonoları 6 ay vadeli, yüzde 47 faizli ve bir yıl vadeeli yüzde 45 faizli olmak üzere iki tip olarak çıkarılmış-

(16) Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde 188 sayılı Kararname, (R.G. 14 Aralık 1983).

tır. Altı ay vadeli olan bonoların 15,2 milyar liralık kısmı yenilenen bonolardan oluşmaktadır. 66 milyar lira tutarında ihraç edilen bonoların tümü satılmıştır. İkinci tertip Hazine Bonoları ise, bir ay iki ay, üç ay, vadeli ve aylık yüzde 3 faizli olarak kamu kuruluşlarına yapılacak Hazine yardımı ödemelerinde kullanılmak üzere ihraç edilmiştir. Üçüncü tertip Hazine Bonoları 6 ay vadeli ve 10 milyonluk kupüre kadar olanlar yüzde 53 peşin faizli 10 milyondan büyük kupürlü olanlar yüzde 54 peşin faizli olmak üzere iki tip olarak çıkarılmıştır. Dördüncü tertip Hazine Bonoları 6 ay vadeli olarak ihraç edilmiştir. Bu bonoların bankalara satılan kısmı yüzde 52 faizli diğerleri yüzde 50 peşin faizli olmuştur. Beşinci tertip Hazine Bonoları, 6 ay vadeli, dönemsonu faiz ödemesi ve yüzde 36 faizli olarak, ihracatta vergi iadesi nedeniyle alacaklı kişi ve kuruluşlara verilmek üzere çıkarılmıştır.

1984 yılında kamu yatırımlarının hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesi amacıyla 2983 sayılı kanun çıkarılmıştır (17). Bu Kanun uyarınca, Başbakanlık Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı kurulmuş, Kamu Ortaklığı fonu ihdas edilmiş ve Fonun yönetimi, kullanım esasları ve diğer hususları düzenleyen, Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği yayınlanmıştır (18).

1984 yılında 2983 sayılı Kanunla ilk defa kamu kurum ve kuruluşlarının Kamu İktisadi Kuruluşları (KİK) ve İktisadi Devlet Teşekkülleri (İDT) dahil olmak üzere her çeşit alt yapı tesisi ile KİK ya da İDT lere ait tesisler için tek ya da grup halinde Gelir Ortaklığı senedi ile KİK ve İDT ler için Hisse Senedi çıkarılabileceği ve işletme hakkı verileceği hükme bağlanmıştır. 1984 yılında bu kanuna dayanılarak Başbakanlık Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı tarafından iki tertip halinde 3 ve 5 yıl vadeli olarak ortalama yıllık yüzde 51 gelir sağlayacağı tahmin edilen 10 milyar lira tutarında, Boğaziçi Köprüsü Gelir Ortaklığı Senedi ihraç edilerek satılmıştır.

1984 yılında 225 milyar lirası Devlet İç Borçlanma, 793 milyar 896 milyon liralık Hazine İç İstikraz, 10 milyar liralık Gelir Ortaklığı senedi olmak üzere Kamu kesimi 1 trilyon 28 Milyar 986 milyon liralık tahvil ihraç edip satmıştır. 1983 yılına göre Kamu kesimi 1984 yılında tahvil ihraçlarını dört kat arttırmıştır.

(17) Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında 2983 Sayılı Kanun, (R.G. 17 Mart 1984).

(18) Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği, (R.G. 13 Eylül 1984).

1984 yılında da özel kesim tarafından ihraç edilecek tahvillere ilişkin esaslar; izin mercii olan Sermaye Piyasası kurulu tarafından düzenlenmesine, satışa çıkarılacak tahvillerin miktarı satış şartları ve faiz oranları da Merkez Bankası tarafından belirlenmesine devam edilmiştir. Merkez Bankasının 15 Mart 1984 tarihli tebliği ile özel sektör tarafından çıkarılacak tahvillerin faiz oranları yeniden düzenlenmiştir (19). Bu tebliğe göre değişken faizli tahvillerin faiz oranları bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan azami faiz oranının 1,3 katı olarak belirlenmiştir. Sabit faizli tahvillerin faiz oranları ise, ihraç tarihinde bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan azami faiz oranının 0,7 ile 1,3 katsayıları arasında, çıkaran şirket tarafından serbestçe bulunacak oran belirlenmiştir.

1984 yılında Sermaye Piyasası kurulu tarafından, Borsa Bankerliği Belgesi verilmesine ilişkin başvuruların değerlendirme sonuçlarının ilgili kuruluşlara ve kamuya duyurulması ve Borsa Bankerliği Belgesi verilinceye kadar yapılacak işlemlerin belirtilmesi amacıyla seri V, no. 4 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmiştir (20). Menkul kıymet alım satım işiyle uğraşan (bankalar dahil) aracı kurumların tahvil alım ve satımında uygulayacakları tek tip değerlendirme formülü, azami ve asgari iskonto oranları ve tasarruf sahiplerine Sermaye Piyasası kurulu adına yapılacak duyurulara ilişkin esaslar da şirketler ile düzenlenmiştir (21). Daha sonra ikincil piyasada tahvil alım-satımında uygulanacak iskonto oranları belirlenmiştir (22).

1983 yılında yürürlüğe giren Menkul Kıymetler Borsası Hakkında 91 sayılı KHK ile menkul kıymetler borsaları, Sermaye Piyasası Kurulunun denetimi altına alınmış, 1984 yılında da bu borsanın kuruluş, yönetim, çalışma ve denetim esaslarını belirleyen yönetmelik yürürlüğe girmiştir (23). 1984 yılında Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi adıyla yeni bir menkul kıymet ihracına ilişkin yasal düzenlemeler de yapılmıştır (24).

(19) 5 Ekim 1982 tarih ve 17829 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Tebliğ'de Değişiklik Yapan Tebliğ, (R.G. 15 Mart 1984).

(20) Seri V No. 4 Sayılı Tebliğ, (R.G. 9 Şubat 1984).

(21) Menkul Kıymetler Alım Satımına İlişkin Sirküler, No. 2, (R.G. 9 Şubat 1984).

(22) Menkul Kıymet Alım Satımına İlişkin Sirküler, No. 3, (R.G. 20 Mart 1984).

(23) Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Bakanlar Kurulu Yönetmeliği, (R.G. 6 Ekim 1984).

(24) Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 sayılı Karar'da öngörülen Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri Çıkarılmasına Dair Tebliğ, Seri III. No. 21, (R.G. 13 Aralık 1984).

Sermaye Piyasasında 1984 yılında yoğun yasal düzenlemeler yapılmıştır. Piyasadaki bu düzenlemeler özel sektör tahvil piyasasını 1984 yılı için olumsuz yönde etkilemiştir. 1983 yılında Özel Sektör 16 Milyar 343 milyon liralık tahvil ihraç edip satarken 1984 yılında ancak 11 milyar 778 milyon liralık tahvil ihracı ile 1980'li yılların en düşük rakamını gerçekleştirmiştir.

F. 1985 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

Sermaye piyasasında önceki yıllarda izlenen yasal düzenlemelere ek olarak da 1985 yılında önemli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı KHK ile 1984 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimi altına alınan menkul kıymetler borsalarının kuruluş, yönetim, çalışma ve denetim esaslarını belirleyen yönetmelik 1984 yılında yürürlüğe girmiş ve yönetmelik uyarınca SPK'nun 1984 yılında yürürlüğe giren «İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Üyelerinin Tesbitine İlişkin Tebliğ» ile borsa üyeleri tesbit edilmiştir.

SPK İstanbul Menkul Kıymet Borsasına üye olmak üzere yapılmış başvuruları değerlendirerek, 1985 yılında yürürlüğe giren tebliğ ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının ilk genel kurul toplantısı ve bu toplantıya üye olarak katılması uygun görülenleri açıklamıştır (25). 19.4.1985 tarihinde genel kurul toplantısı yapılarak Borsa faaliyetlerine başlamıştır.

1985 yılında, Devlet İç Borçlanma Tahvilleri, Hazine İç İstikraz Bonoları ve Gelir Ortaklığı belgelerini Kamu Sektörü ihraç ederek tahvil piyasasından önemli pay almaya devam etmiştir.

1985 yılında ihraç edilip satılan 1 trilyon 415 milyar 786 milyon liralık Hazine İç İstikraz Bonolarına bankalar ve tasarruf sahipleri oldukça büyük ilgi göstermişlerdir. 1985 yılında Hazine İç İstikraz Bonolarının satışı 1984 yılına göre yaklaşık iki kat fazla olmuştur.

1985 yılında Kamu Sektörü 1 trilyon 191 milyar 347 milyon liralık Devlet İç Borçlanma tahvili ihraç ederek satmıştır. 1985 yılında Devlet İç Borçlanma tahvillerinin satışı 1984 yılına göre yaklaşık dört kat fazla olmuştur.

(25) İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının ilk Genel Kurul Toplantısı ve Bu Toplantıya katılacak üyelere ilişkin Seri IX, No. 2 Tebliği, (R.G. 9 Mart 1985).

1984 yılında ilk kez Sermaye Piyasasına girerek işlem gören Gelir Ortaklığı Senetleri 1985 yılında da 1984 yılına göre çok büyük bir satışla 140 milyar lira düzeyinde ihraç edilerek satılmıştır.

Kamu Sektörü 1985 yılında toplam olarak 2 trilyon 747 Milyar 133 Milyon liralık tahvil ihracı ile toplam tahvil ihraçları içinde %98,7 paya ulaşmış, özel sektör tahvilleri ise toplan tahvil piyasasından ise ancak % 1,3 pay alabilmiştir.

Sermaye piyasasında 1985 yılında işlem gören Özel Sektör tahvil ihraçlarına 1984 yılı ile karşılaştırdığımızda bir gelişme vardır. 1984 yılında özel sektör 11 milyar 778 milyon liralık tahvil ihraç edip satmışken 1985 yılında tahvil ihraçları 36 milyar 185 milyon lira düzeyine yükselmiştir. Özel sektör tahvil ihraçlarında görülen bu olumlu gelişme olmasına rağmen yukarıda açıkladığımız gibi özel sektör tahvil ihraçları tüm tahvil piyasasının ancak % 1,3'lük kısmını oluşturabilmiştir.

G. 1986 Yılında Tahvil Piyasasındaki Gelişmeler

1985 yılı Aralık ayı sonunda açılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası çalışmalarına fiilen 1986 yılı başında başlamıştır (26). Borsa bünyesinde değişik tür menkul kıymetlerin alım ve satımının yapıldığı dört pazar oluşturulmuştur. En çok alınıp satılan hisse senetleri birinci pazarda, borsa kotuna kayıtlı hisse senetleri ikinci pazarda işlem görmeye başlamıştır. Resmi pazarda borsaya kayıtlı tahvillerin alımı ve satımı yapılmaktadır. Kamu kesimi iç borçlanma senetleri, gelir ortaklığı senetleri ve borsa kotuna girmemiş kurum ve şirketlerin menkul kıymetleri kot dışı pazarda işlem görmeye başlamıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler borsasının faaliyete geçmesi ile özel kesim ve kamu kesimi tahvil ihraçlarında önemli artışlar olmuştur. 1986 yılında tahvil ihraç eden şirket sayısında ve ihraç edilen tahvillerin tutarında bir yıl öncesine göre önemli artışlar olmuştur (27). Tahvil piyasasında görülen bu canlılık, şirketlerin fon toplama maliyeti banka kredisinden düşük olan tahvile yönelmeler yanında, tasarruf sahiplerinin sermaye ve araçlara karşı güven ve ilgisinin yeniden doğmuş olmasından kaynaklanmaktadır.

1986 yılında İMK.B'da Özel Sektör 110 milyar 982 milyon liralık tahvil ihraç edip satmıştır. 1985 yılına göre 1986 yılında Özel

(26) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, (R.G. 18 Aralık 1985).

(27) T.C. Merkez Bankası Yıllık Rapor 1986, s. 64.

Sektör üç kat fazla tahvil ihraç edip satmıştır. Tahvil faiz çarpanı değişmeden gerçekleşen bu satış rakamı ülkemizdeki tahvil piyasasının geleceği için ümit verici görülmektedir. 1984, 1985 ve 1986 yıllarını incelediğimizde özel sektörün tahvil piyasasından en çok pay aldığı yıl 1986 yılı olmuştur. Özel Sektör 1984 ve 1985 yıllarında tahvil piyasasından % 1 dolayında pay alırken 1986 yılında bu payını % 3,3 düzeyine çıkarmıştır.

Kamu Sektörü 1986 yılında da tahvil piyasasında etkinliğini arttırarak sürdürmüştür. Kamu kesimi 1986 yılında 1 trilyon 269 milyar 600 milyon liralık Devlet İç Borçlanma tahvili satmıştır. Devlet İç Borçlanma Tahvillerinin faiz oranları mevduat faiz oranlarına paralel olarak, yılın son aylarında gerilemiştir. Kamu Sektörünün ihraç ettiği tahvillerin içinde, Hazine İç İstikraz Bonoları 1 trilyon 783 milyar 500 milyon lira ile en yüksek payı almıştır. Bu bonolar 1986 yılı başında altı aylık süreler ile ihraç edilirken yılın ikinci yarısında bir yıl vadeli olarak ihraç edilmeye başlanmıştır. Bir yıl vadeli bonoların faizleri yüzde 52-54 arasında değişirken faizli altı ay vadeli bonoların faiz oranları da yüzde 49-52 arasında seyretmiştir.

1986 yılında Kamu Sektörü yatırımlarını hızlandırmak üzere fon sağlamak amacıyla 220 milyar lira tutarında gelir ortaklığı senedi ihraç ederek satmışlardır. Gelir ortaklığı belgelerinin 160 milyar liralık bölümü Boğaz Köprüsü-Keban Barajı müşterek gelir ortaklığı belgesi, 60 milyar liralık kısmı ise Boğaz Köprüsü-Oymapınar Barajı müşterek gelir ortaklığı belgeleridir. Gelir Ortaklığı Belgeleri İMK.B'sında ikincil pazarda da işlem görmeye başlamış 60 milyar liralık Gelir Ortaklığı belgesi 1986 yılında borsada işlem görmüştür.

1986 yılında Kâr Zarar Ortaklığı belgesi Özel Sektör tarafından ihraç edilmiştir. Özel Sektör 850 milyon lira tutarından Kâr Zarar Ortaklığı belgesi ihraç ederek satmıştır.

H. 1987 Yılında Tahvil Piyasasında Gelişmeler

1987 yılı sermaye piyasasının kuruluşunun tamamlandığı gelişme vel olgunluk döneminin bağladığı bir yıl olmuştur. 1987 yılında Kamu Sektörü; Devlet İç Borçlanma Tahvili, Hazine İç İstikraz Bonosu Gelir Ortaklığı Senetleri ile tahvil piyasasındaki payını arttırarak almaya devam ederken, Özel Sektör tahvil piyasasına yeni araçlar ile girmiştir. Özel kesim 1986 yılında ihraç etmeye

başladığı kâr zarar ortaklığı belgelerini 1987 yılında da 800 milyon liralık ihraç etmiştir. 1987 yılında özel kesim finansman bonusu ve katılma belgeleri ise piyasaya ilk defa girmiştir. 1987 yılında 54 milyar 300 milyon liralık finansman bonusu ile 40 milyar liralık katılma belgesi ihraç edilmiştir.

1987 yılında kamu kesimi tahvil piyasasından 5 trilyon liranın üzerinde pay almıştır. Bu gelişme ile kamu kesimi 1980'li yılların en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Kamu kesimi 1987 yılında 2 trilyon 395 milyar liralık Devlet İç Borçlanma Tahvili ihraç edip satmıştır. Aynı dönemde Hazine İç İstikraz Bonolarının satışı ise 2 trilyon 835 milyar lira düzeyine yükselmiştir. 1987 yılı içinde kamu sektörünün ihraç ettiği tahvillerin satışında ihale yolu izlenmiş çıkarılan tahviller büyük çoğunluğu ihale yolu satılmıştır (28). 1987 yılında Kamu Sektörü ihraç ettiği tahvil tutarlarının yüksek boyutlara ulaşmasının nedenleri ise çeşitli faktörlere bağlamak mümkündür. Önceki yıllarda Kamu Sektörünün çıkardığı tahvillerin büyük bir bölümünün ödenmesi 1987 yılında yapıldığından Kamu Sektörü çıkardığı tahvillerle vadesi dolan eski tahvillerin ödemesini yapmıştır. 1987 yılında yüksek bir kalkınma hızı gerçekleşmiştir. Bütçe açıklarının kapatılması ve kalkınmanın finanmanı için devlet tahvil ihracı yolu ile iç borçlanmaya gitmiştir.

Kamu Sektörü yatırımlarını hızlandırmak amacıyla 1984 yılında ihracına başlanan Gelir Ortaklığı senetlerinin 1987 yılı ihracı 616 milyar lira düzeyine ulaşmıştır. 1984 yılında gelir ortaklığı senetleri ihracına 10 milyar lira ile başlanırken, 1985 yılında 140 milyar lira 1986'da 220 milyar lira 1987 de de 616 milyar lira ile rekor düzeyine ulaşmıştır.

1987 yılı özel kesim tahvil ihraçlarında da büyük gelişmenin gerçekleştiği bir yıl olmuştur. 1980 yılında 18 milyar 11 milyon lira olan özel kesim tahvil ihraç tutarı 1987 yılında 311 milyar 800 milyon lira düzeyine yükselmiştir. Bu gelişme ile özel kesim 1983 yılından sonra tahvil piyasasında ilk defa % 5'in üzerinde pay almıştır.

1987 yılında ilk defa Yatırım Fonları oluşturulmaya başlanmıştır. Bankalar tarafından oluşturulmaya başlanan özel kesim menkul kıymeti olan banka yatırım fonlarının katılma belgelerinin ihracı toplamı 1987 yılında 40 milyar lira düzeyine ulaşmıştır.

(28) Yapı ve Kredi Bankası Aylık Ekonomik Durum, Kasım 1987, s. 17.

Bankalar tarafından oluşturulan bu fonlar büyük ölçüde Kamu Sektörünün menkul kıymetleri ile Özel Sektör tahvillerinden oluşmuştur.

III. SONUÇ

24 Ocak 1980 Kararları ile ülke ekonomisine dolayısıyla ülkede bulunan ekonomik ve finansal kuruluşlara yeni bir yön verilmeye başlanmıştır.

24 Ocak 1980 Kararları bilindiği üzere finansal ağırlıklı kararlar dizisidir. Bu kararların sermaye ve para piyasası üzerine etkisi büyük olmuştur. Dolayısıyla bu kararlar ile ülkede yeni bir ekonomi politikası uygulamaya başlanmıştır. Bu kararlar doğrultusunda tasarruf sahiplerine reel faiz gündeme gelmiş ve reel faizle birlikte yatırımcıların sermaye maliyeti de artmıştır.

Yatırımcılar sermaye maliyetlerini düşürebilmek amacıyla çeşitli kaynaklara yönelmişlerdir. Yönelinen bu kaynaklar arasında sermaye piyasası önem taşımıştır. 1980 yılı başlarında düzensiz ve kuralsız işlemeye başlayan sermaye piyasasının olumsuz gelişmelerin ortaya çıkmasından sonra düzenlenmesine gerek duyulmuştur. 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunu ile Sermaye Piyasası'na ilk düzenleme getirilmiş ve bu düzenlemeyi daha sonra diğer kanunlar, kararnameler ve tebliğler izlemiştir. 1987 yılına gelindiğinde sermaye piyasasındaki düzensizliğin ortadan kalktığı ve sermaye piyasasının olgunlaştığı gözlenmektedir.

Sermaye Piyasası içinde tahvil piyasasının önemli bir yeri vardır. Sermaye piyasasına getirilen bu düzenlemeler tahvil piyasasına da olumlu etki yaparak bu piyasanın düzenlenmesini sağlamıştır.

Ülkemizde tahvil piyasasından hem kamu sektörü hemde özel sektör yararlanmaktadır. Kamu Sektörü tahvil piyasasında genellikle % 90'a yakın bir payı almaktadır. Bazı yıllarda Kamu Sektörü bu payını % 90'ın üzerine çıkarırken bazende bu oranın altına düşürmektedir. Ancak gerçek o durki Kamu Sektörü daima tahvil piyasasından en yüksek payları almaktadır. Tahvil piyasasının bu yapısı ile özel sektörün piyasadan çok az pay aldığı ortaya çıkmaktadır. Bazı yıllar Özel Sektörün tahvil piyasasından aldığı pay yüzde bire kadar düşmüştür. Tahvil piyasası bu yapısı ile büyük ölçüde Kamu Sektörüne hizmet verse de tasarrufların değerlendirilmesi konusunda etkili bir piyasa olmaktadır.